



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة

مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير

في علوم التسيير

تخصص: مالية الأسواق

إعداد الطالبة: سميرة السايح

بعنوان:

إستخدام النسب المالية في الإنتقاء العقلاني للأسهم
لعينة من الشركات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية
2009 - 2005

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 17 ديسمبر 2014

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ تعليم عالي	د/ محمد شيخي
مشرفا ومقرار	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ تعليم عالي	د/ إلياس بن ساسي
عضوا مناقشا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ محاضر	د/ محمد بشير غوالي
عضوا مناقشا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ محاضر	د/ بولرباح غريب

السنة الجامعية: 2015/2014

الاهداء

اهدي انجاز حياتي هذا وبكل فخر
الى ملائكي في الحياة... الى معني الحب والتفاني...
الى بسمة الحياة وسر الوجود... الى من كان دغائها سر نجاحي
وجنانها بلسم جراحي الى ائلي الحبايب... امي الحبيبة
الى من علمني العطاء دون انتظار... الى من احمل اسمه بكل افتخار
ارجو من الله ان يمد في عمرك لتري ثمارا حان قطافها الى والدي العزيز
الى من بهم اكبر وعليم اعتمد... الى شموع متقدة تنير ظلمة حياتي...
الى من بوجودهم اكتسب قوة ومحبة لا حدود لها...
إلى الذين شاركوني مر الحياة وطوها وحبهم يسري في دمي
إلى إخوتي وأخواتي، أزواجهم وأبنائهم فاطمة، سعاد، العايش،
العيد، ياسمينة، فتحية، توتي، خالد أشرفه
إلى بنات أخي رتاج و إيناس
إلى الفقيد الغالي رحمه الله واسكنه فسيح جنانه إلى روح أخي وحبيبي مراد
إلى من افخر بنسبي لهم أعمامي وأولادهم، أخوالي وأولادهم كل واحد باسمه
الى الاخوات التي لم تلدهن امي... الى من تحلو الاذاء وتميزوا بالوفاء
والعطاء الى ينابيع الصدق الصافي الى من معهم سعدت وبرفتهم في دروب الحياة...
الى من عرفته كيف اجدهم وعلموني ان لا اضيعهم صديقاتي
خيرة، وفاء، ام الخير، سلمى، فاطمة، خالد
الى كل زملائي دفعة مالية الاسواق
إلى كل من يعرفني من قريب أو من بعيد

تشكرات

الحمد لله الذي علم بالقلم، علم الإنسان ما لم يعلم،
والصلاة والسلام على معلم
البشر، وعلى آله وصحبه أجمعين.
أولا وقبل كل شيء أتقدم بأسمى عبارات الشكر والامتنان والتقدير
إلى من يعجز لساني عن إيجاد
العبارات المناسبة لشكره، إلى من سدد خطاي وأثار طريقي،
إلى واهبي الحياة، إلى ربي رب العزة جل جلاله
وأثمد بالشكر الجزيل إلى أستاذي الفاضل إلياس بن ساسي،
الذي لم يبخل علي بتوجيهاته
ونصائحه القيمة والتمينة طوال مراحل إنجازنا لهذا العمل.
كما أتوجه بجزيل الشكر إلى الأستاذة الأفاضل
السعيدة متمناه وسليم جابو اللذان كانا لهما الفضل في توفير
كل الإمكانيات التي نحتاجها في بحثنا هذا
ولا أنسى عمال مكتبة العلوم
الإقتصادية الذين طالما سملوا من مهمتنا،
خاصة فتيحة موفق
وأشكر كل من ساهم في هذه الرسالة من قريب
أو بعيد وكل أساتذة جامعة قاصدي مرباح
بورقلة.



مستخلص البحث:

يعتمد المستثمر عند اتخاذ قرار الإستثمار في الأسهم على تحليل النسب والمؤشرات المالية للوقوف على ما إذا كانت هناك علاقة بين نتيجة نشاط المؤسسة ومركزها المالي والسعر السوقي لأسهمها في سوق الأوراق المالية، على اعتبار أن الأسعار السوقية تتأثر بالكثير من المتغيرات المالية. ومنها تعد الدراسة الحالية محاولة للوقوف على أهم المؤشرات المالية التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية، لعينة مكونة من 10 مؤسسات خلال الفترة 2005/12/01 - 2009/12/31، موزعة على خمسة قطاعات؛ البنوك، العقارات، والتأمين، والإستثمار والمواد. وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد. وقد هدفت الدراسة إلى إختبار مجموعة من النسب والمؤشرات المالية ذات العلاقة بالسهم لإيجاد نموذج كمي يمكن الإعتماد عليه في تفسير سعر السهم. ولتحقيق هذا الغرض تم إختيار أربعة نسب مالية تمثلت في ربحية السهم، معدل دوران الأسهم المتداولة، القيمة الدفترية للسهم، العائد على حقوق المساهمين. وقد توصلت هذه الدراسة إلى عدة نماذج كمية لكل قطاع من قطاعات السوق، تتضمن بعض المؤشرات المالية التي يمكن للمستثمر الإعتماد عليها عند إتخاذ قراره الإستثماري، من خلال توصلها لوجود علاقة معنوية بين متغيراتها المستقلة والسعر السوقي للسهم وخلصت الدراسة أيضا إلى أن القيمة الدفترية للسهم وربحية السهم من أهم العوامل المؤثرة على السعر السوقي للسهم في سوق دبي للأوراق المالية.

الكلمات المفتاح: النسب المالية، أسعار الأسهم، القرار الاستثماري، التحيزات السلوكية، العقلانية، سلوك المستثمر، إستراتيجية القطيع، سوق دبي للأوراق المالية.

Abstract

To make investment decision in securities the investor relies upon the financial ratios and indexes analysis, to find out whether there is a relationship between the result of firm activity, its financial standing and the market price of its shares in stock exchange, as the stocks market prices are affected by many financial variables. The present study is an attempt to determine the most important financial indicators that affect the market value of listed shares in Dubai Financial Market. We used multi-linear regression model on a sample of 10 firms form five sectors: banks, real estates, insurance, investment and goods sectors. In order to build a quantitative model that interprets the stock price, we used a set of financial ratios and indexes relevant to the share. To accomplish this objective, we chose four financial ratios: share profitability, turnover rate of the outstanding stocks, book value per share and the return on equity. In this study, we found several quantitative models for each sector which includes certain financial indicators that the investor can rely on to make an investment decision and there is a significant relationship between the independent variables and the share market price. Furthermore the study concluded that the profitability of the book value per are the most important factors affecting the share market price in Financial Market Dubai

Keywords: financial ratios, stock prices, investment decision, behavioral biases, rationality, investor behavior, Herd behavior, Dubai Financial Market.

قائمة المحتويات

الإهداء

شكر وتقدير

مستخلص البحث

قائمة المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال البيانية

قائمة الملاحق

المقدمة

الفصل الاول: أسس ومعايير تحليل الأسهم لإتخاذ القرارات الإستثمارية

المبحث الاول: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية

المطلب الاول: عوامل متعلقة بالظروف الإقتصادية.

المطلب الثاني: عوامل متعلقة بظروف المؤسسة.

المطلب الثالث: عوامل متعلقة بالسوق.

المبحث الثاني: المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل الأسهم.

المطلب الاول: مؤشرات أداء الأسهم.

المطلب الثاني: مؤشرات تحليل المخاطر.

المطلب الثالث: مؤشرات تحليل العائد.

المطلب الرابع: مؤشرات التحليل الاساسي.

الفصل الثاني: تحليل سلوكيات المستثمرين في الأسواق المالية.

المبحث الاول: تأثير سلوك المستثمرين على تقييم الأصول المالية.

المطلب الاول: سلوك المستثمر العقلاني.

المطلب الثاني: إستراتيجية حشود القطيع.

المطلب الثالث: نظرية المستثمر الأكثر حماقة.

المبحث الثاني: تأثير الجوانب النفسية للمستثمرين على إتخاذ القرارات الإستثمارية.

المطلب الاول: العوامل المحددة لإتجاهات المستثمرين في السوق.

المطلب الثاني: التحيزات المعرفية المؤثرة على سلوك المستثمرين في السوق.

المطلب الثالث: سيكولوجية مزاج المستثمر في إتخاذ القرار.

الفصل الثالث: الجانب التطبيقي, دراسة حالة سوق دبي للأوراق المالية.

المبحث الاول: تقديم سوق دبي المالي.

المطلب الاول: الإطار التنظيمي للسوق.

المطلب الثاني: تقييم أداء سوق دبي المالي خلال فترة الدراسة.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة/الإطار العام لدراسة الحالة.

المطلب الاول: أسلوب الدراسة ومصادر جمع البيانات.

المطلب الثاني: مجتمع الدراسة وعينتها.

المطلب الثالث: متغيرات الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة.

المبحث الثالث: مناقشة نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات.

المطلب الاول: تقدير نموذج لقياس سعر السهم بدلالة المؤشرات المالية في القطاع البنكي.

المطلب الثاني: تقدير نموذج لقياس سعر السهم بدلالة المؤشرات المالية في قطاع العقار.

المطلب الثالث: تقدير نموذج لقياس سعر السهم بدلالة المؤشرات المالية في قطاع التأمين.

المطلب الرابع: تقدير نموذج لقياس سعر السهم بدلالة المؤشرات المالية في قطاع الإستثمار.

المطلب الخامس: تقدير نموذج لقياس سعر السهم بدلالة المؤشرات المالية في قطاع المواد.

الخاتمة.

قائمة المصادر والمراجع.

الملاحق.

فهرس المحتويات.

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
51	توزيع عينة الدراسة حسب قطاعات سوق دبي للأوراق المالية.	الجدول (3 - 1)
54	نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المقترح في القطاع البنكي	الجدول (3 - 2)
55	نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المعتمد في القطاع البنكي	الجدول (3 - 3)
59	نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المقترح في القطاع العقاري	الجدول (3 - 4)
59	نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المعتمد في القطاع العقاري	الجدول (3 - 5)
63	نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المقترح في قطاع التأمين	الجدول (3 - 6)
63	نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المقترح الثاني في قطاع التأمين	الجدول (3 - 7)
64	نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المعتمد في قطاع التأمين	الجدول (3 - 8)
67	نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المقترح في قطاع الإستثمار	الجدول (3 - 9)
68	نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المعتمد في قطاع الإستثمار	الجدول (3 - 10)
71	نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المقترح في قطاع المواد	الجدول (3 - 11)
72	نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المعتمد في قطاع المواد	الجدول (3 - 12)

قائمة الاشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
58	التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة سعر السهم في القطاع البنكي	الشكل (3 - 1)
63	التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة سعر السهم في قطاع العقارات	الشكل (3 - 2)
68	التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة سعر السهم في قطاع التأمين	الشكل (3 - 3)
73	التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة سعر السهم في قطاع الإستثمار	الشكل (3 - 4)
77	التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة سعر السهم في قطاع المواد	الشكل (3 - 5)

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
الملحق 01	نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمقترح في القطاع البنكي	90
الملحق 02	نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمعتمد في القطاع البنكي	90
الملحق 03	نتائج إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء للنموذج المقدر والمعتمد في القطاع البنكي	90
الملحق 04	نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمقترح في القطاع العقاري	91
الملحق 05	نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمعتمد في القطاع العقاري	91
الملحق 06	نتائج إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء للنموذج المقدر والمعتمد في القطاع العقاري	91
الملحق 07	نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمقترح الثاني في قطاع التأمين	92
الملحق 08	نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمقترح في قطاع التأمين	92
الملحق 09	نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمعتمد في قطاع التأمين	92
الملحق 10	نتائج إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء للنموذج المقدر والمعتمد في قطاع التأمين	93
الملحق 11	نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمقترح في قطاع الإستثمار	93
الملحق 12	نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمعتمد في قطاع الإستثمار	93
الملحق 13	نتائج إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء للنموذج المقدر والمعتمد في قطاع الإستثمار	94
الملحق 14	نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمقترح في قطاع المواد	94
الملحق 15	نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمعتمد في قطاع المواد	94
الملحق 16	نتائج إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء للنموذج المقدر والمعتمد في قطاع المواد	95
الملحق 17	نتائج معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج المعتمد في القطاع البنكي	95
الملحق 18	نتائج معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج المعتمد في قطاع العقارات	95
الملحق 19	نتائج معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج المعتمد في قطاع التأمين	96
الملحق 20	نتائج معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج المعتمد في قطاع الإستثمار	96
الملحق 21	نتائج معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج المعتمد في قطاع المواد	96

المقدمة

يعتبر سعر السهم أحد أهم العوامل التي تؤثر على قرار الإستثمار في سوق الأوراق المالية، لذلك تستخدم النسب أو المؤشرات المالية لإسقاط الإتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم. إن تحديد المستثمر لأهم المؤشرات والمتغيرات المحاسبية التي يمكن الإعتماد عليها لتحديد القيم السوقية للأسهم تمثل مصدر معلومات مهمة تساعد في تقييم وإختيار الأسهم لإتخاذ قرارات إستثمارية سليمة. وبالرغم من أن هذه المؤشرات ليست سوى أحد عوامل إختيار الأسهم، إلا أنها تعطي المستثمرين الفرصة لتقييم أداء المؤسسة وتحديد ما إذا كان يتم تداول السهم في نطاق سعر مقبول. وبشكل عام يتعين على المستثمر إستخدام كل ما هو متاح من معلومات لإختيار الإتجاه الصحيح، حيث لا يوجد في الإستثمار شئ مؤكد أو مضمون وإنما توجد طريقة مثلى لإختيار السهم الأفضل - الذي يعطي عائد مقبول - ولا يوجد سهم مثالي يحقق للمستثمر جميع رغباته، ولكن يوجد سهم يتناسب وهدف المستثمر الذي من أجله يستثمر أمواله.

تعد إتجاهات وتوقعات المستثمرين من العوامل المحددة لأسعار الأسهم. حيث يحتاج القرار الإستثماري الجيد إلى جانب تحليل قيم ومؤشرات الأسهم السوقية، إلى جانب آخر يتعلق بعقلانية القرار والذي يرتبط بنفسية أو سيكولوجية المستثمرين في إتخاذ القرار. إذ يفقد أغلب المستثمرين للمعايير والأسس السليمة لإتخاذ قرار الإستثمار، لإعتمادهم عند إتخاذ القرار على مجموعة من الدوافع والتوقعات التي قد تشكل من سلوكيات نفسية يسلكها المستثمرين على أنها قرارات إستراتيجية. وهذا ما ينطوي على جانب كبير من عدم الرشادة تتجلى في كثير من السلوكيات الشاذة التي تساهم في خلق تشوهات للأسواق المالية.

تعد الدراسة الحالية محاولة للوقوف على أهم المؤشرات المالية التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية. على إفتراض أن معلومات وبيانات المتغيرات المحاسبية التي تدلي بها المؤسسات المدرجة للسنة الحالية عرضة للتأثير على السعر السوقي للسهم في السنة التالية.

حقق سوق دبي المالي منذ إنشائه إلى غاية نهاية سنة 2005 معدلات قياسية في أدائه، إلا أنه شهد إنحيار حاد سنة 2006 وتدبدب خلال السنوات التي تلت ذلك. وقد أدى التدبدب الحاد في معدلات أداء السوق وفي أسعار جميع الأسهم المتداولة في سوق دبي للأوراق المالية - خلال فترة الدراسة - إلى خسائر فادحة في محافظ المستثمرين. وبناء على ما تقدم كان لابد من التعرف على ما إذا كانت هناك علاقة معنوية بين المؤشرات المالية التي يمكن إيجادها من واقع القوائم المالية ومستويات أسعار الأسهم في سوق دبي للأوراق المالية، وما إذا كان المستثمرين يميلون إلى الشراء أو البيع في وقت واحد وبنفس الأسهم التي يشتريها أو يبيعها الآخرين.

1. طرح الإشكالية:

يتضح مما سبق أن تحليل النسب المالية يمكن أن يساعد المستثمرين في إتخاذ قرار الإستثمار وتوقع أداء المؤسسة المستقبلية، أيضا يمكن أن يعطي الإنذار المبكر عن حالة تباطؤ المؤسسة ماليا. إلا أن معظم المستثمرين وخاصة الصغار منهم تنقصهم الثقافة الإستثمارية، وبالتالي عدم قدرتهم على تقدير السعر العادل لأسهم المؤسسات الموجودة في سوق الأوراق المالية. لذلك جاءت هذه الدراسة لتبحث في معايير الإختيار التي يمكن إستخدامها لتحديد سعر السهم في السوق، لذلك كانت هناك حاجة ماسة لطرح مشكلة الدراسة والمتمثلة في الإجابة على السؤال الرئيس التالي:

ماهي أهم المؤشرات المالية التي يمكن للمستثمرين الإعتماد عليها في سوق دبي للأوراق المالية للتقييم العادل للأسهم، والإختيار العقلاني لبدائلهم الإستثمارية؟
ويتفرع من السؤال الرئيسي لهذه الدراسة الأسئلة التالية:

1. هل هناك علاقة معنوية بين المؤشرات المالية التي يمكن إيجادها من واقع القوائم المالية ومستويات أسعار الأسهم في سوق دبي للأوراق المالية؟ وهل يمكن وضع نموذج يفيد المستثمرين في التحديد العادل للسعر السوقي للسهم، وبالتالي يساعدهم في عملية صنع قرار الشراء أو البيع في الأسهم؟
2. ماهي أهم المؤشرات المالية التي يمكن للمستثمر الإعتماد عليها في ترشيد قرارات الإستثمار في الأسهم في سوق دبي للأوراق المالية؟

2. فرضيات البحث:

تهدف هذه الدراسة إلى إختبار فرضية رئيسية من خلال مجموعة من الفرضيات الجزئية والتي تمت صياغتها وفق أسس علمية في مايتعلق بالمؤشرات المالية وعلاقتها بالسعر السوقي للسهم:

الفرضية الرئيسية:

1. تعتبر القيمة الدفترية للسهم، ربحية السهم، معدل العائد على حقوق المساهمين، معدل دوران الأسهم المتداولة، من أهم المؤشرات المالية المؤثرة على السعر السوقي للسهم؛

الفرضيات الجزئية: لقد تم تقسيم الفرضية الرئيسية إلى عدة فرضيات فرعية تمثلت في:

الفرضية الجزئية الاولى:

- تعد المؤشرات المالية ذات تأثير معنوي على السعر السوقي للسهم في القطاع البنكي؛

الفرضية الجزئية الثانية:

- تعد المؤشرات المالية ذات تأثير معنوي على السعر السوقي للسهم في قطاع العقارات؛

الفرضية الجزئية الثالثة:

- تعد المؤشرات المالية ذات تأثير معنوي على السعر السوقي للسهم في قطاع التأمين؛

الفرضية الجزئية الرابعة:

- تعد المؤشرات المالية ذات تأثير معنوي على السعر السوقي للسهم في قطاع الإستثمار؛

الفرضية الجزئية الخامسة:

– تعد المؤشرات المالية ذات تأثير معنوي على السعر السوقي للسهم في قطاع المواد.

3. مبررات إختيار الموضوع:

كان إختيار الموضوع نتيجة لعدة إعتبرات موضوعية وأخرى ذاتية وهي كالتالي:

1. إعتبرات موضوعية:

- الأهمية البالغة التي يحضى بها هذا الموضوع خاصة بالنسبة للمتعاملين في الأسواق المالية إذ يعتبر من أساسيات الإستثمار المالي التعرف على الأسهم ذات الأداء الجيد، ومعايير إختيارها؛
- تفاقم معظم الأزمات الراهنة من خلال بعض السلوكيات العشوائية وغير العقلانية الملاحظة خاصة من خلال سلوك التقليد والإرتكاز على الإشاعات عند إتخاذ القرار.

2. إعتبرات ذاتية:

- الميل الطبيعي للبحث والإستطلاع لإثراء المعرفة الذاتية وطبيعة الإختصاص وعلاقته بالموضوع؛
- السعي إلى التحكم في التقنيات والطرق القياسية المالية، والتحكم أكثر في مفاهيم الأسواق المالية.

4. أهمية الدراسة:

هناك العديد من النقاط التي تبرز أهمية هذه الدراسة وهي كالتالي:

1. تأتي هذه الدراسة للتأكيد على أهمية النسب المالية ودورها في قياس أسعار الأسهم مما يحقق الإستفادة في تطوير الممارسة المحاسبية، وبالتالي تحقيق جودة المعلومات في السوق المالي والتي تنعكس على قرارات المستثمرين وحركة سوق الأوراق المالية في دبي؛
2. تعتبر مشكلة تسعير الأسهم من أهم المشاكل التي يعاني منها المستثمر في سوق الأسهم، حيث تأتي هذه الدراسة كمحاولة لعلاج هذه المشكلة وإستجابة لمتطلبات المستثمرين في هذا الشأن؛
3. تسعى هذه الدراسة إلى تحديد المعلومات التي تمم المستثمرين في سوق دبي للأوراق المالية، وذلك من خلال تحديد أهم المؤشرات التي يمكن الإعتماد عليها في إختيار الأسهم الجيدة؛
4. توضح للمستثمرين الحاليين والمترقبين في جميع القطاعات أهم المتغيرات التي يمكن الإعتماد عليها عند إتخاذ قرارات الإستثمار في سوق دبي للأوراق المالية.

5. أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

1. التعرف على أهم المتغيرات المستقلة المؤثرة على أسعار الأسهم، والتي يمكن الإعتماد عليها في تحديد الأسعار السوقية للأسهم في سوق دبي للأوراق المالية؛
2. إعداد نموذج كمي يمكن الإعتماد عليه في تحديد سعر السهم لكل قطاع من قطاعات سوق دبي للأوراق المالية؛
3. التعرف على أبعاد النسب أو المؤشرات المالية ومزاياها وكيفية الإستفادة منها في تحديد أسعار الأسهم؛

4. تقييم أهمية النسب أو المؤشرات المالية في ترشيد القرارات الإستثمارية في ضوء إحتياجات المستثمر في سوق دبي للأوراق المالية؛
5. تحديد وتحليل الدوافع السلوكية للمستثمرين وأثرها على إتجاهات سلوكياتهم الإستثمارية.
6. حدود الدراسة:

1. يقتصر تطبيق هذه الدراسة على أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية، والتي توفرت بياناتها المالية خلال سلسلة زمنية إعتبارا من سنة 2005 إلى 2009؛
2. تم التعامل مع متغيرات الدراسة حسب إمكانية توفرها ووفقا للأرقام والبيانات المالية التي تم الإفصاح عنها وإدراجها بشكل واضح في القوائم المالية المنشورة لمؤسسات كل قطاع؛
3. تم إستبعاد عامل هام وهو سلوك أو مزاج المستثمرين في إتخاذ قرار الشراء أو البيع في الأسهم لعدم إمكانية قياسه.
7. منهج البحث والادوات المستخدمة:

لتحقيق أهداف الدراسة تم إعتداد المنهج الوصفي التحليلي لعرض الجانب النظري. أما التطبيق العملي ودراسة الحالة تم إتباع المنهج التجريبي أو ما يعرف بالمنهج المتكامل في البحوث التطبيقية، الذي يستند على وجود إرتباط وتلازم بين الجانب النظري والجانب التطبيقي للبحث.

بالإعتماد على المعلومات الواردة في القوائم المالية للمؤسسات عينة الدراسة، تم إستخراج وحساب المتغيرات المحاسبية للدراسة. كما تم الإعتماد على التقارير الدورية الصادرة عن سوق دبي للأوراق المالية لجمع المتغيرات المستقلة والتابعة الخاصة بالدراسة، والتي تتمثل في:

المتغير التابع (الخارجي): تمثل في السعر السوقي للسهم، وقد أخذ شهريا لمؤسسات عينة الدراسة خلال فترة الدراسة.

المتغيرات المستقلة: وحددت المتغيرات المستقلة في أربعة متغيرات تمثلت في:

- ربحية السهم EPS؛
- معدل دوران الأسهم المتداولة TR؛
- القيمة الدفترية للسهم BVPS؛
- العائد على حقوق المساهمين ROE.

تمت معالجة المعطيات، والتي تم الحصول عليها من الموقع الإلكتروني لسوق دبي للأوراق المالية، وكذا مواقع بعض المؤسسات محل الدراسة؛ بالإعتماد على البرنامج الإحصائي *Eviews5* لتقدير صلاحية نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

8. مرجعية الدراسة:

نظرا لان موضوع الأسهم وأسعارها من الموضوعات الحيوية التي لها تأثير على القرارات التي يتخذها المستثمرين للاطمئنان على إستثماراتهم، هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع صياغة أو تشكيل أسعار الأسهم بإستخدام النسب أو المؤشرات المالية. ومن هذه الدراسات ما يلي:

1. دراسة عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن باشيخ (2005)¹ بعنوان: "العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم"

سعت الدراسة إلى محاولة التعرف على ما إذا كانت هناك علاقة معنوية بين المتغيرات المحاسبية المستخرجة من القوائم المالية للمؤسسات عينة الدراسة ومستويات أسعار الأسهم في السوق السعودي، حيث ركزت على إختبار ما إذا كانت القيمة الدفترية للسهم، ربحية السهم، الربح الموزع للسهم، العائد على حقوق المساهمين، عائد الربح الموزع تساعد على تفسير التغيرات في القيمة السوقية للسهم، والوقوف على أوجه التشابه أو الاختلاف بين القطاعات المختلفة في سوق الأسهم تجاه المتغيرات السابقة، وقد تم التمييز بين القطاعات الاقتصادية المختلفة في سوق الأسهم السعودي للتعرف على مستويات الإفصاح ومدى دقة المعلومات المنشورة، خلال الفترة 1999 - 2003. ولإختبار فروض الدراسة إعتد الباحث على نموذج الانحدار المتدرج Stepwise Regression من خلال البرنامج الإحصائي SPSS وقد تم التوصل إلى وجود إختلافات تجاه تأثير المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة حسب القطاع المنتمي له، أي أن دالة العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم تختلف من قطاع إلى آخر. وكذا وجود تفاوت بين تجاوب أسعار الأسهم حسب القطاعات المنتمي إليها ومتغيرات الدراسة، مما يعكس أثر الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في القوائم المالية على القيمة السوقية للسهم، بالإضافة إلى التركيز على صحة هذه المعلومات والتحقق منها، وهنا تظهر أهمية وجود هيئة سوق المال السعودي ودورها في ذلك.

2. دراسة عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن باشيخ (2006)² بعنوان: " نموذج مقترح لتحديد أهم المعلومات المحاسبية وجدواها في ترشيد قرارات صغار المستثمرين في سوق الأسهم السعودي"

إستهدفت الدراسة شريحة صغار المستثمرين، حيث كان لابد من الإهتمام بصغار المستثمرين في المملكة العربية السعودية خاصة بعد الإنهيار الحاد في أسعار جميع الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي الذي حدث في نهاية فيفري 2006 بالإضافة إلى الأهمية التي يشكلونها - صغار المستثمرين - في نمو وإزدهار سوق الأسهم السعودي، وسعت الدراسة أيضا إلى تحديد المعلومات المحاسبية التي تهم صغار المستثمرين في

¹ عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن باشيخ، العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم، 2005، تم نقله بتاريخ: 2011/05/31، عن الموقع: http://www.basheikh.kau.edu.sa/Files/0002834/Files/3206_121.pdf

² عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن باشيخ، نموذج مقترح لتحديد أهم المعلومات المحاسبية وجدواها في ترشيد قرارات صغار المستثمرين في سوق الأسهم السعودي، 2006، تم نقله بتاريخ: 2012/04/13 عن الموقع: http://basheikh.kau.edu.sa/Files/0002834/Files/3208_151.pdf

سوق الأسهم السعودي، وذلك من خلال إختبار العلاقة بين المعلومات والبيانات المحاسبية وأسعار الأسهم وتحديد أهم المؤشرات التي يمكن الإعتماد عليها في التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم. إتمتت الدراسة على بيانات جميع المؤسسات السعودية المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية خلال الفترة 2001 - 2005 حيث إقتصرت على الأسهم دون السندات لعدم وجودها في السوق السعودي إلى حين إجراء الدراسة. وقد توصلت نتائجها إلى إيجاد نموذج مقترح يتضمن بعض المؤشرات التي قد تساعد صغار المستثمرين في ترشيد قراراتهم الإستثمارية وذلك عند عملية البيع أو الشراء وهي كالتالي: العائد على السهم في المرتبة الأولى، ومكرر الأرباح ومكرر السعر بالتساوي في المرتبة الثانية، ويليهم في المرتبة الثالثة الربح الموزع للسهم، معدل مردود الربح الموزع، القيمة الدفترية، ومعدل العائد على حقوق المساهمين.

3. دراسة حليلة خليل الجرجاوي (2008)³ بعنوان: " دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم "

سعت الدراسة إلى التعرف على أبعاد التحليل المالي ومزاياه ومدى الإستفادة منه في التنبؤ بأسعار الأسهم من خلال إختبار مجموعة من النسب المالية وإيجاد نموذج كمي يمكن الإعتماد عليه في التنبؤ بسعر السهم لكل قطاع من قطاعات سوق فلسطين للأوراق المالية. وذلك لمساعدة المستثمرين وتوفير الحد الأدنى من التحليلات والمعلومات التي تفيدهم في إتخاذ قرارات رشيدة عند قيامهم بعملية الإستثمار بعيدا عن المضاربة أو الشائعات. ولتحقيق هذا الغرض تم إختبار 13 نسبة مالية لعينة مكونة من 10 مؤسسات مدرجة في السوق المالي للفترة ما بين عام 1997-2006. تم تحليل هذه النسب بإستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد للتوصل إلى أفضل نموذج لكل قطاع من قطاعات السوق، حيث يضم مجموعة من النسب المالية التي يمكن من خلالها التنبؤ بأسعار أسهم المؤسسات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. وقد تم التوصل إلى عدة نماذج؛ لكل قطاع من قطاعات السوق، أين خلصت الدراسة إلى أنه يمكن الإعتماد على مجموعة من النسب المالية لكل قطاع من القطاعات للتنبؤ بسعر السهم. وإنه بإمكان المستثمر الإعتماد على التحليل المالي للقوائم المالية عند إتخاذ قراراته الإستثمارية.

4. دراسة Seyed & al. (2011)⁴ بعنوان:

"Fitting the Relationship between Financial Variables and Stock Price through Fuzzy Regression Case study: Iran Khodro Company "

جاءت الدراسة لتوضيح العلاقة بين بعض المتغيرات المالية وسعر سهم شركة Iran Khordro بإستخدام نموذج الانحدار الخطي. تمثلت هذه المتغيرات في العائد على السهم (EPS)، التوزيعات النقدية

³ حليلة خليل الجرجاوي، دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم، مذكره ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، الجامعة الإسلامية - غزة، 2008.

⁴ Voir: Seyed Heidar Mirfakhr- Al -Dini Hassan Dehghan Dehavi, Elham Zarezaheh, Hamed Armesh Mahmoud Manafi Saeed Zraezadehand, **Fitting the Relationship between Financial Variables and Stock Price through Fuzzy Regression Case study: Iran Khodro Company**, International Journal of Business and Social Science, Vol.2, No.11, June 2011, pp 140 – 146.

للسهم (DPS) والسعر إلى العائد (E / P). تم جمع بيانات المؤسسة محل الدراسة لمدة 3 أشهر خلال الفترة 1377 - 1386. وقد أوجت النتائج التحريية لهذه الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية وهامة بين العائد على السهم (EPS) وسعر سهم المؤسسة. إلا أن هناك علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين كل من التوزيعات النقدية للسهم (DPS)، السعر إلى العائد (E / P) وسعر سهم المؤسسة.

5. دراسة Danson Musyoki (2012) ⁵ بعنوان:

"Changes in share prices as a predictor of accounting earnings for financial firms listed in Nairobi Securities Exchange"

بحثت هذه الدراسة إمكانية التنبؤ الأرباح المحاسبية باستخدام التغيرات في أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة نيروبي، لعينة ضمت 11 مؤسسة خلال الفترة 2005 - 2010 وتم تحليل البيانات باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS. وشملت هذه البيانات حركة أسعار الأسهم، والأرباح المحاسبية ونسبة استخدامها في بورصة نيروبي. استخدمت الدراسة الربح الجاري للسهم، ربحية السهم، ومكرر الأرباح لمقارنتها مع سعر السهم. وأظهرت النتائج أن هناك علاقة بين سعر السهم والأرباح المحاسبية. أي أنه كلما كان هناك تغيير في الأرباح المحاسبية سيكون من المتوقع أن يتغير سعر السهم أيضا في نفس الاتجاه. لأن سعر السهم هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة. أظهرت النتائج أيضا أن هناك علاقة بين الأرباح المحاسبية والمعلومات المستخدمة في سوق الأوراق المالية. لأن المعلومات المستخدمة هي الاتجاه السابق الذي يتم استخدامه للتنبؤ بالمستقبل. ومنه توصلت الدراسة إلى أن إتباع المستثمرين إتجاه من الأرباح يدفعهم إلى إتخاذ قرار بشأن الإستثمار في الأسهم. أي أن العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم تؤثر أيضا على الأرباح لأنها تميل إلى إتباع نفس الإتجاه.

6. دراسة Arun Upadhyay (2012) ⁶ بعنوان:

"Forecasting Stock Performance in Indian Market using Multinomial Logistic Regression"

جاءت الدراسة بهدف التنبؤ بالأسهم الجيدة وتحديد المؤشرات المالية التي تؤثر تأثيرا كبيرا على أداء الأسهم، حيث يتم استخدام هذه المؤشرات كمعايير إختيار جيدة لتحديد الأداء في سوق الأسهم الهندية. أين تم استخدام سبعة نسب مالية: القيمة الدفترية، ربحية السهم، نسبة الأرباح التشغيلية، نسبة صافي المبيعات، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، مكرر الأرباح، وهامش ربح العمليات قبل الفوائد والضرائب. استخدمت بيانات 30 مؤسسة الأكثر تداولاً في السوق خلال الفترة 2005 - 2008. تم تحليل النتائج بنموذج الإنحدار اللوجستي المتعدد، أين تم تصنيف أداء المؤسسات إلى جيدة ومتوسط وضعيفة. وخلصت الدراسة إلى أنه من الممكن التنبؤ بالأسهم الجيدة من خلال دراسة هذه النسب السبع. أين أظهرت النتائج

⁵ Voir: Danson Musyoki, Changes In Share Prices As a Predictor Of accounting Earnings For Financial Firms listed in Nairobi Securities Exchange, International Journal of Business and Public Management, Vol.2, No.2, 2012.

⁶ Voir: Arun Upadhyay, Gautam Bandyopadhyay, Avijan Dutta, Forecasting Stock Performance in Indian Market using Multinomial Logistic Regression, Journal of Business Studies Quarterly, Vol.3, No.3,2012, pp. 16 - 39.

إرتفاع المعدلات التنبؤية للنموذج الذي عزز قدرة المستثمر على التنبؤ بسعر السهم. غير أن الدراسة إتخذت المؤشرات المالية على أنها العامل الوحيد الذي يؤثر على أسعار الأسهم ولم تأخذ بعين الإعتبار أن هناك العديد من العوامل الإقتصادية والإدارية التي قد تؤثر أيضا على أسعار الأسهم.

7. دراسة Parvane Azimi Dastgerdi (2012)⁷ بعنوان:

" Profitability Levels And The Relation Between Earnings, EQUITY Value And Equity Book Value"

هدفت الدراسة لدراسة العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم بإستخدام تحليل الإنحدار والطرق الإحصائية الكمية. لإختبار تأثير مستوى الربحية على القيمة السوقية للسهم الواحد. تمت الدراسة على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية؛ ضمت 60 مؤسسة خلال الفترة 2001 – 2010. وتشير النتائج الإحصائية حول تأثير مستوى الربحية على العلاقة بين الأرباح وقيمة الأسهم، أي أن مستوى ربحية المؤسسات لديها علاقة وسيطية في التأثير بين ربحية السهم والقيمة السوقية للسهم الواحد.

8. دراسة Michalis Glezakos & al. (2012)⁸ بعنوان:

"The Impact of Accounting Information on Stock Prices: Evidence from the Athens Stock Exchange"

في سياق هذه الدراسة تم فحص تأثير ربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم، في صياغة أو تشكيل أسعار الأسهم، لعينة من 38 مؤسسة مدرجة في سوق أثينا للأوراق المالية تم إختيارها عشوائيا، خلال الفترة 1996 – 2008. تشير النتائج إلى أن القوة التفسيرية لربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم لصياغة أسعار الأسهم تزيد بمرور الوقت. كما يلاحظ خلال السنوات الأخيرة من الدراسة أن الأرباح تلعب دور متزايد في تقليص تفسير أسعار الأسهم بالمقارنة مع القيمة الدفترية.

9. دراسة Sanjeet Sharma (2011)⁹ بعنوان:

" Determinants of Equity Share Prices In India "

أجريت هذه الدراسة لمعرفة العلاقة التحريبية بين أسعار الأسهم والمتغيرات التفسيرية مثل: القيمة الدفترية للسهم، الربح الموزع للسهم، الربح الجاري للسهم، عائد السهم، مكرر الأرباح، والتوزيعات النقدية. بهدف تحديد المتغيرات المحاسبية المحددة لأسعار الأسهم، لعينة مكونة من 115 مؤسسة تم إختيارها من سوق الأسهم الهندية، خلال الفترة 1993-1994 إلى 2008-2009. حيث تم إستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد لقياس أثر المتغيرات التفسيرية مجتمعة على أسعار الأسهم. أظهرت النتائج أن لعائد السهم، الربح الموزع للسهم والقيمة الدفترية للسهم تأثير كبير على السعر السوقى للسهم. بالإضافة إلى أن الربح الجاري

⁷ Voir: Parvane Azimi Dastgerdi, **Profitability Levels And The Relation Between Earnings, Equity Value And Equity Book Value**, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business, Vol.4, No.3, July 2012, pp.295 – 305.

John Mylonakis, Charalampos Kafouros, **The Impact of Accounting Information on Stock Prices**, ⁸ Voir: Michalis Glezakos, International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No. 2; February 2012. **Evidence from the Athens Stock Exchange**

⁹ Voir: Sanjeet Sharma, **Determinants Of Equity Share Prices In India**, International Refereed Research Journal, Vol.2, No.52, 2001, pp 51- 60.

للسهم ومكرر الأرباح من أقوى العوامل المحددة لأسعار الأسهم، ومنه أيدت نتائج هذه الدراسة سياسة توزيع الأرباح الليبرالية. حيث تقوم المؤسسة بتوزيع أرباح الأسهم، وهو ما يؤثر على سعر السهم في الاتجاه الإيجابي. وقد أوصت الدراسة بضرورة استخدام المستثمر هذه المتغيرات المحاسبية - لإمتلاكها قوة تفسيرية قوية - قبل الإستثمار لإحتوائها على توقعات دقيقة حول مستقبل أسعار الأسهم.

هدفت جميع الدراسات السابقة إلى تحديد أهم المتغيرات التي تؤثر على السعر السوقي للسهم وتحديد نوع وقوة العلاقة بينهم، وقد أثبت وجود علاقات متنوعة في الاتجاه الإيجابي أو السلبي. وتعد الدراسة الحالية محاولة لإيجاد بعض المتغيرات التي قد تساعد في تحديد أو تفسير التغيرات في أسعار الأسهم، كما تساعد على اتخاذ قرار الاستثمار في الاسهم. وما يميز الدراسة الحالية عن سابقتها مايلي:

- إهتمت بحمل الدراسات السابقة بالمتغيرات المتعلقة بالربحية لان إتباع المستثمرين إتجاه من الأرباح يدفعهم إلى إتخاذ قرار بشأن الإستثمار في الأسهم، إلا أن الدراسة الحالية أضافت إلى ذلك جانب آخر يتمثل في معدل دوران الأسهم بحيث يعكس هذا المعدل إقبال المستثمرين على السهم والذي يعد من أهم المعايير التي يجب أن يأخذها المستثمر بعين الإعتبار قبل إتخاذ قرار الإستثمار بالأسهم.
- قدمت أغلب الدراسات السابقة نماذج كمية بحيث يمكن الإعتماد عليها في قرار الإستثمار في الأسهم، إلا أن الدراسة الحالية قامت بإستخراج نموذج كمي لكل قطاع من قطاعات سوق دبي للأوراق المالية وهو ما يتوافق مع دراستي (باشيخ 2005) و (الجرجاوي 2008) اللتان قدمتتا نماذج كمية لكل قطاع من قطاعات السوق.
- أضافت الدراسة الحالية - وذلك في جانبها النظري - عن الدراسات السابقة جانب آخر يتعلق بسيكولوجية المستثمر إذ يمكن أن تؤثر على قرارات المستثمرين مجموعة من العوامل النفسية تدفعهم إلى إتخاذ سلوكيات مختلفة.
- تختلف الدراسة الحالية عن سابقتها من حيث السوق الذي تمت عليه، إذ يقتصر تطبيق هذه الدراسة على أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية. وأيضا من حيث المدة التي تمت فيها، إذ قامت خلال سلسلة زمنية إعتبارا من سنة 2005 إلى 2009.

9. تقسيمات البحث:

لقد تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول، إثنين منها خصصت للجانب النظري وذلك للإحاطة الجيدة بالموضوع. بينما خصص الفصل الثالث لدراسة الحالة، أين تم إختبار الفرضيات من خلال دراسة عينة من المؤسسات المدرجة بسوق دبي للأوراق المالية. ويمكن إستعراض هيكل البحث كما يلي:

عنون الفصل الأول ب أسس ومعايير تحليل الأسهم لإتخاذ القرارات الإستثمارية تم تقسيمه إلى مبحثين، تم التطرق في المبحث الأول إلى بعض العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم. أما المبحث الثاني فتم فيه عرض المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل الأسهم والمتمثلة في؛ عوامل متعلقة بالظروف الإقتصادية، عوامل متعلقة

بظروف المؤسسة، عوامل متعلقة بالسوق، أما المبحث الثاني فتم فيه عرض المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل الأسهم أين تم التطرق إلى أربعة مداخل؛ الأول مؤشرات أداء الأسهم، الثاني مؤشرات تحليل المخاطر، الثالث مؤشرات تحليل العائد، بينما خصص المدخل الرابع لمؤشرات التحليل الاساسي.

جاء الفصل الثاني تحت عنوان: تحليل سلوكيات المستثمرين في الأسواق المالية تم تقسيمه إلى مبحثين؛ الأول تم فيه التطرق لسلوكيات المستثمر في إتخاذ قرار الإستثمار في الأصول المالية، المستخلصة في رشادة أو عقلانية قرارات المستثمرين وكذا القرار اللاعقلاني للمستثمر. أما المبحث الثاني فقد خصص لجملة من الخصائص السيكلوجية أو الجوانب النفسية للمستثمرين في إتخاذ القرارات الإستثمارية.

خصص الفصل الثالث لدراسة الحالة, والذي تم تقسيمه هو الآخر لثلاث مباحث؛ الأول تم به تقديم سوق دبي للأوراق المالية من حيث الإطار التنظيمي للسوق وملخص أداء السوق خلال فترة الدراسة، أما المبحث الثاني فتم به عرض منهجية الدراسة من حيث خطوات الدراسة أسلوبها ومصادر جمع البيانات ومجتمع الدراسة وعينتها بالإضافة إلى متغيرات الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة. في المبحث الثالث تم تحليل وإختبار الفرضيات ومناقشة نتائج التحليل الإحصائي, حيث تم فيه دراسة عينة من المؤسسات المدرجة بسوق دبي للأوراق المالية وتم إستعمال الطرق القياسية لإيجاد العلاقة بين المؤشرات المالية وأسعار الأسهم حيث تم إستعمال نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لدراسة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وهو السعر السوقي للسهم.

الفصل الاول

أسس ومعايير تحليل الأسهم

لإتخاذ القرارات الإستثمارية

تمهيد

يشكل مستوى معرفة المستثمر بمفاهيم ومبادئ الإستثمار الركيزة الرئيسية لتحكمه في قراره الإستثماري، وخاصة فيما يتعلق بمؤشرات تقييم الأسهم كونه يهتم بالأسعار السوقية للأسهم ومدى انعكاس أداء المؤسسة المالي على تلك الأسعار. وبشكل عام يتعين على المستثمر إستخدام كل ما هو متاح من معلومات لإختيار الإتجاه الصحيح. حيث لا يوجد في الإستثمار شئ مؤكد أو مضمون وإنما توجد طريقة مثلى لإختيار السهم الأفضل - الذي يعطي عائد أعلى من عائد السوق أو على الأقل مساويا له - ولا يوجد سهم مثالي يحقق للمستثمر جميع رغباته، ولكن يوجد سهم يتناسب وهدف المستثمر الذي من أجله يستثمر أمواله.

وقد تم التطرق في هذا الفصل إلى العوامل المؤثرة على القيمة السوقية وذلك في المبحث الأول، أين تم التطرق في المطلب الأول إلى العوامل المتعلقة بالظروف الإقتصادية، أما المطلب الثاني فقد حوى العوامل المتعلقة بظروف المؤسسة، بينما جاء في المطلب الثالث العوامل المتعلقة بالسوق. أما المبحث الثاني فتم به عرض المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل الأسهم والمتمثلة في؛ مؤشرات أداء الأسهم وذلك في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني مؤشرات تحليل المخاطر، بينما ضم المطلب الثالث مؤشرات تحليل العائد والمطلب الرابع مؤشرات التحليل الأساسي.

المبحث الأول: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية:

لتحديد أسعار الأسهم يجب الأخذ بعين الإعتبار مجموعة من العوامل التي يمكن أن تؤثر على عوائدها بشكل مباشر أو غير مباشر. حيث تتفاوت قوة تأثيرها من عامل إلى آخر. وقد تناول هذا المبحث جملة من العوامل المؤثرة على القيمة السوقية، وقد تم التطرق في المطلب الأول إلى العوامل المتعلقة بالظروف الإقتصادية، أما المطلب الثاني فقد حوى العوامل المتعلقة بظروف المؤسسة، بينما جاء في المطلب الثالث العوامل المتعلقة بالسوق.

المطلب الأول: عوامل متعلقة بالظروف الإقتصادية:

إن إستقرار الأسواق المالية مقياساً لمدى نجاح السياسة الإقتصادية العامة للدولة، إذ تمتاز أسعار الأسهم بتقلبات واسعة. هناك عدد من العوامل والمحددات الإقتصادية التي تحكم حركة عوائد أسهم المؤسسة والتي قد تجرّها إلى تقلبات وتذبذبات يومية، نتيجة لتغيرات في الأوضاع الإقتصادية العامة، ومن أهم هذه العوامل:

1. معدل التضخم: بزيادة معدل التضخم ترتفع أسعار الأسهم، حتى إذا وجدت توقعات بزيادة توزيعات الأرباح أو إنخفاض نسبة الخضم التي تخصم بها الأرباح، أما إذا تنبأ المستثمرين بإنخفاض توزيعات الأرباح فإن أسعار الأسهم ستنخفض بزيادة معدل التضخم. وقد تكون العلاقة بين أسعار الأسهم ومعدل التضخم عكسية أو طردية، تاخذ العلاقة الإتجاه العكسي بسبب إنخفاض حجم السيولة الموجهة للإستثمار في الأسهم نتيجة زيادة الأموال المخصصة للإنتاج الإستهلاكي لتعويض إنخفاض القوة الشرائية الحاصلة بسبب التضخم، بينما تأخذ الإتجاه الإيجابي عندما يتجه المستثمرون إلى حماية مدخراتهم بسبب التضخم، فزيادة حجم إستثماراتهم يؤثر على الأسهم فيرفع أسعارها.¹⁰

وقد أشارت دراسة (بلجبلية 2010)¹¹ إلى أثر التغير في معدلات التضخم على عوائد الأسهم - معتمدة على دراسة الإقتصادي الأمريكي فاما - وقد أظهرت النتائج أن التضخم يؤثر على عوائد الأسهم التاريخية لكل من قطاع التأمين، الصناعة، والخدمات خلال فترة الدراسة. وهذه النتائج معاكسة لنتائج الأعمال التي قام بها فاما لأن هذه العلاقة كانت طردية في قطاع التأمين والخدمات، ولكنها عكسية بالنسبة لقطاع الصناعة وبذلك فإن أسهم شركات قطاع الصناعة لا يمكن أن تشكل أي حماية من مخاطر التضخم، حيث أنها تستجيب للإرتفاع في معدلات التضخم بنفس طريقة الأوراق المالية ذات العوائد الثابتة (السندات والأسهم الممتازة) وكانت النتيجة مخالفة تماماً لنتائج مجموعة كبيرة من الدراسات.

¹⁰ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان - الاردن، ط1، 2010، ص 88.

¹¹ أنظر: بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم - دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات المسعرة في بورصة عمان، رسالة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2010.

وأكدت دراسة (يوسف 2008)¹² على أهم العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم والمسببة لهذا التذبذب الحاد، وبيان أي هذه العوامل أكثر تأثيراً من غيرها على عوائد الأسهم. حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين التضخم النقدي وعوائد الأسهم، حيث ان حدوث التضخم يؤدي إلى إرتفاع الأسعار ومنها إلى إرتفاع عوائد الأسهم.

جاءت دراسة (Apergis & Eleftheriou 2002)¹³ مؤيدة لدراسات (بلجبلية 2010) و (يوسف 2008) ومشيئة إلى أن للتراجع المستمر للتضخم مساهمة كبيرة في زيادة أسعار الأسهم. إلا أن دراسة

(Diaz & Jareno 2009)¹⁴ التي قامت على تحليل إستجابة عوائد الأسهم للإعلان عن أخبار التضخم في المدى القصير. وجاءت النتائج إعتقاداً على إتجاه الأخبار وحالة الإقتصاد، حيث لوحظ وجود إستجابة إيجابية وكبيرة في حالة الأخبار السيئة والركود الإقتصادي، وأيضاً إيجابية وكبيرة في حالة الأخبار الجيدة والإنتعاش الإقتصادي، وقد يعود تفسير هذا السلوك إلى توقعات نمو أرباح المؤسسات، إلا ان حجم هذه الإستجابة يعتمد على نشاط القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة. بينما أشارت نتائج دراسة (E. Rapach 2002)¹⁵ إلى أن معدلات التضخم لا تؤدي إلى تآكل القيمة الحقيقية للأسهم على المدى البعيد.

2. أسعار الفائدة: يؤدي إرتفاع أسعار الفائدة إلى إنخفاض أسعار الأسهم والعكس، حيث يضع المستثمر بعين الإعتبار مستوى الفائدة الذي يتسم بدرجة منخفضة من المخاطرة، ومنه يكون الإستثمار في الأسهم فقط إذا كان سعر السهم يحقق عائد متوقع أعلى - بدرجة كافية - من سعر الفائدة الخالي من المخاطرة.¹⁶

تعتبر أسعار الفائدة من المتغيرات المؤثرة على القيمة السوقية، حيث أن أي تغيير في أسعار الفائدة على قروض المؤسسات يؤثر مباشرة على العائد المحقق من الإستثمار وبالتالي يؤثر على ربحية السهم ومنه على القيمة السوقية للمؤسسة، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً في المؤسسات المالية حيث تكون أسعار الأسهم أكثر حساسية للتقلبات في العوائد عن المؤسسات الأخرى فالإرتفاع في أسعار الفائدة يؤثر على كافة قطاعات المؤسسات لأنه يرفع معدل التضخم ويقلل الفرص الإستثمارية، إلا أن قطاع البنوك هو وحده المستفيد من هذا الإرتفاع.¹⁷

¹² أنظر: دانة بسام محمد يوسف، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط - الاردن، 2008.

¹³ Voir: Nicholas Apergis, Sophia Eleftheriou, **Interest rates, Inflation, and Stock Prices: The Case of The Athens Stock Exchange**, Journal of Policy Modeling, No. 24, 2002, pp 231-236

¹⁴ Voir: Antonio Diaz, Francisco Jareno, **Explanatory Factors of The Inflation News Impact on Stock Returns by Sector: The Spanish Case**, Research In International Business and Finance, No. 23, 2009, pp 349-368.

¹⁵ Voir: David E. Rapach, **The Long-run Relationship Between Inflation and Real Stock Prices**, Journal of Macroeconomics, No. 24, 2002, pp 331-351.

¹⁶ محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص ص 86-87.

¹⁷ أيمن سيد محمد سرحان، اثر المتغيرات المالية على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة بالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة - مصر، 2003، ص ص 60-61.

وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي لدراسة (يوسف 2008)¹⁸ وجود علاقة إرتباط ذات دلالة إحصائية بين أسعار الفائدة وعوائد الأسهم. وتفسير ذلك يعود إلى أن أسعار الفائدة تتأثر بأسعار العملات الخارجية ومنها الدولار بشكل أساسي حيث أن التعاملات التجارية الخارجية للشركات تتبع الدولار صعودًا أو نزولًا ومرتبطة به بشكل أساسي, فإن الأرباح التي تحققها المؤسسات من الإلتجار الخارجي تكون مرتبطة بالدولار وبالتالي فإن عوائد الأسهم ستكون أيضًا مرتبطة بالدولار وعليه فإن عوائد الأسهم ترتبط بشكل مباشر بأسعار الفائدة. كما ترتبط أسعار الفائدة بفائض أو نقص السيولة المتوفرة في البنوك وكذلك سياسات البنك المركزي. وأيد ذلك دراسات كل من: (Alam & Uddin 2009)¹⁹ ، (M. Ariff & al. 2012)²⁰ و (Ying Wu 2001)²¹ حول تأثير معدل الفائدة على التغير في سعر السهم إلى أن التغيرات في أسعار الفائدة لها علاقة سلبية كبيرة مع التغيرات في أسعار الأسهم.

3. عرض النقد (السيولة): يؤدي التغير في العرض النقدي إلى التغير في أسعار الأسهم, بحيث تؤدي الزيادة إلى إرتفاع الانفاق الإستثماري مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وإرتفاع أسعارها السوقية, أي أن زيادة النقد تؤدي إلى زيادة الشراء ومنه إلى زيادة الأرباح مما ينعكس إيجابيا على أسعار الأسهم والعكس.²² وأثبت ذلك في دراسة (M. Ariff & al. 2012)²³ أين تم دراسة العلاقة بين عرض النقد, والسيولة وأسعار الأسهم بإستخدام سلسلة بيانات فصلية في سوق الأسهم الكندية, وأظهرت النتائج الإرتباط الإيجابي للسيولة بأسعار الأسهم.

4. سعر الصرف: يؤثر سعر الصرف على أسعار الأسهم من خلال عدة أشكال خاصة في الإقتصاديات المتقدمة والمتكاملة ماليا مع السوق العالمي, حيث أن إستبدال العملة الوطنية بالعملة الأجنبية في أوقات ضعف العملة المحلية يؤدي إلى إنخفاض أسعار الأسهم, مما قد يدفع أيضا بالأفراد إلى التخلص منها وإستبدالها بأدوات أخرى كالأسهم وهو ما يدفع إلى زيادة الطلب على الأسهم وإرتفاع أسعارها.²⁴

وقد أظهرت نتائج دراسة (Tsagkanos & Siriopoulos 2013)²⁵ من خلال دراسة العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في دول الإتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة الأزمة المالية الأخيرة (2008-2012) ومقارنة النتائج بالفترة السابقة للأزمة حيث كانت أسواق الأسهم

¹⁸ أنظر: دانة بسام محمد يوسف، مرجع سابق.

¹⁹ Voir: Md. Mahmudul Alam ,Md. Gazi Salah Uddin, **Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries**, International Journal of Business and Management. Vol.4, No.3, 2009.

²⁰ Voir: Mohamed Ariff a, Tin-fah Chung, Shamsher M., **Money Supply, Interest Rate, Liquidity and Share Prices: A Test of Their Linkage**, Global Finance Journal, No. 23, 2012, pp 202-220.

²¹ Voir: Ying Wu, Exchange Rates, **Stock Prices, and Money Markets: Evidence From Singapore**, Journal of Asian Economics, No. 12, 2001, pp 445-458.

²² محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص ص 85-86.

²³ Mohamed Ariff a, Tin-fah Chung, Shamsher M., Op.Cit.

²⁴ محمد محمود الخطيب، مرجع سابق ، ص 87.

²⁵ Voir: Athanasios Tsagkanos, Costas Siriopoulos, **A Long-run Relationship Between Stock Price Index and Exchange Rate: A Structural Nonparametric Cointegrating Regression Approach**, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, No. 25, 2013, pp 106- 118.

تعمل في ظل ظروف عادية؛ وجود علاقة سببية بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في دول الإتحاد الأوروبي على المدى البعيد وفي الولايات المتحدة الأمريكية على المدى القصير. بينما أشارت دراسة (Ying Wu 2001)²⁶ إلى أن العلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم تتوقف على مرونة سعر الصرف النسبية، ويفسر ذلك من خلال الإرتباط السلبي لأسعار صرف الدولار السنغافوري مقابل عملات الدول المتقدمة مع أسعار الأسهم، والإرتباط الإيجابي لأسعار الأسهم وسعر صرف الدولار السنغافوري مقابل عملة ماليزيا رينجت (MYR).

5. **الدورة الإقتصادية:** تتقلب أسعار الأسهم بين حالتي الإقتصاد، حيث يؤدي تحسن الوضع الإقتصادي العام إلى زيادة الأجور وزيادة الطلب على الأموال لأغراض مختلفة كإشراء الأسهم مما يرفع أسعارها والعكس.²⁷

المطلب الثاني: عوامل متعلقة بظروف المؤسسة:

وهي تشمل كل المتغيرات المتعلقة بالمؤسسة والتي من شأنها أن تؤثر على أدائها ومستوى العائد الذي تحققه وبالتالي تؤثر على نظرة المستثمرين وعلى قراراتهم الإستثمارية ومن أهم هذه العوامل:

1. **راس مال المؤسسة:** يعد رأس المال المحرك الأساسي لأي مشروع إستثماري، يهدف لزيادة الإنتاجية وإعادة إستثمار رأس المال، وله تأثير واضح على عوائد الأسهم، فكلما زاد حجم رأس المال كلما زاد تأثير العوائد.²⁸ حيث تبين دراسة (يوسف 2008) عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين عوائد الأسهم وحجم رأس مال المؤسسة، حيث أن زيادة حجم رأس المال يؤدي إلى زيادة عائد السهم وهذا يعطي المؤسسة قوة إقتصادية مقارنة بالمؤسسات الأخرى، إلا ان هذا لا ينطبق على جميع المؤسسات. حيث أن هناك العديد من المؤسسات التي تملك رأس مال كبير لكن عوائد أسهمها أقل من المؤسسات التي تملك رأس مال صغير.

2. **عدد عمال المؤسسة:** ويعد من الأصول المتغيرة للمؤسسة بحيث يبين إنتاجية المؤسسة مما يؤثر على عائد الإستثمار، إذ غالبا ما يؤثر في كمية إنتاج المؤسسة مما يؤثر على قوتها ووضعها الإقتصادي بين المؤسسات الأخرى، وهو ما يدفع بالمستثمرين للإقبال على شراء أسهمهم، فيؤثر بدوره على عوائد أسهمها.²⁹ وتؤكد على ذلك دراسة (يوسف 2008) من خلال توصل الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين عدد العاملين وعوائد الأسهم. مما يعني أنه كلما زاد عدد العاملين زاد عائد السهم، لأن إزدياد عدد العاملين يؤدي لزيادة الإنتاجية ومنها زيادة الإستثمار، وعليه يترتب زيادة السهم، لكن هذا ليس بالضرورة لكل المؤسسات، وهناك مؤسسات عدد عاملها كبير وعوائد أسهمها أقل من المؤسسات التي عدد عاملها صغير.

²⁶ Voir: Ying Wu, Op.Cit.

²⁷ محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 89.

²⁸ دانة بسام محمد يوسف، مرجع سابق، ص 29.

²⁹ نفسه، ص 30.

3. **ربحية المؤسسة:** تعد ربحية المؤسسة من العوامل المهمة المؤثرة على قيمة المؤسسة وبالتالي على أسعار أسهمها، حيث توجد علاقة طردية بين قيمة المؤسسة وربحيتها أي بزيادة ربحية المؤسسة تزيد ربحية السهم مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية والعكس. توجد علاقة بين كل من الربحية وغيرها من المتغيرات الأخرى كالمديونية، ملكية الإدارة، وتوزيعات الأرباح كل هذه المتغيرات من شأنها أن تؤثر على ربحية المؤسسة ومنها على قيمة المؤسسة.³⁰

توجد العديد من الدراسات التي تناولت العلاقة بين الربحية والمديونية، وقد توصل أغلبها إلى وجود علاقة عكسية بين الربحية والمديونية أي أن زيادة الربحية تؤدي إلى زيادة الأرباح المحتجزة وإنخفاض الحاجة إلى التمويل الخارجي. إلا أن دراسة (Mojgan 2012)³¹ عارضت ذلك من خلال إثباتها للعلاقة المباشرة بين المتغيرات المفسرة لهيكل راس المال للمؤسسات التي تستخدم معدل العائد على الأصول كمؤشر للربحية. وأشارت نتائج الدراسة بالنظر إلى تشكيل الهيكل المالي من 85% ديون قصيرة الأجل و 15% ديون طويلة الأجل، أن هناك علاقة مباشرة بين نسب الديون قصيرة الأجل والعائد على الأصول في المؤسسة. ما يوجد علاقة بين إجمالي الديون والعائد على أصول المؤسسة. أي أنه كلما ارتفعت نسبة الديون كلما توقع زيادة في الربحية. وقد أيدت ذلك دراسة (Chen & Zhang 2007)³² من خلال تحديد دور المتغيرات المحاسبية في تفسير عوائد الأسهم، من خلال التغيرات في الربحية، فرص النمو، ومعدلات الخصم. أسفرت النتائج عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغيرات الدراسة وعوائد الأسهم إلا أن التغير في الربحية والتغيير في فرص النمو لها الدور الأساسي في تفسير تحركات الأسعار.

4. **توزيعات الأرباح:** إن تحقق الأرباح في المؤسسة يكون بزيادة مجموع الإيرادات عن مجموع المصاريف والإستهلاكات خلال نفس السنة المالية، إلا أن وجود الأرباح لا يعني بالضرورة وجودها في شكل نقد جاهز للتوزيع حيث تحتفظ المؤسسات عادة بجزء صغير من النقد لأنه غير منتج، وفي غير صالح المؤسسة أن تجمد أموالها في موجودات غير منتجة.³³

هدفت دراسة (شراب 2006) إلى بيان أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، اين أسفرت الدراسة عن عدة نتائج كان أهمها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التالية: نصيب السهم من الأرباح، تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، نصيب السهم من الأرباح النقدية، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين سعر السهم.

³⁰ أيمن سيد محمد سرحان، مرجع سابق، ص ص 44-46.

³¹ Voir: Mojgan Derayat, **The Investigation of Experimental relationship between Capital Structure and Profitability in Accepted Companies of Tehran Stock Exchange (TSE)**, Journal of Basic and Applied Scientific Research, Vol. 2, No.7, 2012. p p. 6517 -6522.

³² Voir: Peter Chen, Guochang Zhang, **How do Accounting Variables Explain Stock Price Movements? Theory and Evidence**, Journal of Accounting and Economics, No. 43, 2007, pp 219-244.

³³ صباح أسامة علي شراب، **اثر الاعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية**، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية، غزة، 2006، ص 60.

بينما أسفرت دراسة (Ebrahimi & Chadegani 2011)³⁴ عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة توزيعات الأرباح إلى سعر السهم وعوائد الأسهم، وعن علاقة مباشرة وهامة بين الربح الموزع للسهم إلى سعر السهم وعوائد الأسهم. ويستدل على أن نسبة العائد على السهم متغير يؤثر على عائد الأسهم.

- إضافة إلى هذه العوامل هناك عوامل أخرى متعلقة بالمؤسسة يمكنها أن تؤثر على عوائد الأسهم، وهي:
- المركز المالي للمؤسسة ومعدل نموها (الأصول، الحقوق، رأس المال)؛
 - سمعة المؤسسة ونوعية منتجاتها؛
 - أداء المؤسسة المدرجة الأرباح المحققة والمتوقعة؛
 - حجم المضاربات على أسهم المؤسسة وحدتها؛
 - مدى كفاءة إدارة المؤسسة؛
 - المركز التنافسي للمؤسسة؛
 - تغير بعض الظروف الإستراتيجية بشأن المؤسسة (الإستثمارات المستقبلية).

المطلب الثالث: عوامل متعلقة بالسوق:

من بين العوامل المؤثرة على آليات عمل سوق الأوراق المالية يمكن أن نذكر؛ علم النفس المتعلق بالبورصة، إتجاه أسعار الأوراق المالية صعودا وهبوطا، درجة إتساع السوق، توقعات المستثمرين والمحللين الماليين، والشائعات.

1. العوامل النفسية: تلعب العوامل النفسية - سواء كانت متشائمة أو متفائلة - دورا هاما في توجيه الأسعار في سوق الأوراق المالية نحو الإرتفاع أو الإنخفاض. تستند هذه التأثيرات النفسية على توقعات المتعاملين والتي يمكن أن تحدث فارقا كبيرا في الأسعار، إذ يركز بعضها على معلومات ذات أهمية حقيقية فتكون القرارات الناتجة عنها أقرب من الموضوعية، والبعض الآخر يركز على الترقب.³⁵

أثبت ذلك في دراسة (Pilar Corredor & al. 2013)³⁶ حيث قامت بتحليل تأثير معنويات المستثمرين في أسواق أسهم أربعة دول أوروبية: فرنسا، ألمانيا، إسبانيا، وبريطانيا على العوائد المستقبلية للأسهم. وأظهرت النتائج أن لمعنويات المستثمرين تأثير كبير على العوائد، إذ يكون هذا التأثير غير متجانس وتتفاوت شدته بين الأسواق، نتيجة للدور الذي تلعبه خصائص الأوراق المالية والعوامل الخاصة بكل سوق في شرح هذا التأثير. بالإضافة إلى إشتراك عوامل أخرى كالفروق الثقافية أو المؤسسية التي قد تلعب أيضا دورا رئيسيا. وأيد ذلك دراسة

³⁴ Voir: Mohammad Ebrahimi, Arezoo Aghaei Chadegani, **The Relationship between Earning, Dividend, Stock Price and Stock Return: Evidence from Iranian Companies**, International Conference on Humanities, Society and Culture, Vol.20, 2011. Pp 318- 323.

³⁵ بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص 57.

³⁶ Voir: Pilar Corredor, Elena Ferrer, Rafael Santamaria, **Investor Sentiment Effect in Stock Markets: Stock Characteristics or Country-specific Factors?**, International Review of Economics and Finance, No. 27, 2013, pp 572-591.

(Y. Lee & al. 2002)³⁷ بدراسة ثلاث مؤشرات مالية DJIA, S&P500, and NASDAQ وخلص إلى إرتباط سلبي لمعلومات المستثمرين مع تقلبات السوق إلا أن الأثر الأعمق كان في مؤشر ناسداك.

أما دراسة (W. Browna & T. Cliff 2004)³⁸ فقد ساندت دراسة (Verma & Soydemir 2009)³⁹ في أن تأثير معنويات المستثمرين لا يقتصر على المستثمرين الأفراد فقط أين تؤثر على الأسهم الصغيرة، وإنما تتعدى إلى معنويات المؤسسات الإستثمارية لتؤثر على الأسهم الكبيرة، بحيث يكون رد فعل السوق للتقلبات غير متجانس ويتأثر بالتغيرات في معنويات المستثمرين.

2. إتجاه أسعار سوق الأسهم نحو الصعود أو الهبوط: تتحكم في إتجاه أسعار الأسهم نحو الإرتفاع أو نحو الإنخفاض. مجموعة من العوامل، منها كمية رؤوس الأموال المتداولة. فكلما زاد حجم الأموال المستثمرة في الأسهم، كلما تحسنت الأسعار وإتجهت نحو الصعود، وكلما قلت كمية رؤوس الأموال المعروضة كلما إتجهت الأسعار نحو الإنخفاض.⁴⁰ ومنه فإن إتجاه أسعار الأسهم نحو الإرتفاع أو الإنخفاض يخضع لقانون العرض والطلب عليها. حيث تؤدي زيادة الطلب على العرض إلى زيادة سعر السهم والعكس. حيث تتحكم في العرض والطلب عدة عوامل منها القيمة الدفترية للسهم، توزيعات الأرباح، وتوقعات المحللين والمستثمرين حول مستقبل المؤسسة.⁴¹

3. درجة إتساع السوق: يكون السوق ذا سعة إذا وجد عدد كبير من أوامر البيع والشراء، حيث يسهل في ظلّه إعادة الخلل في الأسعار بسرعة. وفي مثل هذا السوق يضعف دافع المستثمر المحتمل لتأجيل القرار، كما يتوقع أن يرضى صانع السوق بهامش صغير أملاً أن يعوض ذلك إرتفاع معدل دوران السهم. وعلى العكس فإن قلة عدد الأسهم المتعامل بها في السوق ستؤدي إلى حدوث إنكماش، وكل هذا سيؤثر على كيفية تحديد أسعار الأسهم المتعامل بها.⁴²

4. توقعات المستثمرين والمحللين الماليين حول مستقبل المؤسسة: لتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، يجب على المستثمرين والمحللين الماليين تقدير الربحية المستقبلية للسهم، وذلك بإجراء تحليل تفصيلي لمعدل العائد على حقوق الملكية كمحدد رئيسي لمعدل نمو ربحية السهم، كما يجب تحليل الربحية الحالية للسهم تمهيدا لقيامه بتقدير قيمتها المستقبلية، وبلوغ التحليل هذه المرحلة يمكن تقدير القيمة

³⁷ Voir: Wayne Y. Lee, Christine X. Jiang , Daniel C. Indro, **Stock Market Volatility, Excess Returns, and The Role of Investor Sentiment**, Journal of Banking & Finance, No. 26, 2002, pp 2277-2299.

Gregory W. Browna, Michael T. Cliff, **Investor Sentiment and The Near-term Stock Market**, Journal of Empirical Finance, ³⁸ Voir: No. 11, 2004, pp 1-27.

Rahul Verma, Gökce Soydemir, **The Impact of Individual and Institutional Investor Sentiment on The Market Price of Risk**, The Quarterly Review of Economics and Finance, No. 49, 2009, pp 1129-1145. ³⁹ Voir:

⁴⁰ لطرش سميرة، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2010/2009، ص 180-181.

⁴¹ حليلة خليل الجرجاوي، مرجع سابق، ص 54.

⁴² لطرش سميرة، مرجع سابق، ص 184.

5. الحقيقية للسهم. أي أن تحديد القيمة الحقيقية للسهم هي هدف التحليل الأساسي، وهي حجر الزاوية في إتخاذ القرار الإستثماري.⁴³

6. الشائعات في كثير من الأسواق المالية خاصة في دول العالم الثالث: وتنتشر هذه الظاهرة بكثرة في الأسواق المالية للدول النامية وهي ما يعرف بإحتكار المعلومات، وفي ظل غياب كل من القوانين والأنظمة واللوائح التنظيمية للسوق، والوعي الإستثماري لدى المستثمرين، بالإضافة إلى غياب المنافسة الكاملة في السوق، وكثرة حدوث حركات مفاجئة غير مبررة في أسعار الأوراق المالية.⁴⁴

وضحت ذلك دراسة (النمروطي والعيوسي 2012)⁴⁵ حيث هدفت الدراسة إلى التعرف على إتجاهات المستثمرين الأفراد، وذلك من خلال دراسة العوامل المؤثرة في سلوكيات وتوجهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية. وقد خلصت الدراسة إلى أن هناك اهتمام من قبل المستثمرين في متابعة مستمرة لأخبار المال والأعمال عبر وسائل الإعلام المختلفة، وإعتبار الإشاعات من العوامل المؤثرة على قرارات الإستثمار، ويدل ذلك على غياب الشفافية والمعلومة الصحيحة للمستثمر لحظة ظهور الإشاعة، أو أن المستثمر غير متابع للمعلومات المالية للمؤسسات المدرجة بالسوق، مما يساهم بتأثير الإشاعة على قراره الإستثماري. وقامت دراسة (Kosfeld 2005)⁴⁶ بتقديم نموذج بسيط لدراسة آثار الشائعات في الأسواق المالية وإحتمال إنتشارها، وفيما إذا كان لتطور الشائعات تأثير على معتقدات المستثمرين ومنها على نتائج السوق. وقد خلصت الدراسة إلى أن إنتقال عدوى الإشاعة بين المستثمرين سوف تكون بسبب القيمة الذاتية للمستثمر من المعلومات التي تبث. كما بينت دراسة

(Oberlechner & Hocking 2004)⁴⁷ الدور الذي تلعبه الشائعات في سوق الأوراق المالية من خلال الطريقة التي ينظر بها المستثمرين إلى المعلومات وتفسيرها. وأضافت دراسة (Kiyamaz 2001)⁴⁸ من خلال دراسة آثار شائعات سوق الأسهم على أسعار الأسهم المتداولة في بورصة إسطنبول، أين لوحظ من الناحية الإيجابية عوائد غير عادية كبيرة خلال 4 أيام قبل تاريخ النشر، ومن الناحية السلبية لوحظ وجود عوائد غير عادية ضئيلة في فترة ما بعد النشر. حيث يرتبط الأول بإمكانية إستخدام المعلومات من قبل المستثمرين أو المحللين وهذا ما يفسر إنتشار المعلومات قبل صدورها. بينما يشير التفسير الثاني للعوائد غير عادية في فترة ما بعد النشر إلى أن المستثمرين لن يستفيدوا من قرارات الإستثمار التي تقوم بناء على شائعات.

⁴³ صباح أسامة علي شراب، مرجع سابق، ص 61.

⁴⁴ نفسه، ص 62.

⁴⁵ أنظر: خليل أحمد النمروطي، سمير عبد الدائم العويسي، تحليل إتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية - دراسة استطلاعية على ثمرين الأفراد في قطاع غزة - مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الإقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 01، جانفي 2012.

⁴⁶ Voir: Michael Kosfeld, **Rumours and Markets**, Journal of Mathematical Economics, No. 41, 2005, pp 646-664.

⁴⁷ Voir: Thomas Oberlechner, Sam Hocking, **Information Sources, News, and Rumors in Financial Markets: Insights Into The Foreign Exchange Market**, Journal of Economic Psychology, No. 25, 2004, pp 407-424.

⁴⁸ Voir: Halil Kiyamaz, **The Effects of Stock Market Rumors on Stock Prices: Evidence From an Emerging Market**, Journal of Multinational Financial Management, No. 11, 2001, pp 105-115.

جاءت دراسة (Gidofalvi 2001)⁴⁹ مساندة للدراسات السابقة بدراسة التنبؤ بسلوك سعر السهم من خلال حركة السعر النسبية عبر سلسلة زمنية بإستخدام مصدرين للمعلومات، أسعار الأسهم والمقالات الإخبارية المالية للمؤسسات. أين تم اثبات علاقة قوية بين صدور معلومات المقالات الإخبارية وسلوك أسعار الأسهم خلال فترة 20 دقيقة قبل وبعد ان تصبح المقالات الإخبارية متاحة للجمهور. هذه النتيجة لا تتفق مع فرضية كفاءة السوق بحيث تشير إلى أن مؤشرات التنبؤ بسلوك أسعار الأسهم المستقبلية موجودة خلال فترة زمنية قصيرة فقط، وقد يمكن إستخدامها لتحقيق عوائد غير عادية.

المبحث الثاني: المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل الأسهم:

يعتمد المستثمر عادة عند إتخاذ قرار الإستثمار في الأوراق المالية على تحديد وتحليل أهم المؤشرات المالية التي تؤثر في أسعار الأسهم وتمثل له مصدر معلومات مهمة تساعده لإتخاذ قرار سليم. حيث تبرز أهميتها من خلال شكلها الذي يربط بين القيمة السوقية للورقة المالية وعوائدها المتوقعة، لذلك فهي تقدم معلومات عن قدرة المؤسسة على تعظيم أداء السهم الواحد، بالإضافة إلى أنها تقدم تصورا تحليليا عما يهتم به المستثمر في الورقة المالية واهتماماته في السوق. وقد تم التطرق في هذا المبحث إلى مؤشرات أداء الأسهم وذلك في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني مؤشرات تحليل المخاطر، بينما ضم المطلب الثالث مؤشرات تحليل العائد والمطلب الرابع مؤشرات التحليل الاساسي.

المطلب الأول: مؤشرات أداء الأسهم:

1. عدد الأسهم المتداولة: أو اجمالي حجم التعامل وهذا المؤشر يتعلق بقياس حجم التعاملات التي تمت على الأوراق المالية المتداولة أو القابلة للتداول، خلال فترة معينة شاملة كلا من التعاملات داخل سوق الأوراق المالية وخارجها، فكلما إرتفع هذا المعدل إرتفع مؤشر الجودة للسهم.⁵⁰
2. عدد ايام تداول السهم: أو مؤشر مدى التعامل يقيس هذا المؤشر عدد ايام التعامل خلال مدة معينة وفقا لإحتياجات متخذ القرار لمعرفة مدى كفاءة وإنتظام أعمال السوق أي لمدة اسبوع، شهر، سنة، فكلما إرتفع المعدل إرتفع مؤشر الجودة للمؤسسة.⁵¹
3. معدل دوران الأسهم المتداولة: هو من المؤشرات التي يعلن عنها السوق. تعكس قيمة هذا المؤشر مدى إقبال المستثمرين على السهم في سوق الأوراق المالية، ممثلا بكمية الأسهم المتداولة ومقدار

⁴⁹ Voir: Gyozo Gidofalvi, Using News Articles to Predict Stock Price Movements, 2001, Retrieved 13/12/2013. Form: <http://www.cse.ust.hk/~leichen/courses/comp630p/collection/reference-5-18.pdf>

⁵⁰ فهد محمد الصقر، خمسة قواعد لإختيار الأسهم خلال فترة الإنخفاض الشديد، جريدة الرأي، الكويت، العدد 10836، صدرت بتاريخ 2009/03/02، ص49.

⁵¹ نفسه.

4. الصفقات المالية التي تحدث في السوق طلبا على الأسهم.⁵² حيث يدل الإرتفاع بمعدل الدوران على كثافة التداول بسوق الأوراق المالية. وبحسب المؤشر بالعلاقة الآتية:

$$TPS = \frac{NTS}{NSS}$$

بحيث:

TPS: معدل دوران الأسهم المتداولة؛

NTS: عدد الأسهم المتداولة؛

NSS: عدد الأسهم المكتتب بها.

المطلب الثاني: مؤشرات تحليل المخاطر:

تتناول مؤشرات تحليل المخاطر العلاقة بين العائد المطلوب على الإستثمار وبين المخاطر المرتبطة به، فهي مقاييس نسبية لمدى التقلب في العائد الذي سيتم الحصول عليه مستقبلا. وتعتمد مؤشرات تحليل المخاطر على قياس درجة التشتت في قيم المتغير المالي محل الدراسة، أو قياس درجة حساسيته تجاه التغيرات التي تحدث في متغير آخر، ومن هذه المؤشرات مايلي:

1. الانحراف المعياري: Standard deviation

يرمز للانحراف المعياري بالرمز σ (sigma) يقيس درجة تشتت قيم المتغير المدروس عن قيمته المتوقعة. بينما يمثل التباين Variance مربع الانحراف المعياري وهو مؤشر يقيس درجة مخاطر السهم. يمكن إستخدام الانحراف المعياري للمفاضلة بين مجموعة من البدائل الإستثمارية في حالة تساوي تدفقاتهم النقدية المتوقعة، بحيث يكون الإختيار الأفضل هو الذي يعطي أقل انحراف معياري. أما في حالة ما إذا كانت التدفقات النقدية المتوقعة مختلفة يتم حساب معامل الاختلاف.

2. معامل التحديد: Coefficient of determination

يتمثل في مربع معامل الإرتباط، وهو أداة للتعرف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للسهم (عائد السهم) الذي يحدثه التغير في مستوى الأسعار في السوق.

3. معامل بيتا: Beta coefficient

هو معامل إحصائي يقيس المخاطر النظامية. ويعبر عن مقدار التغير في عائد الورقة المالية إذا تغير عائد محفظة السوق بمقدار وحدة واحدة،⁵³ أي توافق معدل عائد سهم معين مع عائد مجموعة من الأسهم في السوق. ويقاس بمتوسط عوائد الأسهم في السوق يساوي الواحد الصحيح، ويكون حسب العلاقة التالية:

$$\text{Beta} = \frac{G(i, v)}{(\sigma v)}$$

بحيث:

⁵² الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق راس المال على الإستثمار في الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، 2006/2005، ص 206.

⁵³ محمد ابراهيم عبد الرحيم، إقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شهاب الجامعة، 2008، ص 154.

$G(i, v)$: التغيرات بين عائد السهم وعائد السوق؛
 $(\sigma v)^2$: تباين عائد السوق.

يدل معامل بيتا المرتفع على إرتفاع درجة الحساسية ومنه إلى إرتفاع مستوى الخطر، إذ كلما زاد عدد الأوراق المالية في المحفظة كلما كان بيتا المحفظة أكثر إستقرارا.

يلاحظ انه ليس كل قيم بيتا يمكن إستخدامها للتعبير عن المستقبل، ولقياس مدى تعبير قيمة بيتا عن التنبؤ بالمستقبل يمكن إجراؤه عن طريق معامل التحديد، فإذا إنخفض معامل التحديد لا يمكن الإعتماد على قيمة بيتا. أما إذا إرتفع معامل التحديد فإنه يمكن الإعتماد على مستوى معنوية الإرتباط.⁵⁴

المطلب الثالث: مؤشرات تحليل العائد

تتمثل مؤشرات تحليل العائد في مجموعة المؤشرات التي يستخدمها المستثمر في تحليل العوائد التي يحققها من خلال الإستثمار في الأوراق المالية، وقد تكون هذه العوائد إيرادية أو رأسمالية أو مزيجا منهما. بحيث تعتبر مؤشر أساسي للإستثمار بالأسهم وتتخذ كمقياس لترتيبها والمفاضلة بينها.

1. مضاعف السعر للعائد: Price Earning Ratio تسمى هذه النسبة أيضا بمضاعف عائد السهم أو مكرر الأرباح، تكتسب هذه النسبة أهميتها في كونها ترشد متخذ القرار بمدى الإرتفاع أو الإنخفاض في أسعار الأسهم، وتمنحه القدرة على التنبؤ بالأسعار السوقية،⁵⁵ والمخاطر الملازمة لها. إذ إذا توقع المستثمر نمو في الأرباح المستقبلية التي سيتم توزيعها فإنه سيكون على إستعداد لدفع سعر أكبر مما يؤدي إلى إرتفاع مكرر الأرباح، والعكس.⁵⁶ وتحسب بالعلاقة التالية:

$$PER = \frac{P}{EPS}$$

بحيث:

PER: مضاعف السعر للعائد؛

P: السعر السوقي للسهم؛

EPS: عائد السهم.

تدل النسبة على عدد المرات التي يجب أن يتكرر بها العائد ليصل إلى السعر المضحى به للحصول على السهم، لان مقدار العائد يزداد مقارنة بالمبلغ المستثمر في السهم. وكلما قل سعر السهم كلما كانت النسبة جيدة.

وإرتفاع هذه النسبة دلالة على أحد التفسيرات التالية:

— توقع المستثمرون زيادة التوزيعات لحملة الأسهم؛

⁵⁴ نفسه، ص 155.

⁵⁵ دريد كامل آل شبيب، مبادئ الادارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان- الاردن، 2009، ص 194.

⁵⁶ فايز سليم حداد، الادارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان- الاردن، 2009، ص ص 89- 90.

– إرتباط الأسهم بدرجة خطورة منخفضة لذلك فالمستثمرون يشعرون بالرضا تجاه إيرادات منخفضة ولكنها مضمونة؛

– توقع تحقيق المشروع لدرجة مقبولة من النمو مع إستمراره في دفع نسبة كبيرة من الإيرادات.

قدمت العديد من الدراسات دليلاً على قدرة هذا المؤشر بالتنبؤ بالأسهم الجيدة، حيث أثبت التأثير الكبير لمكرر الأرباح على سعر السهم.⁵⁷ وأضافت إلى ذلك دراسة (Sanjeet 2011) على أنه من أقوى العوامل المحددة لأسعار الأسهم. إلا أن دراسة (Seyed & al. 2011) جاءت بنتائج مختلفة أين أثبتت وجود علاقة سلبية بين مكرر الأرباح وأسعار الأسهم.

2. **عائد السهم العادي: Earning Per Share** يقيس هذا المؤشر حصة السهم العادي سواء كانت الأرباح الموزعة على شكل كوبونات أم محتجزة على شكل إحتياطيات.⁵⁸

$$EPS = \frac{NP - DCS}{ANST}$$

بحيث:

NP: صافي الأرباح؛

DCS: توزيعات الأسهم الممتازة؛

ANST: متوسط عدد الأسهم القابلة للتداول.

يعكس هذا المؤشر الأداء المالي للمؤسسة ومدى كفاءتها في إستخدام الأموال المستثمرة لتعظيم قوتها في السوق، وتؤكد زيادة قيمته على أن المؤسسة تتمتع بمركز قوة داخل سوق الأوراق المالية، والعكس.⁵⁹ ويتحقق من خلال قياس هذا المؤشر مايلي:

– التنبؤ بالأرباح المتوقع توزيعها؛

– معدلات النمو المتوقع تحقيقها؛

– القيمة المستقبلية للأسهم؛

– وضع السياسات المستقبلية للأرباح.

قد يحدث وأن تصدر المؤسسة أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وفي مثل هذه الحالات يتم حساب العائد على السهم العادي بصيغ أخرى تأخذ بالإعتبار إمكانية تحول تلك الأوراق المالية إلى أسهم عادية.

⁵⁷ Voir : Danson Musyoki 2012; Arun Upadhyay 2012; عبد اللطيف 2006 بن محمد عبد الرحمن باشيخ

⁵⁸ جبر إبراهيم الداعور، محمد نواف عابد، أثر السياسات المحاسبية لإدارة المكاسب على أسعار أسهم الوحدات الإقتصادية المتداولة، في سوق فلسطين للأوراق

المالية، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية) المجلد 17، العدد 01، جانفي 2009، ص 832.

⁵⁹ محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص ص 77-78.

قدمت دراسات كل من (Danson 2012) ، (Sanjeet 2011) ، (Arun 2012) و (Seyed & al. 2011) دليل على وجود علاقة إيجابية وهامة بين نسبة العائد على السهم وسعر السهم. بينما تشير نتائج دراسة (Parvane 2012) أن مستوى ربحية المؤسسة له علاقة وسيطية في التأثير بين ربحية السهم والقيمة السوقية للسهم الواحد. وأضافت دراسة (Glezakos & al. 2012) مشيرة إلى أن القوة التفسيرية لربحية السهم في صياغة أسعار الأسهم تزيد بمرور الوقت.⁶⁰

3. **الربيع الجاري للسهم: "DYR Dividends Yield Ratio"** يعبر عن توزيعات الأرباح المتوقعة كنسبة من سعر السهم في السوق, فهو يقيس قدرة الاموال المستثمرة - التي يدفعها المستثمر ثمننا للسهم - على توليد الأرباح, حيث توجد علاقة عكسية بين ريع السهم والقيمة السوقية. بينما يتماشى ريع السهم مع معدل الفائدة على السندات, فإذا إرتفعت هذه الاخيرة يقبل المستثمرين شراءها والتخلي عن أسهمهم مما يؤدي إلى إنخفاض القيمة السوقية وإرتفاع ريع السهم لثبات نصيب السهم من الأرباح الموزعة خلال السنة.⁶¹

$$DYR = \frac{DPS}{P}$$

بحيث:

DYR: الربيع الجاري للسهم؛

DPS: نصيب السهم من الأرباح الموزعة؛

P: سعر السهم.

4. **عائد توزيعات السهم (عائد الكوبون):** تتمثل هذه النسبة في الأرباح التي يجوزها السهم إلى الذي دفعه مالكة للحصول عليه. إذ توجد علاقة عكسية بين عائد الكوبون والقيمة السوقية للسهم، فإذا زادت هذه الأخيرة قلت قيمة عائد الكوبون، والعكس. ويعود ذلك إلى أن القيمة السوقية تتحدد بعامل العرض والطلب في السوق ما يجعلها في حالة عدم إستقرار لتقلبها خلال التعامل اليومي, مما يؤدي إلى إعادة تقييم سمعة المؤسسة ومركزها المالي من خلال توقعات المستثمرين لنتائج الأعمال التشغيلية، والأرباح التي تتيح الفرصة أمام الإشاعات لتضخيم التوقعات مما يؤدي للإرتفاع أو الإنخفاض في أسعار الأسهم بصورة مبالغ فيها.⁶²

$$CY = \frac{DPS}{P}$$

بحيث:

CY: عائد الكوبون؛

DPS: نصيب السهم من الأرباح الموزعة؛

P: سعر السهم.

⁶⁰ Voir: Seyed Heidar Mirfakhr- Al -Dini Hassan Dehghan Dehavi, Elham Zarezadeh, Hamed Armesh Mahmoud Manafi Saeed Zraezadehand 2011; Danson Musyoki 2012; Arun Upadhyay 2012; Gautam Michalis Glezakos , John Mylonakis, Charalampos Kafouros 2012; Parvane Azimi Dastgerdi 2012; Sanjeet Sharma 2012.

⁶¹ محمد محمود الخطيب, مرجع سابق, ص 79.

⁶² جبر إبراهيم الداعور, محمد نواف عابدين, مرجع سابق, ص 831.

5. **توزيعات السهم العادي:** يقيس هذا المؤشر مقدار التدفق النقدي الذي سيحصل عليه المساهم مقابل كل سهم يمتلكه، والذي يفضل الحصول على توزيعات عالية ومستقرة، إذ يلعب إستقرار المؤشر دورا هاما في خلق مناخ إستثماري جيد.⁶³

$$DPS = \frac{NP}{NS}$$

بحيث:

DPS: توزيعات السهم

NS: عدد الأسهم المصدرة

NP: صافي الأرباح

6. **العائد لفترة الاقتناء:** تكتسب هذه النسبة أهميتها من كونها تأخذ بعين الإعتبار كافة الأرباح الموزعة والأرباح الراسمالية، تقيس فترة إمتلاك السهم، أي العائد الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة الاحتفاظ بالسهم،⁶⁴ ومنه فإن العائد لفترة الاقتناء لهذا السهم يكون كالتالي:

$$ATA = \frac{(SPS - BPS) + DPS}{BPS}$$

بحيث:

ATA: العائد لفترة الاقتناء؛

BPS: سعر شراء السهم؛

SPS: سعر بيع السهم؛

DPS: توزيعات السهم.

قد دلت دراسات كل من (Sanjeet 2011) و (باشيخ 2005، 2006) على وجود تأثير للربح الموزع للسهم على السعر السوقي للسهم. إلا أن دراسة (Seyed & al. 2011) عارضت ذلك من خلال إثباتها لوجود علاقة سلبية بين الربح الموزع للسهم وسعر السهم.⁶⁵

المطلب الرابع: مؤشرات التحليل الاساسي:

1. **القيمة الدفترية للسهم: Book Value Per Share** تقيس هذه النسبة الجزء التاريخي من أصول المؤسسة والممول بأموال الملكية، أي ما قدمه المساهم لتمويل إستثمارات المؤسسة مقابل كل سهم من أسهم المؤسسة. بحيث تعكس المركز المالي للمؤسسة ونصيب السهم من حقوق المساهمين. فإذا كان للمؤسسة أداء جيد وتحقق أرباح مطردة تؤدي إلى زيادة نسبة الإحتياطيات، ومنه فإن السعر السوقي للسهم يكون أعلى من القيمة

⁶³ محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 78.

⁶⁴ نفسه، ص 79-80.

⁶⁵ Voir: Seyed Heidar Mirfakhr- Al -Dini Hassan Dehghan Dehavi, Elham Zarezadeh, Hamed Armesh Mahmoud Manafi Saeed Zraezadehand 2011; Sanjeet Sharma 2012; 2006، 2005، محمد عبد الرحمن

2. الدفترية للسهم، والعكس.⁶⁶ كذلك تعد مؤشر للحد الأدنى الذي تكون عليه قيمة السهم عند التصفية، أي أن فائض التصفية المفترضة على الإلتزمات يساوي حقوق الملكية⁶⁷ وتحسب النسبة كالأتي:

$$BVPS = \frac{PR}{NS}$$

بحيث:

BVPS: القيمة الدفترية للسهم؛

NS: عدد الأسهم المصدرة؛

PR: صافي حقوق المساهمين.

تشير نتائج دراسات كل من (Sanjeet 2011)، (Arun 2012) و (Glezakos & al. 2012) إلى وجود علاقة بين القيمة الدفترية للسهم والسعر السوقي للسهم، بحيث تمكن من التنبؤ بالأسهم الجيدة.⁶⁸

3. نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية: تتمثل في المقدار الذي يكون المستثمر على إستعداد لتحمله مقابل حصوله على وحدة واحدة من أصول المؤسسة. وتعكس بدورها النمو المتوقع للسهم، فهي تستخدم لمقارنة القيمة السوقية للسهم مع القيمة الدفترية للسهم العادي لتقييم المؤسسة. كلما زادت النسبة عن الواحد الصحيح دل ذلك على أن المؤسسة كانت موفقة في قراراتها الإستثمارية، وزادت ثقة المستثمرين بإستقرارها ونموها.⁶⁹

$$\frac{P}{B} = \frac{P}{BVPS}$$

بحيث:

P/B: القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية؛

BVPS: القيمة الدفترية للسهم؛

P: سعر السهم.

4. العائد على حقوق المساهمين: يقيس معدل العائد على حقوق المساهمين عائد الربح على المبالغ المستثمرة. أي يقيم أداء المؤسسة ومدى نجاحها على توليد وزيادة أرباح المساهمين من خلال الإستخدام الأمثل للأموال المستثمرة. فإرتفاع معدل العائد على حقوق المساهمين يزيد من إحتتمالات زيادة توزيعات الأرباح لإجتذابه أموالاً إضافية من خارج المؤسسة.⁷⁰

$$ROE = \frac{D}{PR}$$

بحيث:

⁶⁶ Sanjeet Sharma, Op.Cit p 55.

⁶⁷ أمجد إبراهيم الراجنة، مرجع سابق، ص 35-36.

⁶⁸ Voir: Arun Upadhyay 2012; Gautam Michalis Glezakos , John Mylonakis, Charalampos Kafouros 2012; Sanjeet Sharma 2012.

⁶⁹ محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 82.

⁷⁰ جبر إبراهيم الداغور، محمد نواف عابد، مرجع سابق، ص 832.

ROE: العائد على حقوق المساهمين؛

PR: صافي حقوق المساهمين؛

D: الأرباح الموزعة.

تظهر أهمية هذا المؤشر في دراستي (باشيخ 2005، 2006) من خلال وجود علاقة بين العائد على حقوق المساهمين والسعر السوقي للسهم، إلا أنها تختلف حسب قطاعات السوق.

5. نسبة ملكية المؤسسات Institutional Ownership توضح نسبة مساهمة المؤسسات المالية في رأسمال المؤسسة، وقد تكون هذه المؤسسات مؤسسات تأمين، صناديق إستثمار، بنوك تجارية... الخ. كلما زادت نسبة ملكية المؤسسات، كلما تقترب أسعار أسهمها من قيمتها الحقيقية، وهو ما يؤدي إلى نفور المستثمرين، لأن هذا لن يمكنهم من تحقيق أرباح رأسمالية، لذلك يفضلون الإستثمار في المؤسسات التي تنخفض بها نسبة ملكية المؤسسات،⁷¹ وتحسب كما يلي:

$$OPE = \frac{NSOE}{NSEE}$$

بحيث:

OPE: نسبة ملكية المؤسسات؛

NSOE: عدد الأسهم المملوكة للمؤسسات؛

NSEE: عدد أسهم المؤسسات المصدرة والمتداولة.

خلاصة

توجد العديد من العوامل المؤثرة المؤثرة على القيمة السوقية والتي لها آثار على السعر السوقي للسهم في الإتجاه الإيجابي أو السلبي. إلا أن التنسيق الأمثل لهذه العوامل يمكن من تحقيق مستوى أداء جد عالي، كونها من العوامل والمتغيرات التي تؤثر مباشرة على السهم أو تؤثر على السوق أو الوضع الإقتصادي العام ومنها على السهم. كما يعد تحليل المؤشرات المالية أمر ضروري يسعى المستثمرين والمساهمين لإدراكه، للتأكد من أن السهم قادر على تحقيق عوائد وتحمل المخاطر، لأنه على هذا الأساس تبنى القرارات. إلا أن تحليل المؤشرات المالية وحده لا يكفي لإتخاذ المستثمر قرار سليم، إذ تشوب القرار بعض التحيزات السيكلوجية في مزاج المستثمر والتي يمكنها أن تحيده على القرار الصحيح والعقلاني.

يحتاج المستثمر لترشيد قراراته الإستثمارية إلى إدارة فاعلة قادرة على تقييم عوائد الأسهم وبناء محافظ إستثمارية تعطي له عائد مناسب، بالإضافة إلى حاجته لمعرفة العوامل التي على أساسها يتم تحديد أسعار الأسهم في السوق المالية. رغم الدراية الكافية للمستثمر عن السهم إلا أنه يمكن أن يشوب قراره بالإستثمار جملة من التحيزات النفسية؛ ترتبط بنفسية أو سيكلوجية المستثمر في إتخاذ القرار وتلعب دورا كبيرا في تحديد إتجاه أسعار الأسهم. وهو ما سيتم التطرق له في الفصل الثاني.

⁷¹ الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص 206.

الفصل الثاني

تحليل سلوكيات المستثمرين
في الأسواق المالية

تمهيد

إن إندفاع المستثمرين نحو الإستثمار في سهم معين يعتمد على التوقعات التي يشكّلونها حول الإتجاه المستقبلي لحركات أسعار هذا السهم. وهو ما قامت عليه المالية السلوكية في إطار النظريات الواقعية، على عكس نظرية التوقعات العقلانية؛ التي تتجسد في المستثمر العقلاني الذي يعتمد في تشكيل قراره الإستثماري على الحقائق الأساسية والمعلومات المتوفرة. أثبتت النظريات الواقعية تواجد نوع من المستثمرين في السوق يتخذون قراراتهم الإستثمارية بناء على إعتقادات خاطئة ويصلون في النهاية إلى قرار إستثماري خاطئ، وقد أولت ذلك إلى وجود عوامل نفسية لدى المستثمرين الذين تتغلب عليهم نزعة التفاؤل أو نزعة التشاؤم، إلا أن نزعات التفاؤل والتشاؤم لا يكون تأثيرها على المدى البعيد. وإنما تقتصر على التحركات السعرية في المدى الزمني القريب، لذا فإن على المستثمر أن لا يتعامل مع هذه التحركات السعرية بدوافع عاطفية أو حدسية.

جاءت سيكولوجية المستثمرين في مجال علم النفس المعرفي، أين أكد عن حدود قدرة المستثمر عن تكيفه على النحو الامثل وتعرضه إلى جملة من التحيزات النفسية التي تؤثر على سلوكه ومن ثم على الأسعار. حيث أثبتت بعض الأبحاث أن سيكولوجية المستثمرين هي اللاعب الرئيسي والمحرك الأول لسوق الأسهم بدلا من حقائق السوق ونتائج أداء الأسهم. ولهذا فالإستراتيجية الناجحة للإستثمار في البورصة هي التي لا تعتمد على العواطف، لأنه قد ينحرف السلوك والإدراك الحسي ويؤدي إلى نتائج عكسية، وبالتالي ينحرف المستثمر عن طريقه من الهدف الرئيسي إلى أهداف أخرى غير حقيقية أو غير واقعية.

حيث سيتم التطرق في هذا الفصل إلى تأثير سلوك المستثمرين على تقييم الاصول المالية في المبحث الأول، وقد تم التطرق إلى سلوك المستثمر العقلاني، إستراتيجية حشود القطيع، وسلوك المستثمر الساذج. بينما تناول المبحث الثاني جملة من الخصائص السيكولوجية أو الجوانب النفسية للمستثمرين في إتخاذ القرار، حيث تم فيه إستخلاص بعض من العوامل المحددة لإتجاهات المستثمرين في السوق وذلك في المطلب الأول، أما في المطلب الثاني تم التعرف على جملة من التحيزات المعرفية المؤثرة على سلوك المستثمرين في السوق، بينما ضم المطلب الثالث سيكولوجية مزاج المستثمر في إتخاذ القرار.

المبحث الأول: تأثير سلوك المستثمرين على تقييم الاصول:

جاء هذا المبحث لقياس سلوكيات المستثمرين جراء إستخدامهم للنظريات العقلانية على أساس إتصافهم بالرشادة وهذا من جهة، ومن جهة أخرى قياس سلوكياتهم في تقييم الأسهم جراء إستخدامهم لنظريات لاعقلانية

أو عقلانية ناقصة. حيث سيتم التطرق في هذا المبحث إلى سلوك المستثمر العقلاني، وإستراتيجية سلوك القطيع التي يتأثر بها المستثمر حيث يتبع بعض المستثمرين بعضهم الآخر، بالإضافة إلى سلوك المستثمر الساذج.

المطلب الأول: سلوك المستثمر العقلاني:

نظرية الإختيار العقلاني هي النموذج التفسيري الذي أستخدم من طرف علماء الإجماع لتفسير السلوك البشري عند عملية إتخاذ القرار، كما تجدر الإشارة إلى أن نظرية المنفعة المتوقعة هي أساس نظرية الإختيار العقلاني؛ والذي أسس من طرف : John von Neumann و Oskar Morgenstern في المؤلف الذي قاما بنشره سنة 1944 بعنوان: *Théorie des jeux et comportements économiques* "نظرية الالعب والسلوك الإقتصادي" أين وضحا عقلانية الالعبين وأكدوا أن هناك على الأقل لاعب واحد عقلاني، وهو الذي يختار دائما الإجراء الذي يعطي أفضل النتائج ويعظم بذلك منفعته الخاصة، بالنظر إلى ما يتوقع ان يقوم به خصمه.⁷² وقد تم مواصلة العمل بعد ذلك على يد Jon Elster أين تم تفسير وفهم الإفتراضات الأساسية لنظرية الإختيار العقلاني، إضافة إلى تحليل الخيار العقلاني ليشرح لماذا يتصرف الأفراد في إتجاه دون الآخر.

الإختيار العقلاني هو أن يقوم الفرد بإختيار أفضل إجراء من الإجراءات المحتملة، أي أنه يختار لتعظيم فائدته المتوقعة والمقيدة في نطاق الفرص المتاحة.⁷³ هذا عن طريق إختيار أفضل وسيلة لتحقيق أهدافه. بإفتراضه قادرا على المقارنة بين مجموعة متنوعة من الأهداف وقادرا على إجراء تقييم عام للوضع الذي يجد نفسه فيه، ومن ثم إتخاذ الخيار. ويفسر هذا بالإستناد على المعلومات المتاحة والفرص التي يتم تقديمها ويعتبر الخيار عقلاني إذا كان الفرد يختار أحسن تفضيل لتعظيم منفعة.⁷⁴

هناك العديد من الدراسات التي أثبتت عدم كفاءة السوق بعكس ما جاءت به فرضية كفاءة السوق (EMH) والتي تنص على أن قرارات المستثمرين تتجه إلى الإمتثال والقائمة على رشادة المستثمر. متجاهلة لأهمية سلوك المستثمرين في إتخاذ القرار. ومنه جاءت المالية السلوكية لسد الفراغ الذي تمخض عن النظرية المالية.⁷⁵ قامت المالية السلوكية على زكيزتين أساسيتين؛ علم النفس المعرفي ومحدودية التحكيم. حيث يشير؛ المعرفي إلى الطريقة التي يفكر بها الأفراد لأنهم غالبا ما يقعون في أخطاء منهجية، ومحدودية التحكيم إلى أنه مهما كانت قوة التنبؤ وفي أي ظرف من الظروف إلا أن تحكيم الفرد للقرار لن يكون كامل.⁷⁶

تعود جذور المالية السلوكية إلى القرن 19 تحديدا من قبل Charles Mackay في المؤلف الذي قام بنشره سنة 1841 تحت عنوان *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* الذي تضمن وصف السلوك غير العقلاني. وتم إسقاطها بعد ذلك على الأسواق المالية سنة 1934 من قبل Benjamin Graham & David Dodd في مجال تقييم الإستثمار، أين تم مناقشة ردود الأفعال المفرطة للمستثمرين لتحركات السوق. ثم تلت ذلك الأبحاث التي أجريت سنة 1970 من قبل

⁷² Behzad T. Diba, Herschel I. Grossman, **The Theory of Rational Bubbles in Stock Prices**, The Economic Journal, Vol. 98, No. 392, September 1988, p 7.

⁷³ Warren Samuels, **New Horizons in Economic Thought: Appraisals of Leading Economists**, Edward Elgar Publishing, 1992, Retrieved 04/12/2012. Form: <http://www-personal.umd.umich.edu/~delittle/ELSTER3.DDF>

⁷⁴ Idem., p 20.

⁷⁵ Iqbal Mahmood, Habib Ahmad, Abdul Zahid Khan, Mansoor Anjum, **Behavioral Implications of Investors for Investments in the Stock Market**, European Journal of Social Sciences, Vol.20, No.2, 2011,p 1.

⁷⁶ Jay R.Ritter, **Behavioral Finance**, Pacific-Basin Finance Journal, Vol.11, No.4, September 2003, p 429.

Daniel Kahneman & Amos Tversky اللذان أثبتا أن الأخطاء المعرفية والعاطفية التي تنشأ من الإستدلال والتحيز يمكن أن تؤدي إلى قرارات خاطئة.⁷⁷ وقد تم الإعتراف رسميا بوجود التيار السلوكي كتيار جديد منافس لنظرية الكفاءة سنة 2002.*

سلوك المستثمرين هو جزء من المالية السلوكية التي تفسر تأثير العواطف والتحيزات المعرفية على المستثمرين في عملية إتخاذ القرار، بيد أن المستثمرين ليس لديهم المعرفة والخبرة الكافية لمعالجة المعلومات المتاحة وإتخاذ قرارات مستنيرة. حيث يسلك أغلبية المستثمرين في قراراتهم المالية بعض السلوكيات غير المنطقية التي قد يقع المستثمرين ضحيتها خلال عملية التداول كالثقة المفرطة، النفور من الخسارة، النفور من الأسف، المحافظة على الوضع الراهن وتأثير الإستدلال... مجمل هذه السلوكيات تدفع المستثمرين إلى إتخاذ قرارات غير عقلانية بسبب قدراتهم المحدودة على معالجة المعلومات أو لإختلافهم في قراءات الأحداث. ويمكن أن يتخذ بعض المستثمرين قرارات سليمة وفي ظل غياب المعلومات، وذلك بفضل خبراتهم ومعرفهم إلا أنهم يتعرضون لتحيزات معرفية من خلال الثقة المفرطة.⁷⁸

يرتكز اهتمام المالية السلوكية حول التضارب الحاصل في كيفية إتخاذ المستثمرين لقراراتهم الإستثمارية ضمن بيئة حقيقية وفي إطار النظريات الواقعية، بدلا من السلوك العقلاني والأمثل الذي إقترحته النظريات المعيارية. يركز هذا الجانب لقرارات المستثمرين على مجالات المالية السلوكية وعلم النفس المعرفي أين أكد عن حدود قدرة المستثمر للتكيف عن النحو الأمثل، وتعرضة إلى جملة من التحيزات النفسية التي تؤثر على سلوكه ومن تم على الأسعار حيث تلعب العوامل النفسية دورا كبيرا في تحديد اتجاه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا فضلا عن العوامل الإقتصادية والسياسية. ومن هنا يبرز أنه لا وجود للمستثمر العقلاني في السوق وإنما يوجد المستثمر الذي يتمكن من تعظيم منفعته المتوقعة، والذي يميل إلى أن يكون عقلاني، لأنه لا وجود للعقلانية الكاملة في الأسواق المالية.

المطلب الثاني: إستراتيجية حشود القطيع:

نظرية القطيع هي نظرية تلخص ردود الأفعال البشرية لاسيما حينما تكون مع الجماعات غير المنظمة، وإنتهت إلى أنه كلما زاد عدد الأفراد كلما قل العقل الواعي وأمكن قيادتهم من خلال فرد واحد واعي. نظرية القطيع أو سلوك القطيع (herd behavior) هو مصطلح يطلق على سلوك الفرد في الجماعة عندما يقوم بالتصرف بسلوك الجماعة التي ينتمي لها دون تفكير أو تخطيط. ويمكن تفسير إستخدام الإستدلال من واقع المعلومات غير المتماثلة. فمن الممكن أن يكون الحصول على المعلومات مكلفا أو صعب المنال، ومنه فإن الإستدلال الذي يمكن أن يوفر الوقت والتكلفة هو القطيع الذي يعتمد على معلومات الآخرين.

⁷⁷ Financial Services for the greater good, **Are You a Rational Investor?**, n.d, Retrieved 03/12/2012, Form: <https://www.tiaa-cref.org/public/pdf/C38907.pdf>

* أين حصل Daniel Kahneman على جائزة نوبل للإقتصاد في هذا المجال.

⁷⁸ Financial Services for the greater good, Op.Cit.

إتجاه سلوك القطيع يعني تقليدا لإستراتيجية عمل الآخرين. وهي حقيقة تقوم على عكس النظرية التقليدية القائمة على الموارد الإستراتيجية التي تؤكد على أهمية الإعجاز والتمايز.⁷⁹

إن ميل الأفراد لتقليد سلوك مناظريهم هو ظاهرة لوحظت في عدد لا يحصى من السياقات الإجتماعية. حيث يشير القطيع إلى تداول مجموعة من المستثمرين على نفس الجانب من السوق وفي الوقت ذاته.⁸⁰

عرف Banerjee القطيع على أنه إتجاه الجميع إلى فعل ما يفعله الآخرون حتى لو كانت معلوماتهم الخاصة تشير إلى القيام بشيء آخر.⁸¹ أما Lakonishok, Shleifer & Vishny 1992 عرفوا القطيع على أنه: " شراء أو بيع في وقت واحد وبنفس الأسهم التي يشتريها أو يبيعها الآخرون".

"buying (selling) simultaneously the same stocks as others buy (sell)"

بينما تشير تعريفات أخرى إلى أن القطيع هو " إلى أي مدى تشتري المجموعة أو تبيع في الغالب لنفس الأسهم وفي نفس الوقت " أو يعين قطع المستثمرين بعد: " آخر إدخال أو إخراج لنفس الأوراق المالية على مدى فترة من الزمن " ⁸² وتستخدم عبارة " سلوك القطيع " في معان مختلفة، إذ يمكن أن يحصل القطيع بقصد أو من غير قصد، لمن يتبع المعلومات المفيدة السابقة أو تسلسل المعلومات وعقلانية النتائج. وعلى الرغم من قدم تفسيرات سلوك القطيع إلا أن كل النظريات إجمعت بسبب إجماع محور الاختلاف. ويفسر القطيع على أنه كذلك:⁸³

1. **الصدفة الفردية للسلوك العقلاني:** يحدث ذلك بأن تختار كل مؤسسة البديل الذي تعتبره أكثر عقلانية، ليظهر سلوك القطيع لكن ليس جراء تتبع الآخرين بل صدفة فردية لسلوك عقلاني. على سبيل المثال تبدأ العديد من البنوك في إقراض مؤسسات في صناعة محددة عند حصولهم على كشف و / أو معلومات خاصة تبين بأن الصناعة واعدة.

2. **الإستدلال بمعرفة الآخرين:** هذا النوع من سلوك القطيع يحدث عندما تتبع مجموعة من الأفراد أو المستثمرين تنقصهم معلومات أولئك الذين توفرت لديهم معلومات كافية أو مميزة.

⁷⁹ **Merger Wave in Scandinavia, Acquisitions during the Recent** Bjarke Nielsen, Peter Bierregaard, **An Analysis of Mergers and** Form: 2010, Retrieved 23/09/2012, pp 31 -32
http://studenttheses.cbs.dk/bitstream/handle/10417/1153/bjarke_nielsen_og_peter_bierregaard.pdf?sequence=1

⁸⁰ Matthias Burghardt, Anshu Ankolekar, **Follow the Crowd: Herding of Retail Investors at the European Warrant Exchange**, n.d, Retrieved 10/01/2012 p 3. Form: http://69.175.2.130/~finman/Turin/Papers/Retail_Investor_Herding.pdf

⁸¹ Julia Henker, Thomas Henker, Anna Mitsios, **Do investors herd intraday in the Australian equities market?**, 2003, n.d, Retrieved 10/01/2012. Form: http://www.researchgate.net/publication/228166973_Do_Investors_Herd_Intraday_in_the_Australian_Equities_Market/file/d912f50f5d76a45c28.pdf

Matthias Burghardt and Anshu Ankolekar, Op.cit, p 3.

⁸³ Yoshihiro Tokuga , Toshitake Miyauchi, **Herd Behavior in Accounting Policies — Write-off policy of UPBO in Japan**, May 2011, Retrieved 23/09/2012. pp 5 – 7. Form: <http://www.econ.kyoto-u.ac.jp/~chousa/WP/121.pdf>

3. الإشارة: هناك عدم تماثل في معرفة المعلومات الداخلية للمؤسسة (معلومات خاصة) بين مديري المؤسسات والمستثمرين، حيث أن المديرين يمكنهم الحصول على أفضل المعلومات، بعكس المستثمرين الذين يتعرضون للحرمان من المعلومات. وتتمثل التدابير الفعالة للتخفيف من حدة عدم تماثل المعلومات في:

– الإشارة من قبل المتعاملين الداخليين (الأفراد الذين يملكون المعلومات المميزة)؛

– حث وتحفيز المتعاملين على كشف سماتهم الخاصة باستخدام آلية الفرز.

4. تسلسل المعلومات: قد يحدث وأن تواجه المؤسسات نفس خيار إختيار نفس البديل, على أساس أنه الأكثر عقلانية، ونتيجة لذلك تتبع العديد من المؤسسات مؤسسة واحدة لأنها تعتبر سابقة، وليس على أساس الأحكام الخاصة بها ولا على تحديدها على أنها تملك معلومات مميزة، وهذا ما يفسر تسلسل المعلومات غير العقلاني. ويوضح تسلسل المعلومات السابقة خوف المؤسسات من التقييم السلبي لأسهمها في سوق الأوراق المالية.

أوضحت دراسة (Chen & al. 2003)⁸⁴ إن نقص المعلومات والمعرفة حول نشاطات المؤسسات الفردية هي التي تتسبب في وجود قطيع المستثمرين. وإستهدفت دراسة (Walter & Weber)⁸⁵ إظهار القطيع الذي ينجم عن تغيرات في تكوين المؤشر، أي إدراج أو إستبعاد بعض الأسهم من المؤشر. بينما تطرقت دراسة (Amirat & Bouri 2009)⁸⁶ إلى السلوك الإستثماري للمستثمرين في سوق الأسهم الكندية، وتحديدًا فيما يتعلق بميلها لتتوافق مع سلوك السوق الكلي أي ظهور القطيع. وقد توصلت النتائج إلى أن ظاهرة القطيع تتكون من ثلاثة مكونات أساسية: القطيع الثابت الذي يشير إلى وجود الظاهرة بغض النظر عن ظروف السوق، والقطيع المتعمد نسبة إلى توقعات المستثمرين بشأن مجمل الأصول، ويظهر العنصر الثالث في القطيع الحالي الذي يعتمد على سابقته التي هي قطيع التغذية المرتدة أي القطيع المتكرر.

كما بينت دراسة (Iannino 2010)⁸⁷ العلاقة بين قطيع المؤسسات وتجزئة الأسهم. أين وجد تأثير للقطيع على العوائد المستقبلية للمؤسسات التي قامت بإجراء تجزئة أسهمها. تتفق هذه النتائج مع وجود المحتوى المعلوماتي في حالة التجزئة، وتتجسد ردود أفعال السوق من خلال تداول سلوك القطيع. وقد خلصت نتائج دراسة (Venezia & al. 2011)⁸⁸ إلى ميل كلا من المستثمرين المحترفين والهواة إلى القطيع ولكن ميل المحترفين يكون أقل، لأن المحترفين أقل حساسية لهذه المتغيرات ويعود ذلك إلى التفوق

⁸⁴ Voir: Gongmeng Chen, Oliver M. Rui, Yexiao Xu, When Will Investors Herd?- Evidence from the Chinese Stock Markets - 2003, Retrieved 10/01/2012. Form: www.utdallas.edu/~yexiaoxu/Herd.PDF

⁸⁵ Voir: Andreas Walter, Friedrich Moritz Weber, Herding in the german mutual fund industry, n.d Retrieved 23/09/2012. Form: <http://www.tagung05.uni-bonn.de/Papers/Walter.pdf>

Amina Amirat, Abdelfettah Bouri, A New Measure of Herding Behavior: Derivation and Implications, International ⁸⁶ Voir: Journal of Social and Human Sciences, No. 3, 2009, pp 575 – 589.

⁸⁷ Voir: Maria Chiara Iannino, Stock Splits and Herding, 2010, Retrieved 23/09/2012. Form: <http://www.webspace.qmul.ac.uk/mciannino/File/Job%20market%20paper.pdf>

⁸⁸ Voir: Itzhak Venezia, Amrut Nashikkar, Zur Shapira, Firm specific and macro herding by professional and amateur investors and their effects on market volatility, Journal of Banking & Finance, No. 35, 2011, 1599–1609

في تدريب المحترفين على الهواة. وخلصت أيضا إلى أن سلوك قطاع المجموعتين هو ظاهرة مستمرة، وترتبط إيجابيا ومعنويا مع تقلب عوائد سوق الأسهم.

يستخدم مقياس LSV لقياس القطيع، تناولت دراسة (Lobão & Serra 2002)⁸⁹ مستوى القطيع في تداول المؤسسات الإستثمارية. وتوصلت الدراسة إلى أن متوسط مستوى قطيع صناديق الإستثمار البرتغالية أعلى 4 إلى 5 مرات من تلك الموجودة في الدراسات السابقة للولايات المتحدة والمملكة المتحدة. هذه النتيجة تشير إلى زيادة مستوى القطيع في الأسواق الأكثر تقلبا.

أما دراسة (Hwang & Salmon 2004)⁹⁰ فقد ساندت دراسة (Caporale & al. 2008)⁹¹ في وجود سلوك القطيع في ظروف السوق الشادة باستخدام بيانات يومية. وأظهرت النتائج أن العثور على القطيع يكون أقوى في فترات زمنية يومية، وأيضا خلال فترات صعود أو هبوط السوق. ويظهر أيضا وجود سلوك القطيع بكثرة أثناء وبعد الأزمات المالية في الأسواق المالية.

المطلب الثالث: نظرية المستثمر الأكثر حماقة:

هي في الواقع ليست نظرية بالمعنى العلمي لتقييم الأسهم وإنما تطلق على الحالات التي يندفع فيها المستثمرين لشراء الأسهم ليس بناء على قيمتها الفعلية والمتمثلة في الأرباح والعوائد التي تحققها، وإنما لإعتقاد المستثمر أنه بإمكانه إيجاد مشتري آخر لهذه الأسهم أكثر حماقة منه يدفع له سعر أعلى من السعر الذي إشتري به في السابق،⁹² وبالتالي من تنتهي عنده الصفقة الخاسرة هو المستثمر الأكثر حماقة. فأحيانا ترتفع أسعار الأسهم إلى مستويات عالية جدا وغير مبررة، وعند تحليل واقع الشركة صاحبة الأسهم ومهما قيم السهم فانه لا يستطيع أن يصل إلى مستوى هذا السعر في السوق. إضافة إلى أن المستثمرين والمحللين المحترفين هم أيضا جد سذج بشأن الخيارات المحاسبية للمؤسسات التي تزيد من أرباحها؛ إذ أن المستثمر لا يشكك بما فيه الكفاية (في رسم التшаؤم) عند القيام المؤسسات بالإستدلال في إصدارات جديدة، مما يدفع بهم لشراء أسهم مبالغ فيها؛ ولا يشكك بما فيه الكفاية (في رسم التفاؤل) والإستدلال ردا على إعادة الشراء، مما يؤدي بهم إلى بيع أسهمهم للمؤسسة بثمان زهيد جدا. إن دخول المؤسسات في إصدارات جديدة وإعادة الشراء بطرق تتفق مع إستغلال السذاجة (شراء بسعر منخفض، بيع بسعر مرتفع)، غالبا ما يتعرض المستثمرين للأذى عن طريق الغش أو التلاعب في السوق والشخص الذي يتشكك بعقلانية سيكون قادر على تجنب مثل هذه الخسائر.⁹³

⁸⁹ Voir: Júlio Lobão Ana Paula Serra, *Herding Behavior - Evidence from Portuguese Mutual Funds*, 2002, Retrieved 23/09/2012. Form: http://www.fep.up.pt/investigacao/cepre/actividades/sem_fin/sem_fin_01/PAPERS_PDF/paper_sem_fin_20jun02.pdf

⁹⁰ Voir: Soosung Hwang, Mark Salmon, *A New Measure of Herding and Empirical Evidence*, 2001, Retrieved 23/09/2012. Form: www.warwick.ac.uk/.../research/.../a_new_measure_of_herding_and_empirical_evidence.pdf

⁹¹ Voir: Guglielmo Maria Caporale, Fotini Economou, Nikolaos Philippos, *Herding behaviour in extreme market conditions: the case of the Athens Stock Exchange*, Economics Bulletin, Vol. 7, No. 17, pp 1-13.

⁹² محمد البشير بن عمر، *دراسة أثر بعض المتغيرات المالية والإقتصادية على أسعار الأسهم*، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، غير منشورة، 2009/2010، ص 125.

⁹³ Kent Daniel, David Hirshleifer, *Siew Hong Teoh, Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implication*, Journal of Monetary Economics, vol.49, 2002, p 117.

المبحث الثاني: تأثير الجوانب النفسية للمستثمرين على إتخاذ القرارات الإستثمارية:

إن تحديد المتغيرات المؤثرة على إتجاهات المستثمرين نحو التعامل في الأسواق المالية، هي الأصل في تصنيفهم الذي يقوم على الخصائص الإنسانية والنفسية أو ما يطلق عليه فنيا بإسم الخصائص السيكولوجية. يعالج هذا المبحث علاقة وتأثير العوامل النفسية على إتخاذ القرارات الإستثمارية. ويترجم جملة من الآثار السيكولوجية التي تؤثر على توقعات المستثمرين. وقد تم التطرق في هذا المبحث إلى العوامل المحددة لإتجاهات المستثمرين في السوق وذلك في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني إلى التحيزات المعرفية المؤثرة على سلوك المستثمرين في السوق، بينما تشمل المطلب الثالث سيكولوجية مزاج المستثمر في إتخاذ القرار.

المطلب الأول: العوامل المحددة لإتجاهات المستثمرين في السوق:

يعتبر كل من المناخ الإستثماري، الوعي الإستثماري، والسمات الشخصية للمستثمر من العوامل المحددة لسلوك المستثمرين في السوق.

أولاً: المناخ الإستثماري: يغطي المناخ الإستثماري مختلف المجالات ذات العلاقة المباشرة أو غير المباشرة بالإستثمار، إذ يؤدي إستقراره إلى إزدهار الاقتصاد وزيادة أحجام الأموال المستثمرة.

يتمثل المناخ الإستثماري في مجموعة القوانين والسياسات والمؤسسات الإقتصادية والسياسية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتشجعه بذلك على توجيه إستثماراته من بلد إلى آخر، ومنه لا يعتمد المناخ الإستثماري على الظروف الإقتصادية فقط، بل أيضا على الظروف السياسية والإجتماعية والقانونية والمؤسسية السائدة في البلد المعني.

ثانياً: الوعي الإستثماري: للوعي الإستثماري مفهوم معرفي وإقتصادي فهو عمليه توجيه وتوفير المعلومات اللازمة للمستثمرين ومساعدتهم من أجل إتخاذ القرارات الإستثمارية بناء على معطيات علمية سليمة.⁹⁴ يعد الوعي الإستثماري أحد العناصر المؤثرة على توجهات المستثمرين وعلى حجم الأموال المستثمرة، إذ له أثر عميق في إنجاح أي سوق مالي بإعتباره أساس الثقافة الإستثمارية. فمستوى معرفة المستثمر بمفاهيم ومبادئ الإستثمار يعتبر أساس تحكمه في القرار الإستثماري، ومن ذلك يظهر الدور الكبير للوعي الإستثماري في إتخاذ قرار إستثماري رشيد يساهم في كفاءة وإستقرار السوق من خلال التسعير العادل لأدوات الإستثمار المتداولة فيه.⁹⁵

أكدت مجموعة من الدراسات على أهمية وجود الوعي الإستثماري للمستثمر للسماح له بالتداول المستقر، ومنها دراسة (الطلاع 2010)⁹⁶ التي هدفت إلى بيان دور الوعي الإستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك للنمو الإقتصادي. وخلصت الدراسة إلى وجود درجة متوسطة من الوعي

⁹⁴ حمادة أحمد الطلاع، دور الوعي الإستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الإقتصادي، رسالة ماجستير في الإقتصاد، جامعة الأزهر - غزة، 2010، ص 66.

⁹⁵ سمير عبد الدائم حسن العويسي، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية - دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية - غزة، 2010، ص 70.

⁹⁶ انظر: حمادة أحمد الطلاع، مرجع سابق.

الإستثماري لدى المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية، بالإضافة إلى وجود دور للوعي الإستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الإقتصادي كما أوصت بضرورة رفع مستوى الوعي الإستثماري لما لذلك أثر في تنشيط السوق.

أيدت ذلك دراسة (العويسي 2010)⁹⁷ حيث هدفت إلى التعرف على إتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية في قطاع غزة. وذلك من خلال دراسة العوامل المؤثرة على سلوكيات وتوجهات المستثمرين الأفراد، ومن بين هذه العوامل التوعية الإستثمارية، البيئة الإستثمارية وأداء المؤسسات المدرجة بالسوق إضافة إلى مستوى أداء سوق فلسطين للأوراق المالية. وبينت نتائج الدراسة أن هناك أثر للتوعية الإستثمارية على توجهات المستثمرين الأفراد، وهو ما يوحي بأثرها في تعميق ثقافة الإستثمار وتوفير المعلومات اللازمة للمستثمرين الأفراد تساعدهم في إتخاذ القرار الإستثماري الرشيد، بالإضافة إلى أن لإستقرار البيئة الإستثمارية ومستوى أداء السوق له أثر على توجهات المستثمرين الأفراد، فتوفر الجو الملائم للإستثمار داخل السوق يزيد من ثقة المستثمر بالسوق.

ثالثاً: السمات الشخصية للمستثمر: للخصائص الذاتية للمستثمر دور بالغ الأهمية في تحديد إتجاهات المستثمرين للتعامل في الأسواق المالية ومن أهم هذه الخصائص نجد:⁹⁸

1. السن: يتوقع ان المستثمر الذي في سن الشباب يكون أكثر مغامرة على تحمل المخاطرة في سبيل تحقيق أكبر العوائد مقارنة بغيره الذي هو في سن الكهولة أو الشيخوخة. لذلك يتجه المستثمر المتقدم بالسن نحو الإستثمار في الأوراق المالية المضمونة العوائد، على عكس المستثمر الذي يكون في مقتبل العمر الذي يتجه إلى الإستثمار في الأسهم العادية. ومنه يصعب تحديد العمر الملائم للتعامل في سوق الأوراق المالية.

2. الجنس: لإختلاف الأهداف والرغبات والطموحات بين الجنسين يختلف قرار الإستثمار، فمبول الرجال يكون نحو الإدخار والإستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المرتفع وعند مستوى معين من الخطر. بعكس النساء أين يكون ميولهن نحو الإدخار والإستهلاك وعليه غالباً ما تتجه أفكارهن إلى الإستثمار في الأوراق المالية المضمونة العوائد والتي تتسم بدرجة عالية من الإستقرار.

3. المؤهل العلمي: للمستوى التعليمي للمستثمر أثر كبير على قراره الإستثماري، إذ تتسم قرارات ذوي المؤهلات العلمية بالإلمام بالمتغيرات والمعطيات الموضوعية للإستثمار، ومنه يفترض أن تكون قراراتهم أكثر بعداً عن سوء التقدير.

4. مستوى الدخل: يتوقع أن يلجأ المستثمرين ذوي الدخول المنخفضة إلى المغامرة بالإستثمار في الأصول الخطرة طمعا في تحسن أوضاعهم المعيشية، فإن وقعت الخسارة فقد لا يخسرون الكثير، وأن تحقق الربح فسوف

⁹⁷ انظر: سمير عبد الدائم حسن العويسي، مرجع سابق.

⁹⁸ فيصل محمود الشواورة، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية - الاسس النظرية والعلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان - الاردن، 2008، ص ص 222 -

5. يكون مجزي. بينما يميل المستثمرين ذوي الدخل المرتفعة إلى عدم المغامرة بالإستثمار في الأصول الخطرة، لإمتلاكهم ما يكفي لتلبية إحتياجاتهم.

5. **الخبرة العملية:** للحصول على المعرفة المبنية على الممارسة العملية أثر بالغ الأهمية على صحة وسلامة قرار الإستثمار، ومنه يكون تقدير من يمتلك الخبرة أكثر دقة من غيره مع مراعاة التفاوت الموجود من مستثمر إلى آخر من حيث المدة ونوعية الخبرة والتعامل في السوق. إذ يمكن الإلمام بقواعد البيع والشراء فقط من خلال التجربة والممارسة العملية، لذلك تكون تعاملات المحترفين في السوق أكثر من تعاملات المستجدين.

المطلب الثاني: التحيزات المعرفية المؤثرة على سلوك المستثمرين في السوق:

تعد التحيزات المعرفية قائمة من العوامل النفسية التي تؤثر على إتخاذ القرارات الإستثمارية. كما تكون الثقة المفرطة، النفور من الأسف، تأثير التصرف، تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه، غياب التنويع، تأثير الإستدلال، النفور من المخاطرة، والتنافر المعرفي من أهم هذه العوامل.

1. **الثقة المفرطة:** الثقة المفرطة هي المبالغة في تقدير المستثمرين للمخاطر ولمعرفهم وقدراتهم عند مراقبة الأحداث. أي أن المستثمر يكون أكثر ثقة عندما يشعر بأنه مسيطر على النتيجة - حتى ولو كان ذلك مجرد وهم - ويمكن أن يحدث هذا التصور حتى دون وجود معلومات، أين يعتقد المستثمر أن الأسهم التي يملكها ذات أداء أفضل من أسهم الآخرين. فعادة ما يتوقع المستثمر عوائد أعلى من المتوسط.

الثقة المفرطة بالنفس هي أن المستثمر يعتقد بقوة ويهتم أكثر بالتقييم الخاص به للأسهم ويولي إهتمام أقل باعتقادات الآخرين. وهذا يحدث بعد تحقيق المستثمر لبعض النجاحات المتكررة. لأن النجاح في السوق قد يحمل المستثمرين سلوك الثقة المفرطة بالنفس.⁹⁹

الثقة المفرطة هي واحدة من الآثار الجانبية التي يمكن أن تتسبب في التداول المفرط، مما يؤدي إلى زيادة تكاليف التداول¹⁰⁰. إذ أن المستثمرين الذين لديهم مبالغة بالثقة بالنفس يميلون لإنساب نجاحاتهم إلى قدراتهم ومهاراتهم، وفشلهم إلى ظروف خارجة عن إرادتهم أو سوء الحظ. بالإضافة إلى أن لديهم تقدير أقل للخطر الذي يمثل الإدارة الجيدة لأصول الأسهم ويميلون لتقدم تنازلات أكثر من اللازم. وكثيرا ما تستخدم وتيرة المعاملات كمقدر للثقة المفرطة، حتى ولو كانت مؤشر غير كامل.¹⁰¹

محلل الأسهم الذي يميل إلى الإفراط في الثقة يكون جد واثق أو جد متشائم. كما يتوقع أن محلي الأسهم المحترفين هم أقل عرضة للتحيزات النفسية عن غيرهم من المستثمرين وعامة الجمهور. إلا أن كبار الباحثين بينوا أنه عندما يكون المحللين على يقين بنسبة 80٪ من أن الأسهم سوف ترتفع فهم على حق بنسبة 40٪ فقط. وقد أظهرت العديد من الدراسات النفسية أن النساء هم أقل عرضة للثقة المفرطة من

⁹⁹ Kristina Levišauskait, **Investment Analysis and Portfolio Management**, Vytautas Magnus University Kaunas, Lithuania, 2010, p 120.

¹⁰⁰ Sudhir Singh, **Investor Irrationality and Self-Defeating Behavior: Insights from Behavioral Finance**, The Journal of Global Business Management, Vol.8, No.1, February 2012, p 118.

¹⁰¹ Jean-Marc Suret, **La Rationalité des Décisions Des Investisseurs**, mars 2011, Retrieved 13/12/2011, p 10 - 11. from : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/fonds-education-saine-gouvernance/finances-perso/rapport-recherche-SC-733.pdf>

الرجال، لميل الرجال بصورة كبيرة للثقة المفرطة من خلال كثرة تداولاتهم، ويبدو أن الثقة المفرطة هي المسؤولة عن زيادة حجم التداول.¹⁰²

يظهر (Deaves & al. 2006)¹⁰³ في دراسته عن تحليل الكيفية التي يتم بها إتخاذ القرار الإستثماري من جانب مستوى معرفة المستثمر ومدى خضوعها لنزاعات سلوكية. أن مستويات المعرفة غالباً ما تكون منخفضة بحيث يشوب القرار تحيزات سلوكية، فغالباً ما يخضع الأفراد إلى قيود معالجة المعلومات، الغفلة، والتحيزات المعرفية منها الثقة المفرطة والإضطراب النفسي. وموضحاً أن معظم المستثمرين لديهم ثقة كبيرة في توقعاتهم أو إدارة محافظهم المالية بوجهة نظر أكثر تفاؤلاً.

2. **النفور من الأسف:** نظرية النفور من الأسف هي نظرية راسخة في نفسية الأفراد، مما يدل على أن بعض المستثمرين لديهم تأسف عندما يرون أن قراراتهم تؤول إلى الخطأ بعد ما كانت تظهر بشكل صحيح من المعلومات المتوفرة سابقاً. وينشأ النفور من الأسف عند المستثمرين الذين يرغبون في تجنب الآلام الناجمة عن أسفهم لقرار الإستثمار السيئ.¹⁰⁴ وما يؤثر على عملية إتخاذ القرار هو التركيز المفرط على مشاعر الأسف، يتركز هذا النوع من التحيز في أفكار المستثمرين لأنهم يميلون للشعور بسوء الحظ بعد أن إرتكبوا الخطأ. يلعب النفور من الأسف دوراً هاماً في إتخاذ قرار الإستثمار، فهو يؤثر على سلوك المستثمرين فيؤدي إلى المماثلة في إتخاذ القرارات. وقد أظهرت الدراسات أن المستثمر سوف يؤجل القرار، بدعوى أنه ينتظر صدور معلومات جديدة، وحتى عند صدور معلومات جديدة فإنه لن يغير قراره.¹⁰⁵ يشجع هذا النفور المستثمرين على الإحتفاظ بالأسهم ذات الأداء الضعيف وتجنب بيعها، كما يتجنب الإعتراض بالخسارة المرتبطة بها وبقاره الإستثماري السيئ. النفور من الأسف يساعد على خلق إستراتيجية الإستثمار غير الفعالة لأن المستثمر يمكن أن يقلل من دخله الخاضع للضريبة عن طريق تحقيق خسائر رأس المال.¹⁰⁶ وجب على المستثمر أن يعمل على تجنب آلام الأسف في معاملات الأوراق المالية، لأنها تؤدي به لإمتلاك أسهم خاسرة لمدة طويلة نسبياً وبالمقابل يتكبد تكاليف الفرص البديلة. وقد تأكد ذلك في دراسة (Yahyazadehfar & al. 2006)¹⁰⁷ التي حوى موضوعها دراسة سلوك المستثمرين في سوق الأسهم. أين تم دراسة التحيزات التي يمكن أن تؤثر على المستثمرين وتأثيرها في النفور من الأسف. بينت النتائج أن المؤثرات النفسية تميل إلى أن تشعر المستثمر بالحزن والأسى بعد أن أخطأ في الحكم. والعلاقة بين تأثير التصرف، سلوك القطيع، التنافر المعرفي ذات أثر إيجابي وذات دلالة إحصائية على النفور من الأسف.

¹⁰² R. Douglas Van Eaton, **The Psychology Behind Common Investor Mistakes**, AAIJ Journal, April 2000, Retrieved 25/01/2012, p_ 2 – 3, from : <http://www.aaij.com/journal/article/2-the-psychology-behind-common-investor-mistakes>

¹⁰³ Voir: Richard Deaves, Catherine Dine, William Horton, **How Investment Decisions are Made?** Report Commissioned by the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, May 2006, Retrieved 14/07/2012. Form: [www.tfmsl.ca/docs/V2\(3\)%20Deaves.pdf](http://www.tfmsl.ca/docs/V2(3)%20Deaves.pdf)

¹⁰⁴ Mahmood Yahyazadehfar, Sara Ghayekhloo and Tanaz Sadeghi, **The Influence of Investor Psychology On Regret Aversion**, n.d, Retrieved 25/01/2012, from : <http://www.wbiconpro.com/474-Sara.pdf>

* تسمى هذه الحالة بتأثير الانفصال عند علماء النفس.

¹⁰⁵ R. Douglas Van Eaton, Op.cit, p 3.

¹⁰⁶ Mahmood Yahyazadehfar & al. Op.cit, p 2.

¹⁰⁷ Idem.

3. **تأثير التصرف:** عادة ما يتجنب المستثمر الأسهم التي تخلق الأسف ويسعى إلى الأسهم التي تجلب الفخر. الأسف؛ هو الألم العاطفي الذي يخلق عند الإدراك بأن القرار السابق كان سيئاً. والفخر؛ هو الفرح العاطفي الذي يخلق عند الإدراك بأن القرارات سارت على ما يرام. وقد يؤثر الخوف من الأسف والسعي للفخر على ثروة المستثمرين بطريقتين كما يلي:

1. دفع المستثمرين لضرائب أكثر من اللازم بسبب التصرف ببيع الأسهم الراجعة بدلاً من الأسهم الخاسرة؛
2. ربح المستثمرين لعوائد أقل من محافظهم المالية لبيعهم الأسهم الراجعة في وقت مبكر جداً وإحتفاظهم بالأسهم ذات الأداء الضعيف التي لا تزال تتناقص مع نتائج السوق.

تجنب الأسف والسعي للفخر يؤثر على سلوك المستثمر وكان Statman & Shefrin 1985 أول الإقتصاديين من أظهر أن المستثمر الذي يخاف من الأسف ويسعى إلى الفخر يكون ميالاً إلى بيع الأسهم الراجعة من بيع الأسهم الخاسرة، أي الإحتفاظ بالأسهم ذات الأداء الضعيف وتجنب بيعها.¹⁰⁸ قدمت العديد من الدراسات دليلاً على أن المستثمرين يتصرفون بطريقة تتسق مع تأثير التصرف، وأكدت على أنه سلوك واسع الانتشار. وبينت أنه عادة ما يقي المستثمرين في محافظهم الإستثمارية الأسهم الخاسر مدة أطول من الأسهم الراجعة. وقد جاءت دراسة (Muermann & Volkman 2006) مؤكدة على ذلك من خلال تركيزها على كيفية توقع الأسف والفخر في محيط ديناميكي يؤدي بالمستثمرين إلى إتباع إستراتيجية مثلى أين يتم بيع الأسهم الراجعة والإحتفاظ بالأسهم الخاسرة. وبينت نتائجها أن المستثمرين الذين يشعرون بالأسف والفخر يملكون سلوك التداول الذي يتماشى مع تأثير التصرف. إلا أن دراسة (Sung 2007)¹¹⁰ جاءت معارضة للدراسة السابقة ومؤكدة أنه يمكن أن يتبع المستثمرين إستراتيجية تداول الزخم على عكس تأثير التصرف، لأنه يوجد مجموعات من المستثمرين لديهم فخر متميز نوعاً ما ويفضلون الأسف.

4. **تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه:** تتوافق المحافظة مع سلوك المستثمرين الذين لا تتغير توقعاتهم على الرغم من صدور معلومات جديدة. هذا التحيز يتوافق مع إستخدام المعتقدات السابقة التي تؤثر بصورة غير ملائمة على تطلعاتهم التي لا تأخذ بعين الإعتبار المعلومات الجديدة التي تصلهم. وتستند التوقعات بشكل غير طبيعي على المعلومات التاريخية - التي هي جزء لا يتجزأ - وبصورة جانبية على معلومات

¹⁰⁸ Kristina Levišauskait, Op.cit, pp 123 – 124.

¹⁰⁹ Voir: Alexander Muermann, Jacqueline M. Volkman, **Regret, Pride, and the Disposition Effect**, 2006, Retrieved 15/06/2013. Form: www.wu.ac.at/finance/people/faculty/.../MuermannVolkman07.pdf

¹¹⁰ Voir: Samuel Sung, **The Effect of Pride and Regret on Investors' Trading Behavior**, 2007, Retrieved 15/06/2013. Form: http://repository.upenn.edu/wharton_research_scholars/44

5. حديثة. هذا التحيز لا يخص المستثمرين الأفراد فقط بل يؤثر وبشدة على المحللين المحترفين، إلا أنه ذا أهمية أكبر عند المستثمرين الأفراد.

6. **غياب التنوع:** تكون المحافظ الإستثمارية المشككة من طرف المستثمرين أقل تنوعا مقارنة بما تقدمه نظرية المحفظة المالية التي تركز على مبدأ التنوع لتجنب المخاطر أو تخفيضها، وربما تؤدي زيادة تنوع المحفظة إلى التنوع السلبي وهو زيادة عدد الأسهم المملوكة بدلا من إختيار الأوراق المالية غير المرتبطة. أيضا من خلال الألفة ينخفض تنوع المحافظ الإستثمارية نتيجة للتحيز الأليف. حيث يشعر المستثمرين بتحكم أفضل لما يعرفونه أكثر، وينظر المستثمرين لإدارة المخاطر من خلال معرفتهم الجيدة لعدد محدود من الأوراق المالية على أنه أفضل تنوع، وهذا خطأ واضح.¹¹¹

أشارت نتائج دراسة (Goetzmann & Kumar 2008)¹¹² إلى أن المستثمرين يدركون فوائد التنوع لكنهم يواجهون صعوبة في التنفيذ والحفاظ على محفظة متنوعة بشكل جيد، لأنها عملية مكلفة لمعظم المستثمرين. غير أن مجموعة فرعية صغيرة من المستثمرين لا تتمتع بالتنوع بسبب نقص المعلومات المميزة.

وقد جاءت دراسة (Zoran & al. 2008)¹¹³ لإختبار ما إذا كانت المعلومات المميزة تساعد في تفسير سبب تركيز بعض المستثمرين الأفراد في محافظهم الإستثمارية على عدد قليل من الأسهم. وأشارت النتائج إلى أن المستثمرين الذين يملكون محافظ كبيرة لديهم ما يكفي لتنوع بين العديد من الأسهم، إلا أن إهتماماتهم تركز على عدد قليل من الأوراق المالية. لأنها تعطي أداء أفضل بكثير من أداء هؤلاء الذين لديهم تنوع في العديد من الأسهم. إضافة إلى أن النتائج تعكس أن المستثمر الغني الذي يميل إلى الإستثمار في عدد قليل من الأسهم تكون له القدرة على تحديد وإختيار الأسهم الجيدة.

7. **تأثير الإستدلال أو التأثير الإرشادي:** الإستدلال هو إستخدام قواعد بسيطة من الإبهام للتوصل بسرعة إلى حل مرض وليس بالضرورة الحل الأمثل للمشكلة أو للتوصل إلى قرار. وإستخدام الإستدلال في التحليل المالي وإدارة المحافظ الإستثمارية ليس من إختصاص المستثمرين الأفراد. إذ يستخدمه المحترفين بشكل متكرر. وغالبا ما يطبق الأفراد قواعد الإبهام أو منطق الإستدلال للإسترشاد وليس منطق التنظيم للتعامل مع هذه المعلومات.

لا يللم الإستدلال بنموذج قرار سريع على التصرف العقلاني ولا على معالجة كافة المعلومات المطلوبة، لأنه يستند إلى المعتقدات بدلا من التركيز على الحقائق المؤكدة. إذ ينظر المستثمرين عموما إلى أنه من الملائم تجنب شراء الأوراق المالية التي شهدت أداء جد سيئ بعكس المستثمرين الذين لديهم عوائد ممتازة. وهو ما يؤدي إلى بيع الأسهم الخاسرة وشراء الأسهم الراجحة، لأن المستثمرين يعتقدون وبطريقة غير صحيحة أن الأداء

¹¹¹ Jean-Marc Suret, Op.cit, pp 13 - 14.

¹¹² Voir: William N. Goetzmann, Alok Kumar, **Equity Portfolio Diversification**, Review of Finance, No. 12, 2008, pp 433-463.

¹¹³ Voir: Zoran Ivkovi, Clemens Sialm, Scott Weisbener, **Portfolio Concentration and the Performance of Individual Investors**, Journal Of Financial And Quantitative Analysis, Vol. 43, No. 3, Sept. 2008

الجيد على المدى البعيد هو أحد العوامل الهامة لقرار شراء الأسهم، وأن ضعف الأداء على المدى البعيد هو من العوامل الهامة لقرار بيع الأسهم. بيد أن المستثمر لا يولي إهتمام لجميع المعلومات المتاحة، وغالبا ما يطبق قواعد قرارات بديهية وتقديرية للمعلومات المختارة وفقا لعدة تحيزات معرفية.¹¹⁴

8. **النفور من المخاطرة:** تختلف تصورات المستثمرين للمخطر والتي هي إحدى العوامل الهامة لتقييم القرارات المحفوفة بالمخاطر، إذ يكون المستثمر على استعداد لإتحاذ المزيد من المخاطر بعد حصوله على أرباح مالية، هذه الأخيرة لا يتوانى في إعادة إستثمارها لتحقيق أرباحا جديدة متحملا مخاطرها، ويعتبرها كما لو أنها مقامرة بمال الخضم (كازينو المال) وهذا ما يسمى تأثير "بيت المال". يتوقع من أثر بيت المال أن المستثمرين هم عرضة لشراء الأسهم ذات المخاطر العالية بعد تحقيق أرباح عن طريق بيع الأسهم بصورة مريحة.

إلا أنه قد يصبح أقل إستعدادا للمخاطرة بعد أن يشهد خسارة مالية وهذا ما يسمى أثر " لدغات الأفاعي" ويتذكر المستثمر ذلك لفترة طويلة ويصبح حذرا بعد أن تتكرر خسارته ويشعر بأنه لن ينجح في المستقبل أيضا، حيث يمكن أن يحسن تنويع محفظته من الأسهم الجديدة ولكن إذا كانت أسعار الأسهم المشتراة حديثا تنخفض بسرعة قد يشعر المستثمر بتأثير لدغات الأفاعي ويخاف من إختيار الأسهم في محفظته في المستقبل. وأحيانا يواجه المستثمرين الخاسرين المخاطرة، حيث يجدونها فرصة لتعويض خسائرهم وأيضا فرصة لإختراق حاجز أثر "لدغات الأفاعي"¹¹⁵

9. **التنافر المعرفي:** هي واحدة من أفضل وأقوى النظريات المعروفة في علم النفس الإجتماعي التي إقترحها Festinger في عام 1957. تفترض أن المستثمر يسعى للتوازن المعرفي الذي يخلق عند كسر حالة التوتر. يحفز هذا الوضع لإستعادة التناسق وفقا لمبدأ "التوازن" أو "الإتساق المعرفي". غالبا ما يسعى المستثمر إلى الحفاظ على التناسق بين العناصر الشخصية (الآراء والإجراءات، المعتقدات، الشعور، والقيم والمواقف ...) وفقا لهذه النظرية فإن تعارض المعارف الفردية مع بعضها البعض يشعر بحالة غير سارة من التوتر وهي حالة "التنافر المعرفي" التي عرفها Festinger بأنها: "الشعور بالإنزعاج النفسي الناجم عن عنصرين متضاربين معرفيا، ويدفع الفرد إلى الحالة التي تدفعه للحد من هذا الشعور غير المريح"¹¹⁶ إذ أن التنافر المعرفي هو مشكلة من مشاكل الذاكرة التي تؤثر على سلوك المستثمرين، إذ يستند على دليل أن المستثمرين يعانون من فكرتين متعاكستين في أدمغتهم لذا يحاولون تغيير تلك الإتجاهات والمعتقدات لجعلها أكثر إتساقا فيما بينها.¹¹⁷

يحاول المستثمر تنفيذ بعض الأساليب لخفض التنافر المعرفي لإستعادة التوازن المعرفي اللاوعي، كإستخدام نظرية تجنب التضارب لما لها من عملية تحفيزية لذلك. وهكذا فان حالة التنافر تحفز المستثمر لخفضها، إذ

¹¹⁴ Jean-Marc Suret, Op.cit, pp 8 – 10.

¹¹⁵ Kristina Levišauskait, Op.cit, p124.

¹¹⁶ Olivier Brunel, Céline Gallen, Et si c'était de la dissonance cognitive ?, 27ème congrès international de l'Association Française de Marketing, 18-20 Mai 2011, Bruxelles, pp 1 – 2.

¹¹⁷ Kristina Levišauskait, Op.cit, p 126.

ترتبط شدة هذا التخفيض إرتباطا مباشرا مع التنافر. وذلك ليس بهدف إصلاح الإتساق تماما، وإنما للحد من الإنزعاج النفسي الناجم عن التنافر المعرفي.¹¹⁸

لتجنب الألم النفسي يتجاهل المستثمرين أو يرفضون أي معلومات تتناقض مع إيجابية الصورة الذاتية، إذ يمكن أن يؤثر تجنب التنافر المعرفي على المستثمر في عملية إتخاذ القرار بطريقتين كما يلي:¹¹⁹

1. يمكن أن يفشل المستثمر في إتخاذ قرارات مهمة، لأنها غير مريحة لترقب الوضع؛
2. تصفية المعلومات الجديدة تحد من القدرة على تقييم ورصد قرارات المستثمر.

إذن النقاط الجوهرية والمعروفة في الأسواق المالية أن المستثمر لا يتصرف دائما بصورة عقلانية أو منطقية، حيث تتأثر تصرفاته دائما بالمشاعر، الطموحات، الغرائز، والآمال الغامضة إضافة إلى الخوف والطمع. كل هذه الدوافع تساهم في تشكيل قراراته الإستثمارية في عمليات البيع والشراء. ومنه فان تفهم هذه الامور يساعد كثيرا على تفسير بعض القرارات غير العقلانية التي يتخذها المستثمر والتي نلاحظها بالسوق. وفي الحقيقة يعد غياب المعلومات دافع المستثمر لإعتماد هذه السلوكيات المتحيزة، لذلك وجب على المستثمر أن لا يجعل من العوامل النفسية والسلوكية دليله الوحيد للتعامل في الأسواق المالية. وعلى المستثمر أن يعترف بحقيقة كهذه ومحاولة ممارسة بعض الآليات للسيطرة على هذا السلوك غير العقلاني.

المطلب الثالث: سيكولوجية مزاج المستثمر في إتخاذ القرار:

في هذا السياق التفاعل القوي بين المجال المعرفي والمجال العاطفي هو أصل عملية التداول. وفي بعض الحالات يمكن أن يؤدي التعارض اللاوعي للعمليات المعرفية والعاطفية إلى سلوك غير عقلائي يتمثل في ظاهرة "خداع الذات".¹²⁰

تؤثر المشاعر على خيارات وتصورات المستثمرين فيما يتعلق بقرارات الإستثمار المعقدة والمحفوفة بالمخاطر وعدم اليقين. فالنفور من المخاطرة، النفور من الأسف، والنفور من الخسارة كلها سلوكيات قد تعكس تجنب المستثمر للمشاعر غير السارة في المستقبل.¹²¹ حيث خلص بعض الباحثون إلى أن الحالات التي تكون أكثر تعقيدا وغير مؤكدة تعطي تأثيرا أكبر للعواطف على القرار. بينما يؤثر المزاج على توقعات المستثمرين المستقبلية وغالبا ما يوجد سوء المزاج لدى المستثمرين عند إتخاذهم قراراتهم الإستثمارية، وهو ما عرف بالتحيز إلى سوء المزاج. فالمستثمرين الذين هم في مزاج سيئ أكثر تشاؤما بشأن المستقبل من المستثمرين الذين هم في مزاج جيد.

ترجم سيكولوجية المستثمرين في أن المستثمرين الذين هم في مزاج جيد تعطي احتمال أكبر للتغيرات الجيدة التي تحدث وإحتمال منخفض للتغيرات السيئة. وبذلك المزاج الجيد سوف يزيد من احتمال الإستثمار

¹¹⁸ Olivier Brunel, Céline Gallen, Op.cit, p 2.

¹¹⁹ Kristina Levišauskait, Op.cit, p 126.

¹²⁰ Emmanuel PETIT, **Le rôle du regret dans la permanence des anomalies sur les marchés financiers Cahiers du GREThA**, Université de Bordeaux, 2010, Retrieved 10/01/2012, p 4. from : <http://cahiersdugretha.u-bordeaux4.fr/2010-2010-07.pdf>

¹²¹ David Hirshleifer, **Investor Psychology and Asset Pricing**, The Journal Of Finance, Vol. LVI, No.4, August 2001, p 1550.

في الأصول ذات المخاطر العالية، والمزاج السيئ يقلل الإستثمار في الأصول الخطرة. حتى المستثمرين الذين يستخدمون الأساليب الكمية كالتحليل الأساسي وجب عليهم إستخدام بعض الإفتراضات لتقدير القيمة العادلة للسهم. ونظرا لتأثير المزاج على القرارات غير المؤكدة، فإن معدل النمو المتوقع لتقديرات قيمة الأسهم بإستخدام نموذج خصم توزيعات الأرباح قد ينحاز ويؤثر على القيمة المقدرة للسهم. وقد يبلغ المستثمر غير المتحيز والذي هو في مزاج جيد في تقدير معدل النمو وهذا من شأنه أن يؤدي به إلى الإعتقاد بأن الأوراق المالية مقيمة بأعلى مما يعتقد. يعاني المستثمرين الذين هم في مزاج جيد من قرارات متفائلة جدا، ويمكن أن يؤثر هذا التفاؤل على قراراتهم الإستثمارية بطريقتين كما يلي:

1. أن يكون المستثمرين أقل صرامة عند تحليل قراراتهم الإستثمارية في الأسهم؛
2. أن يتجاهل المستثمرين المتفائلين المعلومات السلبية عن الأسهم، وهذا ما يجعل سعر السهم يضبط في كثير من الأحيان من قبل المستثمرين المتفائلين. حتى لو وجد في السوق ما يكفي من المستثمرين المتفائلين والمتشائمين، حيث يرفع المستثمر المتفائل سعر شراء السهم ذلك لأن المتشائم يفكر تفكير سلبي. بالنسبة للمؤسسات التي تملك درجة عالية من عدم اليقين أو الغموض، يميل المستثمرين إلى التفاؤل في تعيين أسعار أسهمها ليضمحل ذلك الغموض. أما المؤسسات ذات الآفاق الواسعة التي تملك درجة أقل من عدم اليقين عادة ما تكون أسعار أسهمها أكثر تعبيرا عن الآفاق الفعلية للتفاؤل بتوقعات المستثمرين.

يستشهد كينز (1936) بإعتباره المؤيد الأول لأهمية العواطف في تفسير السلوك الإقتصادي. وفي الأونة الأخيرة قامت عدة دراسات في علم النفس والإقتصاد لتحديد دور العواطف في عملية إتخاذ القرار.¹²²

وضح (Loewenstein & Rick)¹²³ أن للعواطف والمشاعر دور وقت إتخاذ القرار وغالبا ما تدفع السلوك في إتجاهات مختلفة، بحيث يشكل التأثير الفوري للعواطف على القرار تحديا حاسما للنظرية الإقتصادية. لذلك يتوقع أن تؤثر عواطف ومشاعر المستثمرين على تسعير الأسهم. ووضح أيضا أن العواطف تنشأ من عوامل لا علاقة لها بالقرار لكنها في النهاية تؤثر على القرار. أما دراسة (Lo & Repin 2001)¹²⁴ سعت للتحقيق في ما إذا كانت مشاعر المستثمر تلعب دورا في عملية صنع القرار. وذلك بجمع معلومات عن الخصائص الفسيولوجية المرتبطة بردود الأفعال العاطفية (مثل التعرق وخفقان القلب). ووجد أن إنفعال المتعاملون قد يزيد حول الأحداث الإقتصادية الهامة مثل زيادة تقلب الأسعار. يصرح كلا من Lo & Repin بأن القدرة على إتخاذ القرارات السريعة مع الإشارة إلى الحالة النفسية ضروري لإتخاذ القرارات السريعة اللازمة لإشتقاق النجاح من المتعاملون. في حين لا تؤكد الدراسة في ما إذا كان الإنفعال المتزايد يرتبط بالأداء السلبي أو الإيجابي من طرف المتعاملون.

¹²² Kristina Levišauskait, Op.cit, pp 128 – 129.

¹²³ Voir : George Loewenstein, Scott Rick, Emotion in economics -The challenge of emotions for economic theory -, Retrieved 10/01/2012, from : <http://www.popai.com/store/downloads/Research-Emotions-In-Economics-2008.pdf>

¹²⁴ Voir : Andrew W. Lo, Dmitry V. Repin, The Psychophysiology Of Real-Time Financial Risk Processing Retrieved 25/06/2012, from : http://www.nber.org/papers/w8508.pdf?new_window=1

من الواضح أيضا أن للطقس تأثير على الحالة المزاجية للشخص. أشعة الشمس عادة ما تترافق مع المزاج الجيد والتفكير في التفاؤل. وقد أكدت دراسة (Hirshleifer & Shumway 2003)¹²⁵ التي حوت العلاقة بين اليوم المشمس وعوائد الأسهم في ذلك اليوم في 26 سوق مالية، على أن العوائد اليومية للأيام المشمسة أعلى من العوائد اليومية للأيام غير المشمسة. ودلت النتائج على أن أشعة الشمس تؤثر على المستثمرين فيصبحوا أكثر تفاؤلا وتدفعهم للشراء بدلا من بيع الأسهم، من هذا الاتجاه السائد في السوق فإن أسعار الأسهم تزيد.

أما دراسة (Saunders 1993)¹²⁶ جاءت لإختبار وجود علاقة بين المزاج الناجم عن الطقس وعوائد الأسهم. وذلك بإفترض أن إنخفاض أسعار الأسهم نتيجة للآثار السلبية للمزاج بسبب سوء الأحوال الجوية (في حالة الأيام الغائمة)، في حين أن إرتفاع أسعار الأسهم نتيجة للآثار الإيجابية للمزاج، لأن الطقس جيد (في حالة الأيام المشرقة) وخلصت النتائج أن الشمس هي واحدة من أهم مؤثرات الطقس على المزاج والسلوك، كما أن الزيادة في ساعات من أشعة الشمس، يخفض الإكتئاب والشك، بينما يزيد ذلك التفاؤل والمزاج الجيد. تؤكد أيضا دراسة (Cao & Wei 2005)¹²⁷ من خلال إختبار العلاقة بين درجة الحرارة وعوائد الأسهم. أن إتجاه العوائد في أوقات درجات الحرارة القصوى تحيد عن المتوسط، أي أن درجات الحرارة المنخفضة ترتبط بعوائد أعلى من المتوسط، وإرتفاع درجات الحرارة ترتبط بعوائد أقل من المتوسط.

إلا أن دراسة (Goetzmann & Zhu 2002)¹²⁸ جاءت معارضة وذلك بالتحقيق في ما إذا كان المستثمرون يتداولون بشكل مختلف في الأيام المشمسة مقابل الأيام الغائمة. ولم تعطي النتائج إختلافا كبيرا في أنماط التداول التي تعزى إلى الطقس، وأوضحت أن سلوك صانع السوق لا يبدو ذا صلة بالطقس. وتؤكد على ذلك دراسة (Tilly 2008)¹²⁹ حيث إفتترضت أن لكمية الغطاء السحابي، والرطوبة النسبية في الجو، وكمية هطول الأمطار، ودرجة الحرارة قد يكون لها تأثير على خيارات المستثمرين. وأثبتت النتائج أن الطقس ليس له أي تأثير للتنبؤ بسلوك المستثمرين.

قد يتأثر سلوك المستثمرين بالعديد من العوامل الأخرى التي تؤثر على العاطفة والشعور ومنه على السلوك، ويتم طرح الرياضة باعتبارها واحدة من هذه العوامل. وهذا ما أظهرته نتائج دراسة (Edmans 2007)¹³⁰ التي قامت على دراسة رد فعل سوق الأوراق المالية إلى تغيرات مفاجئة في مزاج المستثمر بدافع

¹²⁵ David Hirshleifer, Tyler Shumway, Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather, The Journal Of Finance , Vol. : LVIII, No. 3 , June 2003.

¹²⁶ Voir : Edward M. Saunders, Stock Prices and Wall Street Weather, The American Economic Review, Vol. 83, No. 5, December 1993, pp. 1337-1345.

¹²⁷ Voir : Melanie Cao, Jason Wei, Stock market returns: A note on temperature anomaly, Journal of Banking & Finance, No. 29, 2005, pp. 1559-1573.

¹²⁸ Voir : William N. Goetzmann, Ning Zhu, Rain or Shine: Where is the Weather Effect?, 2002

Tilly Oudhuis, The effect of weather on the Amsterdam Exchange Index, Master thesis in the Finance, Faculty of :¹²⁹ Voir Economics and Business Administration, Maastricht University, 2008

¹³⁰ Voir : Alex Edmans, Diego Garcia, Oyvind Norli, Sports Sentiment And Stock Returns, The Journal of Finance , Vol. LXII, No. 4 , August 2007, pp. 1967 – 1998.

وجود علاقة قوية بين نتائج كرة القدم والمزاج. إن رد فعل سوق الأوراق المالية من خسارة لعبة كرة القدم كان بعد يوم من خسارة الفريق حيث تكون السوق سلبية (تتناقص). بينما كان رد فعل السوق أقوى في البلدان التي يكون لها نتائج إيجابية في كرة القدم.

بينما أضافت نتائج دراسة (Shiller 1984)¹³¹ إن الموضات والبدع التي تؤثر على المستثمرين في حياتهم اليومية تؤثر أيضا على أسعار الأسهم. والمستثمرين ينفقوا جزءا كبير من أوقات فراغهم في مناقشة الإستثمارات والقراءات التي حولها، أو النسيمة حول نجاحات الآخرين أو الفشل في الإستثمار. بالتالي فمن المعقول أن سلوك المستثمرين يتأثر بالإتجاهات الإجتماعية وبالتالي سيؤثر على أسعار أصول المضاربة. تؤيد دراسة (Shiller 1984) دراسة (Hong et al. 2004)¹³² التي أكدت أن نشوء التفاعلات الإجتماعية يساعد على زيادة المشاركة في سوق الأوراق المالية، أي أن الأسر الإجتماعية هي أكثر عرضة للإستثمار في سوق الأسهم من الأسر غير الإجتماعية. وكانت نتائج دراسة (Brown & Taylor 2010)¹³³ مؤيدة كذلك لنتائج الدراستين السابقتين حيث بينت العلاقة الإيجابية بين التفاعل الإجتماعي والمشاركة في سوق الأوراق المالية، خاصة من طرف المستثمرين الذين يمثلون عضوا نشيطا في أربعة أو أكثر من الاندية.

أما دراسة (Nofsinger 2005)¹³⁴ فقد جاءت بشئ مختلف حيث قدمت تفسير لتأثير المزاج الإجتماعي على تسعير الأسهم. وخلصت إلى أن المشاعر الإجتماعية الإيجابية تؤدي إلى التفاؤل في تسعير الأسهم، أي تسعير أعلى للأسهم. أما المشاعر الإجتماعية السلبية يترتب عنها تشاؤما، أي تسعير أقل للأسهم. كما وضح أيضا أن ميل المستثمرون الذين لديهم إجتماعات عمل إلى التفاؤل أكثر عندما يصل السوق إلى أعلى مستوياته، وهم الأكثر تشاؤما عندما يكون السوق في أدنى مستوياته. هذا المزاج الإجتماعي المتقلب يعرف بحساسية السوق.

بصورة عامة ومما سبق نخلص إلى أن المستثمرين الذين هم في مزاج جيد أكثر تفاؤلا في خياراتهم وأحكامهم من المستثمرين الذين هم في حالة سوء المزاج، ويرتبط سوء المزاج بالأساليب المختلفة والحساسية لتقييم المعلومات. إلا أنه قد يعتمد أحيانا قرار الإستثمار في الأسهم على ما إذا كان المستثمرين يحبون أو يكرهون المؤسسة.

¹³¹ Voir : Robert J. Shiller, **Stock Prices And Social Dynamics**. Brookings Papers on Economic Activity 2, 1984, pp. 457-510.

¹³² Voir : Harrison Hong, Jeffrey D. Kubik, Jereng C. Stein, **Social Interaction and Stock-Market Participation**, The Journal of Finance, Vol.LIX, No.1, 2004.

¹³³ Voir : Sarah Brown, Karl Taylor, **Social Interaction and Stock Market Participation: Evidence From British Panel Data, 2010**.

¹³⁴ Voir : John R. Nofsinger, **Social mood and financial economics**, The Journal of Behavioral Finance, Vol.6, No.3, 2005, pp. 144 - 160.

خلاصة

يحتاج المستثمر لترشيد قراراته الإستثمارية من خلال إدارة فاعلة قادرة على تقييم عوائد الأسهم وبناء محافظ إستثمارية تعطي له عائد مناسب، بالإضافة إلى حاجته لمعرفة العوامل التي على أساسها يتم تحديد أسعار الأسهم في السوق المالية. إذ تتحرك أسعار الأسهم تبعا للتوقعات والدوافع أكثر من كونها إنعكاس لقيمتها الحقيقية أو حتى الوضع الآني للعوامل الإقتصادية والسياسية. قد تتشكل هذه التوقعات والدوافع من سلوكيات نفسه يسلكها المستثمرين على أنها قرارات إستراتيجية, غير أن الحقيقة عكس ذلك. وفي هذا السياق لابد أن يعمل المستثمر على تجنب العواطف والسلوكيات التي قد تدفعه إلى التردد أو الخوف أو القلق وأن يعمل أيضا على تجنب العواطف عند إتخاذ القرارات المالية، بحيث يستطيع أن يوظف المعلومة التي يحصل عليها من السوق بشكل صحيح.

غالبا ما لا يتصرف المستثمر في السوق دائما بطريقة عقلانية أو منطقية، حيث تتأثر تصرفاته بالعديد من العوامل النفسية كالمبالغة بالخوف من المخاطر والطمع بالعوائد. جل هذه الدوافع تساهم في تشكيل قراراته الإستثمارية التي تولد مخلفات في الإتجاه الإيجابي أو السلبي اعتمادا على التفاؤل والتشاؤم. وفي الحقيقة يعد غياب المعلومة دافع للمستثمر للإعتماد على هذه السلوكيات المتحيزة. أيضا تؤثر المشاعر والعواطف على خيارات وتصورات المستثمرين فيما يتعلق بقرارات الإستثمار المعقدة والمحفوفة بالمخاطر، وغالبا ما تدفع السلوك في إتجاهات مختلفة بحيث يشكل التأثير المباشر للعواطف تحديا حاسما للنظرية الإقتصادية. بينما يؤثر المزاج على توقعات المستثمرين المستقبلية وغالبا ما يوجد سوء المزاج لدى المستثمرين عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية، أين تنشأ العواطف من عوامل لا علاقة لها بالقرار لكنها في النهاية تؤثر على القرار.

الفصل الثالث

الجانب التطبيقي, دراسة حالة

سوق دبي للأوراق المالية

تمهيد

إن تحديد المستثمر لأهم النسب التي تؤثر في أسعار الأسهم يمثل مصدر معلومات مهمة بالنسبة له وبالتالي يساعده في إتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة. إذ تعتبر النسب المالية دون استثناء ضرورية ومفيدة للاطلاع عليها قبل اتخاذ القرار الاستثماري أو التداول، وخاصة فيما يتعلق بمؤشرات تقييم الأسهم والتي تمثل الرأي الأساسي للمتداول. بحيث تستخدم لإسقاط الاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم. وقد برز تحليل النسب باعتبارها واحدة من المعايير الأساسية التي قد تساعد المستثمرين في تحديد القيمة الفعلية للأسهم، وبالتالي تستخدم النسب أو المؤشرات المالية على نطاق واسع لتقييم وإختيار الأسهم ويجري تفسيرها ومقارنتها لتقييم القيمة الجوهرية للسهم.

بعد التطرق إلى أهم النسب أو المؤشرات المالية التي يمكن للمستثمر الإعتماد عليها عند الإستثمار في الأسهم، وكذا العوامل المؤثرة على الأسعار في أسواق الأوراق المالية دون أن ننسى الجوانب السلوكية والتي ترتبط بدورها بنفسية أو سيكولوجية المستثمرين في إتخاذ القرار. جاء هذا الفصل لتحليل ومناقشة الجوانب التطبيقية لهذه الدراسة من أجل معرفة علاقة تأثير النسب أو المؤشرات المالية على السعر السوقي للسهم، وذلك بدراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2009.

حيث سيتم التطرق في هذا الفصل إلى تقديم عام عن سوق دبي للأوراق المالية وذلك في المبحث الأول، وفي المبحث الثاني؛ منهجية الدراسة بما فيها من أسلوب الدراسة ومصادر جمع البيانات في المطلب الأول، وفي الثاني مجتمع وعينة الدراسة، أما المطلب الثالث فقد حوى متغيرات الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة. بينما ضم المبحث الثالث لهذا الفصل مناقشة نتائج التحليل الإحصائي وإختبار الفرضيات لكل قطاع من قطاعات سوق دبي للأوراق المالية.

المبحث الأول: تقديم سوق دبي للأوراق المالية:

تم التطرق في هذا المبحث إلى الإطار التنظيمي لسوق دبي للأوراق المالية في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني إلى تقييم عام حول السوق خلال فترة الدراسة 2005-2009.

المطلب الأول: الإطار التنظيمي للسوق:**أولاً: نشأة السوق:**

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000. وتعمل سوق دبي للأوراق المالية كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي للأوراق المالية. وبدا سوق دبي للأوراق المالية مزاولاً نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000. وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي

لإمارة دبي تحويل سوق دبي للأوراق المالية كمؤسسة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة. وتم إدراج مؤسسة سوق دبي للأوراق المالية في السوق بتاريخ 7 مارس 2007 برمز تداول (DFM). يعتبر سوق دبي للأوراق المالية هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة. كما يعتبر سوق دبي للأوراق المالية أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم.¹³⁵

ثانياً: الهيكل التنظيمي للسوق:

حققت مؤسسة سوق دبي للأوراق المالية إنجازاً مهماً خلال العام 2008 تمثل في اعتماد هيكل تنظيمي جديد ومتطور يتماشى مع أفضل المستويات العالمية ويواكب الخطط الطموحة للسوق لمواجهة التحديات المستقبلية. إذ جاء اعتماد الهيكل الجديد من قبل مجلس إدارة مؤسسة سوق دبي للأوراق المالية بتاريخ 12 نوفمبر 2008 في إطار حرص سوق دبي للأوراق المالية على مواصلة مبادراته التي بدأها منذ بدء عملياته في مارس من العام 2000، والرامية إلى الإرتقاء بالأداء وإستباق التحديات وضمان الجاهزية الكاملة في مواجهة إستحقاقات التطور والنمو.

إن أبرز ما يميز الهيكل التنظيمي الجديد إستحداث العديد من الإدارات والأقسام واللجان الجديدة التي ترسخ مفاهيم الحوكمة والرقابة والتميز المؤسسي. حيث يشمل 6 دوائر يندرج تحتها عدد من الإدارات والأقسام والوحدات التنظيمية.

بالإضافة إلى الدوائر الست يحتوي الهيكل الجديد لسوق دبي للأوراق المالية على العديد من اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة وتشمل لجنة الترشيح والمكافآت المسؤولة عن إقتراح سياسات شؤون الموظفين والمكافآت والتحقق من كفاءة المرشحين لمناصب الإدارة التنفيذية العليا، والترشيح لعضوية اللجان ومجلس الإدارة. كما تقترح لجنة رقابة السوق الأنظمة واللوائح والسياسات الخاصة بعمل السوق، في حين تتولى لجنة التدقيق مراجعة البيانات والقوائم المالية قبل الإفصاح عنها للتأكد من صحتها والتحقق من فعالية أنظمة الرقابة الداخلية وإستقلالية مدقق الحسابات الخارجي. وأخيراً تتولى لجنة الإستثمار وضع سياسة الإستثمار ومراجعة إستثمارات السوق لضمان توافيقها مع السياسة المعتمدة في هذا الشأن.¹³⁶

المطلب الثاني: تقييم أداء سوق دبي للأوراق المالية خلال فترة الدراسة:

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى ملخص أداء سوق دبي للأوراق المالية خلال فترة الدراسة 2005 – 2009.¹³⁷

أولاً : ملخص أداء السوق لسنة 2005

¹³⁵ <http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801>

¹³⁶ التقرير السنوي لسوق دبي للأوراق المالية لسنة 2008.

¹³⁷ تم الإعتماد على النشرات السنوية لسوق دبي للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين 2005 – 2009.

حقق سوق دبي للأوراق المالية خلال هذا العام معدلات قياسية في ادائه، حيث إرتفع مؤشر السوق نهاية هذا العام مقارنة بعام 2004. كما شهدت أحجام السوق إرتفاعاً مماثلاً، وإرتفع عدد المؤسسات المدرجة في السوق إلى 30 مؤسسة نهاية العام مقابل 18 مؤسسة نهاية العام الماضي وقد صاحب هذا الإرتفاع إرتفاعاً ملحوظاً في نشاط السوق، إذ إرتفعت أحجام التداول ممثلة بقيمة وعدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات المنفذة بنسب كبيرة.

يعود التحسن في أداء سوق دبي للأوراق المالية للعام الرابع على التوالي إلى عدة عوامل إيجابية ومن أهمها إرتفاع أسعار النفط ووصولها إلى مستويات قياسية الأمر الذي عزز عنصر السيولة في السوق، وتحقيق المؤسسات المدرجة في السوق أرباحاً كبيرة فاقت التوقعات، هذا بالإضافة إلى متانة الاقتصاد الوطني والمناخ الإستثماري في الدولة.

ثانياً : ملخص أداء السوق لسنة 2006

تكامل عام 2006 بالعديد من التطورات والانجازات الهامة شكلت مرحلة جديدة ونوعية للسوق كان أبرزها نجاح الاكتتاب العام لأسهم السوق الذي شهد اقبالاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات. وقام السوق أيضاً بالإعلان عن البدء في إجراءات تحويل السوق إلى أول سوق مالي إسلامي عالمي. كما قام بتطبيق تصنيف جديد للقطاعات الرئيسية المدرجة فيه يتماشى مع المعايير الدولية في هذا المجال.

وقد شهد سوق دبي للأوراق المالية خلال عام 2006 حركة تداولات نشطة تمثلت في إرتفاع عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات المنفذة ومعدل الدوران.

ثالثاً : ملخص أداء السوق لسنة 2007

استمر سوق دبي للأوراق المالية خلال عام 2007 في أداءه الجيد الذي حققه خلال السنوات الماضية، وذلك لاستمرار الظروف الاقتصادية المواتية في دولة الإمارات ومنها إرتفاع أسعار النفط إلى مستويات قياسية وزيادة الإنفاق الحكومي الذي أدى إلى زيادة الطلب على المؤسسات المدرجة وذلك في ضوء تدي أسعار الفائدة، والأداء الجيد الذي حققته غالبية المؤسسات المساهمة العامة المدرجة في السوق.

وقد شهد سوق دبي للأوراق المالية خلال عام 2007 حركة تداولات نشطة بالمقارنة مع العام الذي سبقه تمثلت في إرتفاع عدد الأسهم المتداولة بنسبة كبيرة، وإرتفاع قيمة التداولات الأمر الذي أدى إلى إرتفاع معدلات التداول اليومية في السوق إلى مستويات قياسية بلغت خلال هذا العام حوالي 1.5 مليار درهم مقارنة مع 1.2 مليار درهم خلال عام 2006. وفيما يتعلق بحجم السوق، والممثل بالقيمة السوقية وعدد المؤسسات المدرجة، فقد إرتفعت القيمة السوقية لتبلغ في نهاية 2007 نحو 500 مليار درهم. كما شهد السوق خلال هذا العام انضمام 11 مؤسسة جديدة على لائحة المؤسسات المدرجة فيه، ليصل بذلك إجمالي عدد المؤسسات المدرجة في السوق إلى 55 مؤسسة. ويسعى السوق من خلال زيادة عدد المؤسسات المدرجة

فيه إلى توفير خيارات متنوعة للمستثمرين من خلال إدراج مؤسسات مختلفة في قطاعات السوق تلبية حاجات المستثمرين بشكل خاص وتوفر لهم أفضل الخيارات من خلال إدراج مؤسسات ذات نشاط واسع ومتنامي.

رابعاً : ملخص أداء السوق لسنة 2008

ألقت الأزمة المالية العالمية بظلالها على أداء سوق دبي للأوراق المالية خلال الأشهر الأربعة الأخيرة من عام 2008 فعلى الرغم من حركة التداول النشطة خلال الأشهر الثمانية الأولى من العام، إلا أن تراجع أسعار الأسهم في أعقاب الأزمة المالية أدى إلى إنخفاض المؤشر العام للسوق في نهاية العام وجاء هذا التراجع على الرغم من الأداء الجيد الذي حققته المؤسسات المدرجة، والمتمثل في أرباحها ونتيجة لإنخفاض الأسعار، فقد تراجعت القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية بشكل ملموس، حيث إنخفضت من 499.7 مليار درهم في نهاية عام 2007 إلى 231.8 مليار درهم في نهاية عام 2008، أي بإنخفاض نسبية 53.6 %

سجل أداء سوق دبي للأوراق المالية في نهاية عام 2008 إنخفاضاً بلغت نسبته 72.4 % مقارنة مع عام 2007، ليبلغ المؤشر العام للسوق 1636.29 نقطة مقابل 5931.95 نقطة في نهاية عام 2007 وتجدد الاشارة إلى أن على مستوى بلغه المؤشر خلال هذا العام في يوم 16 جانفي وذلك بواقع 6320.44 نقطة، في حين بلغ أدنى مستوى له خلال هذا العام خلال جلسة تداول يوم 25 ديسمبر وذلك بواقع 1536.56 نقطة.

خامساً: ملخص أداء السوق لسنة 2009:

سجل مؤشر سوق دبي للأوراق المالية في نهاية عام 2009 إرتفاعاً بلغت نسبته 10.2 % عن نهاية العام الماضي. من جانب آخر إنخفضت القيمة السوقية في نهاية هذا العام ويعود أساس ذلك إلى إنخفاض القيمة السوقية للمؤسسات غير الإماراتية المدرجة في السوق وغير المتضمنة في مؤشر سوق دبي للأوراق المالية. أما فيما يتعلق بأحجام التداول، فقد سجلت الأسهم المتداولة إنخفاض نسبته 43.2 %¹³⁸.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة

تتمثل البيانات والمعلومات المستخدمة في دراسة المتغيرات التي تؤثر على سعر السهم للمؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية؛ في القيم الشهرية للأسهم ومؤشرات مالية ومحاسبية تم جمعها من المواقع الإلكترونية للسوق المالي وللمؤسسات محل الدراسة، وكذا النشرات الشهرية والسنوية المنشورة على موقع سوق

¹³⁸ إن هذا الإنخفاض لم يكن نتيجة لعزوف المستثمرين عن التداول بالأسهم كما يتبادر إلى أذهان البعض أعقاب الأزمة المالية العالمية، وإنما يعود في الأساس إلى إنخفاض متوسط أسعار الأسهم خلال عام 2009 مقارنة بمتوسطها خلال عام 2008 ودليل ذلك أن عدد الأسهم المتداولة إرتفع بنسبة 45 % عام 2009 عن عددها عام 2008.

دبي للأوراق المالية التي تتمتع بمصدقية مقبولة. وقد تم التطرق في هذا المبحث إلى الأسلوب المتبع في الدراسة ومصادر جمع البيانات، مجتمع الدراسة وعينتها، وكذا متغيرات الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة لقياس كل من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

المطلب الأول: أسلوب الدراسة ومصادر جمع البيانات:

لتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي والمنهج التجريبي، بهدف دراسة المتغيرات التي لها علاقة بسعر السهم. تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في عرض الجانب النظري للدراسة ومن ثم استخدام المنهج التجريبي في التطبيق العملي وإجراء الإختبارات اللازمة. ولتحليل بيانات الدراسة المعتمدة على القوائم المالية تم استخدام البرنامج الإحصائي *Eviews5* لتقدير معاملات نموذج الإنحدار الخطي المتعدد، ولإختبار المعنوية الكلية اعتمدنا على إحصائية فيشر *F-statistic*، ولإختبار مشاكل القياس اعتمدنا إحصائية *Breuch Godfrey* لقياس الارتباط الذاتي للاخطاء وإحصائية *Farrer Glauber* لقياس مشكلة الامتداد الخطي.

إن إعداد نموذج لدراسة الارتباط بين متغيرات ظاهرة ما يتطلب أولاً تجميع معلومات عن هذه المتغيرات ويتم ذلك من خلال أسلوبين، إما بفحص كل مفردات المجتمع الكلي أو الاكتفاء بفحص مفردات عينة ممثلة تمثيلاً كاملاً لهذا المجتمع.¹³⁹

لغاية تحقيق أهداف الدراسة وإختبار فرضياتها، تم الاستعانة بالنشرات الشهرية والسنوية لسوق دبي للأوراق المالية بالإضافة إلى جمع القوائم المالية (قائمة الميزانية، قائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية) للمؤسسات المتداولة في سوق دبي للأوراق المالية من خلال التقارير السنوية المنشورة. وذلك لمعرفة أسعار أسهم مؤسسات العينة محل الدراسة والحسابات الختامية لاستخراج نسبها المالية للفترة 2005 - 2009.

المطلب الثاني: مجتمع الدراسة وعينتها:

قبل التعرف على مجتمع الدراسة وعينتها كان لا بد من التطرق إلى حدود الدراسة الزمانية والمكانية، حيث تتمثل الأولى في الفترة الممتدة ما بين 2005/12/01 إلى 2009/12/31 والتي تعتبر فترة كافية لمعرفة أثر المتغيرات المالية على السعر السوقي للسهم. أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق دبي للأوراق المالية حيث تمت دراسة عينة من المؤسسات المدرجة فيه.

1. مجتمع الدراسة:

يضم مجتمع الدراسة كافة المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2009 والتي تتكون من 70 مؤسسة حيث يتكون السوق من 9 قطاعات مختلفة. إذ لاحظنا أنه وعلى امتداد مدة الدراسة طرأت مجموعة تغيرات على هيكله قطاعات السوق إضافة إلى تغير أسماء بعض المؤسسات.

¹³⁹ بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص 167.

2. عينة الدراسة:

أما عينة الدراسة تمثل 14 % من مجتمع الدراسة بواقع 10 مؤسسات مدرجة في سوق دبي للأوراق المالية. حيث تقلصت العينة أثناء عملية جمع المعطيات وقد اختارت الباحثة المؤسسات وفقاً للإعتبارات التالية:

- يقتصر تطبيق النموذج على المؤسسات التي يتم تداول أسهمها في سوق دبي للأوراق المالية خلال فترة الدراسة وبصورة منتظمة؛
- يقتصر تطبيق النموذج المقترح على المؤسسات التي تحقق أرباحاً؛
- توفر كافة البيانات المالية للمؤسسات خلال الفترة 2005-2009؛
- أن تكون المؤسسة قد تم إدراجها في السوق منذ عام 2005 للحصول على أطول سلسلة زمنية لإجراء الإختبار عليها وذلك لتتلاءم مع الأسلوب الإحصائي المستخدم في الدراسة؛
- أن تكون نهاية سنتها المالية 12/31؛
- ان لا تكون أسهم المؤسسات قد شطبت (سحبت) خلال فترة الدراسة.

الجدول رقم (2 - 1) : توزيع عينة الدراسة حسب قطاعات سوق دبي للأوراق المالية.

القطاع	عدد المؤسسات	عدد المؤسسات ضمن العينة
قطاع البنوك	12	03
الإستثمار والخدمات المالية	14	02
التأمين	13	03
المواد	04	01
قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية	11	01

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على البيانات المالية السنوية لسوق دبي للأوراق المالية وللمؤسسات محل الدراسة.

المطلب الثالث: متغيرات الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة:

أولاً: متغيرات الدراسة وفرضياتها:

1. متغيرات الدراسة: إشتملت الدراسة على أربعة متغيرات مستقلة ومتغيراً تابعاً، تمثلت في:

المتغير التابع (الخارجي): تمثل في السعر السوقي للسهم حيث يثير هذا المتغير إهتمامات المستثمرين بهدف مساعدتهم نحو ترشيد قراراتهم الإستثمارية. وقد أخذ شهرياً لمؤسسات عينة الدراسة خلال فترة الدراسة.

السعر السوقي للسهم $P =$ القيمة السوقية الاجمالية / عدد الأسهم المدرجة

المتغيرات المستقلة: وحددت المتغيرات المستقلة في أربعة متغيرات تمثلت في:

- ربحية السهم EPS؛
- معدل دوران الأسهم المتداولة TR؛
- القيمة الدفترية للسهم BVPS؛
- العائد على حقوق المساهمين ROE؛

2. فرضيات الدراسة:

يتم من خلال دراسة الحالة إختبار الفرضية الرئيسية التالية:

- تعتبر القيمة الدفترية للسهم، ربحية السهم، معدل العائد على حقوق المساهمين، معدل دوران الأسهم المتداولة، من أهم المؤشرات المالية المؤثرة على السعر السوقي للسهم؛

وقد تم تقسيم الفرضية الرئيسية إلى عدة فرضيات جزئية تمثلت في:

الفرضية الجزئية الأولى:

- تعد المؤشرات المالية ذات تأثير معنوي على السعر السوقي للسهم في القطاع البنكي؛

الفرضية الجزئية الثانية:

- تعد المؤشرات المالية ذات تأثير معنوي على السعر السوقي للسهم في قطاع العقارات؛

الفرضية الجزئية الثالثة:

- تعد المؤشرات المالية ذات تأثير معنوي على السعر السوقي للسهم في قطاع التأمين؛

الفرضية الجزئية الرابعة:

- تعد المؤشرات المالية ذات تأثير معنوي على السعر السوقي للسهم في قطاع الإستثمار؛

الفرضية الجزئية الخامسة:

- تعد المؤشرات المالية ذات تأثير معنوي على السعر السوقي للسهم في قطاع المواد.

ثانياً: الأسلوب الإحصائي المعتمد:

تم إعتداد أسلوب تحليل الإنحدار الخطي المتعدد لإختبار فرضيات الدراسة، ودراسة العلاقة بين كل متغير من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، والتي تساعد في معرفة وتفسير التغير الذي يطرأ على المتغير التابع تبعاً للتغير في قيم المتغيرات المستقلة. وذلك بالإعتماد على البرنامج الإحصائي *Eviews5* لما له من مميزات عدة في تحليل مثل هذه الدراسات من خلال المقاييس والإختبارات التالية:

- الإنحدار الخطي المتعدد: وذلك بتحليله لإيجاد نموذج خطي لدراسة العلاقة بين المتغير التابع (السعر

السوقي للسهم) وبين المتغيرات المستقلة المؤثرة (النسب المالية).

– إختبار (F-statistic): وهو إختبار الدلالة الإحصائية للنموذج ككل، والذي تم التوصل إليه بأسلوب الإنحدار المتعدد.

– إختبار جودة التوفيق: لقياس القدرة التفسيرية للنموذج المعتمد، إذ يستخدم لذلك معامل التحديد (R^2) الذي يوضح نسبة المتغير التابع، والتي يمكن تفسيرها عن طريق المتغيرات المستقلة.

– إختبارات مشاكل القياس: مشكل الارتباط الذاتي للاخطاء ومشكلة الامتداد الخطي المتعدد.

ثالثا: خطوات الدراسة:

– تم جمع التقارير المالية لسوق دبي للأوراق المالية والقوائم المالية للمؤسسات المدرجة ضمن عينة الدراسة (قائمة الميزانية العامة وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية) للفترة الممتدة بين 2005-2009 وذلك من خلال مواقعها الالكترونية؛

– تم الحصول على متوسط سعر الإغلاق الشهري للسهم¹⁴⁰ عبر سلسلة زمنية، بالإضافة إلى الإعتماد على أربعة نسب مالية من القوائم المالية للمؤسسات لإستخدامها في عملية التحليل المالي والتعرف على مدى تأثيرها على السعر السوقي للسهم، مع مراعاة إختيار عدد من تلك النسب لكل قطاع في ضوء المعايير التالية:

- أن تكون بيانات النسب متوفرة لكل قطاع؛
- أن يكون الوصول إلى عناصرها سهلا.

– تم إدخال البيانات المالية للمؤسسات على برنامج Excel للحصول على نتائج النسب المالية السابقة؛

– تم تفرغ نتائج النسب المالية السابقة والتي تم استخراجها بواسطة برنامج Excel في البرنامج الإحصائي Eviews5 بحيث تمثل كل نسبة متغير من المتغيرات التي تم قياس أثرها على سعر السهم؛

– تم إجراء التحليل الإحصائي للبيانات المدخلة بإستخدام الإختبارات والمقاييس السابقة الذكر.

المبحث الثالث: مناقشة نتائج التحليل الإحصائي وإختبار الفرضيات:

يتم التطرق في هذا المبحث من الدراسة إلى عرض وتحليل النتائج التي تم التوصل إليها من الإختبارات الإحصائية بإستخدام البرنامج الإحصائي Eviews5، وقد تم قياس مدى تأثير كل من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع من خلال النموذج المقترح على أساس أسلوب الإنحدار الخطي المتعدد، حيث تم إختبار خمسة قطاعات من السوق، تم إختيارها على أساس مؤسسات عينة الدراسة. وقد تم تقدير نموذج لكل قطاع على إنفراد خلال فترة الدراسة، وكانت القطاعات المعنية كالتالي:

– قطاع البنوك؛

¹⁴⁰ تم الحاق كل مؤسسة بقطاعها، بحيث يعكس سعر السهم سعر سهم القطاع المتمثل في متوسط اسعار أسهم المؤسسات.

- قطاع العقارات؛
- قطاع التأمين؛
- قطاع الإستثمار؛
- قطاع المواد.

المطلب الأول: تقدير نموذج لقياس سعر السهم بدلالة المؤشرات المالية في القطاع البنكي:

تناول هذا المطلب إختبار الفرضية الجزئية الأولى من خلال إختبار المتغيرات المستقلة لهذا القطاع طيلة فترة الدراسة لقياس تأثيرها على سعر السهم، ومنه تم عرض وتحليل نتائج العلاقة بين متغيرات الدراسة والتأكد من وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية ربحية السهم EPS، معدل دوران الأسهم المتداولة TR، القيمة الدفترية للسهم BVPS، العائد على حقوق المساهمين ROE والسعر السوقي للسهم في قطاع البنوك، وفيما إذا كان يمكن تقدير نموذج لقياس سعر السهم وتحديد المعايير السليمة لإختبار الأسهم.

1. تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد:

لمعرفة مدى تأثير المؤشرات المالية على سعر السهم تم بناء نموذج إنحدار خطي متعدد بطريقة المربعات الصغرى

كما يلي:

$$P = \beta_0 + \beta_1 EPS + \beta_2 TR + \beta_3 ROE + \beta_4 BVPS + \varepsilon_i$$

بحيث:

P: المتغير التابع (سعر السهم)؛

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: معاملات الإنحدار؛

EPS, TR, BVPS, ROE: المتغيرات المستقلة؛

ε_i : خطأ التقدير العشوائي.

وبالاستعانة ببرنامج *Eviews5* تم تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية،

فتم الحصول على المعادلة المقدرة بالصيغة الآتية:

الجدول (3-2): نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المقترح في القطاع البنكي

	Constant	EPS	TR	ROE	BVPS
β	2.205	2.193	0.17	0.111	-1.373
t	(5.31)	(6.97)	(2.10)	(-0.51)	(-3.10)
Sig	0.000	0.000	0.040	0.606	0.003
= 5 k	n = 49	$R^2 = 54.95\%$	DW = 0.96	$F_{4,44}=13.42$	
$P = 2.205 + 2.193EPS + 0.17TR - 0.111ROE - 1.373BVPS$					

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم 01

نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{4, 44} = 13.42$ أكبر تماماً من القيمة الجدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 4 و 44 والتي تساوي 2.56 وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائياً. وللمعالم $\beta_1, \beta_2, \beta_4$ ، β_0 معنوية إحصائية غير أن β_3 ليس له معنوية إحصائية ويرجع هذا السبب كون أن المتغير المستقل المرتبط بها يعتبر متغير قيادي ناتج عن علاقة حسابية متضمنة المتغير التابع نفسه فهو لا يعبر عن التأثير بقدر ما أنه يساعد على تحليل النتائج وإتخاذ القرار، مما ينبغي الإستغناء عن هذا المؤشر وبناء نموذج يعبر عن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وبشكل أفضل.

2. نموذج الإنحدار الخطي المتعدد المصحح والمقدر:

بنفس الطريقة وبالإستعانة ببرنامج *Eviews5* تم تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية فتم الحصول على المعادلة الجديدة المقدرة بالصيغة الآتية:

الجدول (3-3): نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المعتمد في القطاع البنكي.

	Constant	EPS	TR	BVPS
β	2.35	2.15	0.15	-1.43
t	(7.94)	(7.07)	(2.08)	(-3.36)
Sig	0.000	0.000	0.042	0.001
= 4 k	n = 49	$R^2 = 54.67\%$	DW = 0.97	$18.09 = F_{5,43}$
$P = 2.355 + 2.159EPS + 0.154TR - 1.430BVPS$				

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم 02

نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{3, 45} = 18.09$ أكبر تماماً من القيمة الجدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 3 و 45 والتي تساوي 2.79 وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائياً. وللمعالم $\beta_1, \beta_2, \beta_4$ ، β_0 معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% لان القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر تماماً من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي والتي تساوي 1.96.

تشير المعلمة التقاطعية β_0 في معادلة الإنحدار الخطي المتعدد إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من علاقة الإنحدار، وهذا ما يفسره معامل التحديد والذي بلغت قيمته 54.67% وهو ما يعني أنه بالرغم من تأثير العوامل المستقلة المدرجة في نموذج الإنحدار الخطي المتعدد في سعر السهم إلا أنه هناك عوامل أخرى بنسبة 45.33% تؤثر في هذا الأخير.

أما من حيث المشاكل القياسية فلم يتأكد ان النموذج المقدر يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي ذلك أن قيم إختبار Durbin-Watson لم تحسم الإختبار حيث كانت 0.97، وتم إختبار المشكل بواسطة إختبار Breusch-Pagan-Godfrey الذي يتبع $Obs * R\text{-squared}$ (توزيع كاي مربع) ومن خلال إختبار Breusch-godfrey نلاحظ أن إحصائية مضاعف لاغرانج المحسوبة والتي تساوي $LM = (n)R^2 = 10.44$ أكبر تماماً من القيمة الجدولة $\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$ وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة والتي تقرر أنه هناك إرتباط ذاتي بين الأخطاء. أما بخصوص مشكلة التعدد الخطي فلقد إتضح

أن النموذج المقدر يخلو منها وذلك من خلال إختبار Farrer Glauber حيث أن χ^2 المحسوبة باستخدام المحدد الأساسي H^{141} والتي توافق:

$$\chi^2 = -\left[n-1-\frac{1}{6}(2k+5)\right] \ln H$$

$$\chi^2 = -\left[49-1-\frac{1}{6}(2(3)+5)\right] \ln(0.699) = 16.53$$

وهي أكبر تماما من القيمة الجدولة $7.81 = \chi_{0.05}^2\left(\frac{k}{2}(k-1)\right)$ وبالتالي نرفض فرضية العدم التي تقر وجود مشكلة إمتداد خطي.

3. تفسير النتائج:

يتم تفسير النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الإختبارات الإحصائية، أين تم قياس مدى تأثير كل من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للنموذج المقترح باستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد. وبينت نتائج تطبيق النموذج خلال فترة الدراسة وجود عوامل لها تأثير مباشر على سعر السهم. بينما توجد بعض العوامل الأخرى التي ليس لها أي تأثير على سعر السهم في سوق دبي للأوراق المالية.

من خلال النموذج الاول لسعر السهم تبين أنه لا توجد دلالة إحصائية للعلاقة الخطية بين معدل العائد على حقوق المساهمين وسعر السهم في القطاع البنكي. ويعود ذلك إلى ان ثبات مؤسسات القطاع على توزيع نفس قيمة الأرباح من فترة إلى أخرى رغم الإنخفاض المستمر في السعر السوقي للسهم، وبالمقابل إرتفاع القيمة المحاسبية للأصول مما يؤثر على صافي حقوق المساهمين المتلازم مع التزايد الطفيف في صافي الأرباح ومنه قيمة الارباح الموزعة واستقرارها النسبي وبالمقابل الزيادة الطردية والمتواصلة في عدد الأسهم المصدرة للتداول، وبالرغم من أن معدل العائد على حقوق المساهمين في تحسن إلا أنه لا يعتمد عليه في تفسير سعر السهم، لان حسابه يعتمد على مقارنة العائد المحسوب بالأسعار الجارية في السنة الحالية بقيمة حقوق المساهمين المحسوبة بالأسعار التاريخية. وقد يكون هذا المعدل مفيدا للمستثمرين لكن لا يعتمد عليه في قرار الإستثمار في الأسهم، لانه يعبر عن علاقة قائمة لفترة حالية فقط. تتعارض هذه النتيجة مع دراسة (باشيخ 2006) التي توصلت إلى وجود علاقة بين معدل العائد على حقوق المساهمين والسعر السوقي للسهم.

من خلال النموذج المقدر الجديد إتضح وجود دلالة إحصائية للعلاقة الخطية بين سعر السهم والقيمة الدفترية للسهم ومعدل دوران الأسهم المتداولة وربحية السهم، وبناء عليه يمكن صياغة نموذج الإنحدار الخطي التالي لحساب سعر السهم في هذا القطاع في سوق دبي للأوراق المالية:

$$P = 2.35 + 2.15EPS + 0.15TR - 1.43BVPS$$

التغير المقدر لسعر السهم عند زيادة المتغيرات المستقلة بوحدة واحدة:

¹⁴¹ تم حساب المحدد الأساسي H بالاعتماد على معطيات الملحق 17 بحيث:

$$H = 1[(1*1) - (-0.152*(-0.152))] - (-0.109)[(-0.109*1) - (-0.152*0.516)] + 0.516[(0.109*(-0.152)) - (0.516*1)] = 0.966$$

– تفسير معامل: $\beta_1 = 2.15$

عند زيادة ربحية السهم بـ 1 درهم يرتفع سعر السهم بـ 2.15 درهم مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة.

– تفسير معامل: $\beta_2 = 0.15$

عند زيادة معدل دوران الأسهم المتداولة بـ 1% يرتفع سعر السهم بـ 0.15 درهم.

– تفسير معامل: $\beta_4 = -1.43$

عند زيادة القيمة الدفترية للسهم بـ 1 درهم ينخفض سعر السهم بـ 1.43 درهم.

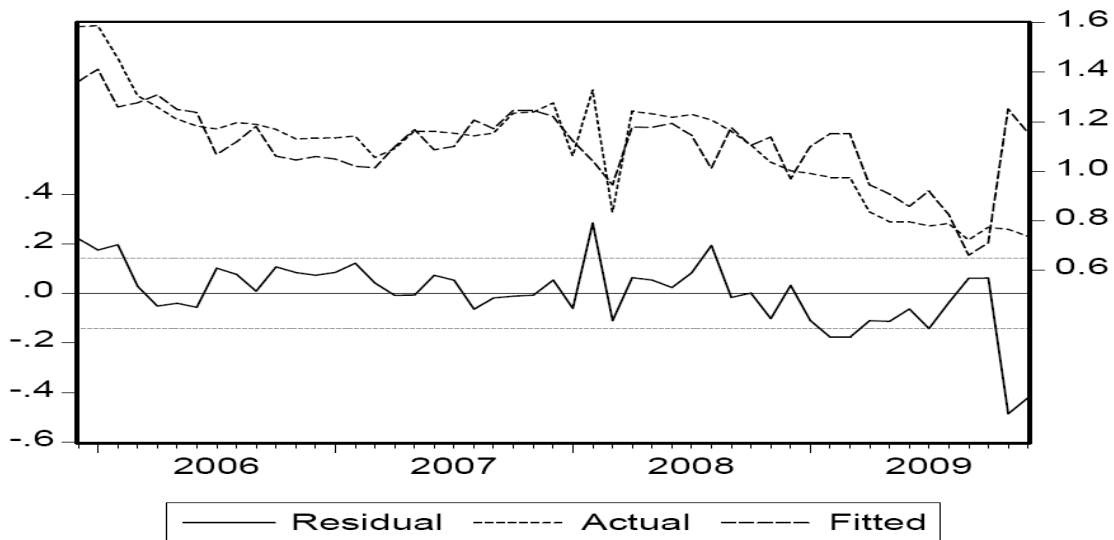
أما الثابت المقدر لسعر السهم عند إنعدام المتغيرات المستقلة هو 2.35 هذا الثابت يعبر على العوامل

الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من علاقة الإنحدار الخطي المتعدد.

من خلال الإختبارات الإحصائية تبين الجودة الإحصائية للنموذج وقوته التفسيرية لعلاقة سعر السهم

بدلالة المتغيرات المالية في القطاع البنكي، وهذا ما يتضح من خلال التمثيل البياني التالي:

الشكل (3 - 1) : التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لسعر السهم في القطاع البنكي



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي *Eviews5*

من خلال الرسم أعلاه يتبين شبه المطابقة بين القيم الاصلية (الحقيقية) لسلسلة أسعار مؤشر بورصة سوق دبي للأوراق المالية والقيم المقدرة بواسطة النموذج المطبق، وهذا ما يوضح القوة التفسيرية للنموذج المقدر، أي أن يقدم فكرة عن مدى أهمية تعبير النموذج المقدر للمؤشر العام للأسعار للمؤشرات المستقلة المدرجة في النموذج، كما يلاحظ وجود حالات شادة يكون فيها بواقى الأخطاء خارج مجال الثقة.

بناء على نتائج الإختبارات السابقة والتي كانت تشير كلها إلى جودة هذا النموذج وخلوه من مشاكل التقدير، فإن المستثمرين في سوق دبي للأوراق المالية يمكنهم الاستفادة إلى حد كبير من المتغيرات المالية المفصلة

لسعر السهم، ومن تم الانتقائية الجيدة للأسهم وأهم المتغيرات التي يمكن للمستثمرين الإطلاع عليها قبل إتخاذ قرار الإستثمار في القطاع البنكي في سوق دبي للأوراق المالية هي:

- القيمة الدفترية للسهم BVPS؛
- معدل دوران الأسهم المتداولة TR؛
- ربحية السهم EPS.

المطلب الثاني: تقدير نموذج لقياس سعر السهم بدلالة المتغيرات المالية في قطاع العقارات:

تناول هذا المطلب إختبار الفرضية الجزئية الثانية من خلال إختبار المتغيرات المستقلة لهذا القطاع طيلة فترة الدراسة لقياس تأثيرها على سعر السهم، ومنه تم عرض وتحليل النتائج دراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة والتأكد من وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية ربحية السهم EPS، معدل دوران الأسهم المتداولة TR، القيمة الدفترية للسهم BVPS، العائد على حقوق المساهمين ROE والسعر السوقي للسهم في قطاع العقارات، وفيما إذا كان يمكن تقدير نموذج لقياس سعر السهم وتحديد المعايير السليمة لإختيار الأسهم.

1. تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد:

بالاستعانة ببرنامج *Eviews5* تم تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية، فتم الحصول على المعادلة الجديدة المقدره بالصيغة الآتية:

الجدول (3-4): نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المقترح في القطاع العقاري.

	Constant	EPS	TR	ROE	BVPS
β	4.080	2.406	-0.204	0.224	-4.238
t	(9.11)	(4.02)	(-1.67)	(2.32)	(-8.18)
Sig	0.000	0.000	0.026	0.104	0.000
= 5 k	n = 36	$R^2 = 69.54\%$	DW = 0.56	$F_{4,31}=17.69$	
$P = 4.080 + 2.406EPS - 0.204TR + 0.224ROE - 4.238BVPS$					

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم 04

نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{4, 31} = 17.69$ أكبر تماما من القيمة الجدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 4 و 31 والتي تساوي 2.67 وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائيا. وللمعالم $\beta_1, \beta_3, \beta_4$ ، β_0 معنوية إحصائية غير أن β_2 ليس له معنوية إحصائية ويرجع هذا السبب كون أن المتغير المستقل المرتبط بها يعتبر متغير قيادي ناتج عن علاقة حسابية متضمنة المتغير التابع نفسه فهو لا يعبر عن التأثير بقدر ما أنه يساعد على تحليل النتائج وإتخاذ القرار، مما ينبغي الإستغناء عن هذا المؤشر وبناء نموذج يعبر عن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وبشكل أفضل.

2. نموذج الإنحدار الخطي المتعدد المصحح والمقدر:

بنفس الطريقة وبلاستعانة ببرنامج *Eviews5* تم تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية فتم الحصول على المعادلة الجديدة المقدره بالصيغة الآتية:

الجدول (3-5): نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المعتمد في القطاع العقاري.

	Constant	EPS	ROE	BVPS
β	4.341	2.733	0.267	-4.255
t	(10.07)	(4.71)	(2.79)	(-7.99)
Sig	0.000	0.000	0.008	0.000
= 4 k	n = 36	R2 = 66.79%	DW = 0.44	21.45=32,3F
$P = 4.341 + 2.733EPS + 0.267ROE - 4.255BVPS$				

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم 05

نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{3, 32} = 21.45$ أكبر تماماً من القيمة الجدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 3 و 32 والتي تساوي 2.90 وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائياً. وللمعالم $\beta_0, \beta_1, \beta_3, \beta_4$ معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% لان القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر تماماً من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي والتي تساوي 1.96.

تشير المعلمة التقاطعية β_0 في معادلة الإنحدار الخطي المتعدد إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من علاقة الإنحدار، وهذا ما يفسره معامل التحديد والذي بلغت قيمته % 66.79 وهو ما يعني أنه بالرغم من تأثير العوامل المستقلة المدرجة في نموذج الإنحدار الخطي المتعدد في سعر السهم إلا أنه هناك عوامل أخرى بنسبة % 33.21 تؤثر في هذا الأخير.

للتأكد من تفادي مشاكل القياس تم إختبار مشكلة الارتباط الذاتي بإستخدام إختبار Breusch-

Godfrey حيث لوحظ أن إحصائية مضاعف لاغرانج المحسوبة والتي تساوي $LM = (n)R^2 = 21.64$ أكبر تماماً من القيمة الجدولة $\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$ وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة والتي تقرر أنه هناك إرتباط ذاتي بين الأخطاء. ومن خلال إختبار Farrer Glauber حيث أن χ^2 المحسوبة بإستخدام المحدد الأساسي H^{142} والتي توافق:

$$\chi^2 = -\left[n - 1 - \frac{1}{6}(2k + 5) \right] \ln H$$

$$\chi^2 = -\left[36 - 1 - \frac{1}{6}(2(3) + 5) \right] \ln(0.466) = 25.32$$

وهي أكبر تماماً من القيمة الجدولة $\chi^2_{0.05}\left(\frac{k}{2}(k-1)\right) = 7.81$ وبالتالي نرفض فرضية العدم التي تقرر وجود مشكلة إمتداد خطي.

¹⁴² تم حساب المحدد الأساسي H بالاعتماد على معطيات الملحق 18 بحيث:

$$H = 1[(1*1) - (-0.055 - 0.055)] - 0.452[(0.452*1) - (-0.597*(-0.055))] + (-0.597)[(0.452*(-0.055)) - (-0.597*1)] = 0.466$$

3. تفسير النتائج:

يتم تفسير النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الإختبارات الإحصائية، أين تم قياس مدى تأثير كل من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للنموذج المقترح باستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد. وبينت نتائج تطبيق النموذج خلال فترة الدراسة أن كل العوامل لها تأثير مباشر على سعر السهم. بعكس معدل دوران الأسهم المتداولة الذي ليس له أي تأثير على سعر السهم في سوق دبي للأوراق المالية. ومن خلال النموذج الاولي لسعر السهم تبين أنه لا توجد دلالة إحصائية للعلاقة الخطية بين معدل دوران الأسهم المتداولة وسعر السهم في قطاع العقارات، بسبب تراجع سهم إعمار العقارية وهو السهم القيادي في السوق بحيث تراجعت قيمة التداول، وهذا يعود إلى عزوف المستثمرين عن التداول في الأسهم العقارية بسبب أزمة الرهن العقاري.

من خلال النموذج المقدر الجديد إتضح وجود دلالة إحصائية للعلاقة الخطية بين سعر السهم والقيمة الدفترية للسهم والعائد على حقوق المساهمين وربحية السهم، وهو ما تؤكدته دراسة (باشيخ 2006) وبناء عليه يمكن صياغة نموذج الإنحدار الخطي التالي لحساب سعر السهم في هذا القطاع في سوق دبي للأوراق المالية:

$$P = 4.34 + 2.73EPS + 0.26ROE - 4.25BVPS$$

التغير المقدر لسعر السهم عند زيادة المتغيرات المستقلة بوحدة واحدة:

– تفسير معامل: $\beta_1 = 2.73$

عند زيادة ربحية السهم ب 1 درهم يرتفع سعر السهم ب 2.73 درهم مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة.

– تفسير معامل: $\beta_3 = 0.26$

عند زيادة معدل العائد على حقوق المساهمين ب 1% يرتفع سعر السهم ب 0.26 درهم.

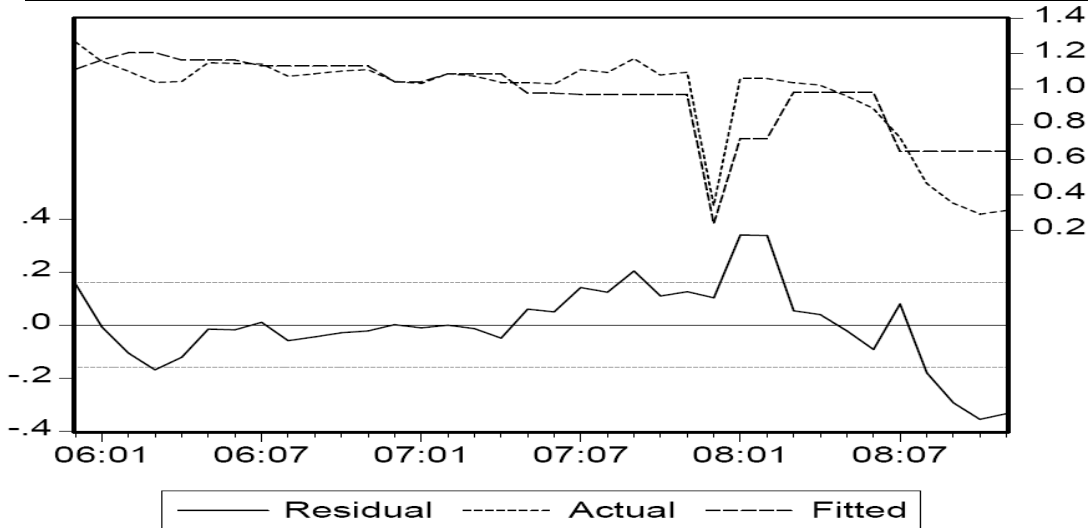
– تفسير معامل: $\beta_4 = -4.25$

عند زيادة القيمة الدفترية للسهم ب 1 درهم ينخفض سعر السهم ب 4.25 درهم.

أما الثابت المقدر لسعر السهم عند انعدام المتغيرات المستقلة هو 4.34 هذا الثابت يعبر على العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من علاقة الإنحدار الخطي المتعدد.

من خلال الإختبارات الإحصائية تبين الجودة الإحصائية للنموذج وقوته التفسيرية لعلاقة سعر السهم بدلالة المتغيرات المالية في القطاع العقاري، وهذا ما يتضح من خلال التمثيل البياني التالي:

الشكل (3-2): التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لسعر السهم في القطاع العقاري.



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي *Eviews5*

من خلال الرسم أعلاه يتبين شبه المطابقة بين القيم الاصلية (الحقيقية) لسلسلة أسعار مؤشر بورصة سوق دبي للأوراق المالية والقيم المقدرة بواسطة النموذج المطبق، وهذا ما يوضح القوة التفسيرية للنموذج المقدر، أي أن يقدم فكرة عن مدى أهمية تعبير النموذج المقدر للمؤشر العام للأسعار للمؤشرات المستقلة المدرجة في النموذج، كما يلاحظ وجود حالات شادة يكون فيها بواقي الأخطاء خارج مجال الثقة.

بناء على نتائج الإختبارات السابقة والتي كانت تشير كلها إلى جودة هذا النموذج وخلوه من مشاكل التقدير، فإن المستثمرين في سوق دبي للأوراق المالية يمكنهم الاستفادة إلى حد كبير من المتغيرات المالية المفسرة لسعر السهم، ومن تم الانتقائية الجيدة للأسهم وأهم المتغيرات التي يمكن للمستثمرين الاطلاع عليها قبل إتخاذ قرار الإستثمار في القطاع العقاري في سوق دبي للأوراق المالية هي:

— القيمة الدفترية للسهم BVPS؛

— العائد على حقوق المساهمين ROE؛

— ربحية السهم EPS.

المطلب الثالث: تقدير نموذج لقياس سعر السهم بدلالة المتغيرات المالية في قطاع التأمين:

تناول هذا المطلب إختبار الفرضية الجزئية الثالثة من خلال إختبار المتغيرات المستقلة لهذا القطاع طيلة فترة الدراسة لقياس تأثيرها على سعر السهم، ومنه تم عرض وتحليل النتائج دراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة والتأكد من وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية ربحية السهم EPS، معدل دوران الأسهم المتداولة TR، القيمة الدفترية للسهم BVPS، العائد على حقوق المساهمين ROE والسعر السوقي للسهم في قطاع التأمين، وفيما إذا كان يمكن تقدير نموذج لقياس سعر السهم وتحديد المعايير السليمة لإختيار الأسهم.

1. تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد:

بالاستعانة ببرنامج Eviews5 تم تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية، فتم الحصول على المعادلة المقدرة بالصيغة الآتية:

الجدول (3-6): نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المقترح في قطاع التأمين.

	Constant	EPS	TR	ROE	BVPS
β	0.143	-0.055	-0.006	0.297	1.545
t	(0.52)	(-1.06)	(-0.33)	(2.53)	(7.03)
Sig	0.598	0.291	0.742	0.014	0.000
= 5 k	n = 49	%85.44R2 =	DW = 1.25	F4,44=64.55	
$P = 0.143 - 0.055EPS - 0.006TR + 0.297ROE + 1.545BVPS$					

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم 07

نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{4, 44} = 64.55$ أكبر تماماً من القيمة الجدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 4 و 44 والتي تساوي 2.56 وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائياً. وللمعالم $\beta_1, \beta_2, \beta_4$, β_0 معنوية إحصائية غير أن β_3 ليس له معنوية إحصائية ويرجع هذا السبب كون أن المتغير المستقل المرتبط بها يعتبر متغير قيادي ناتج عن علاقة حسابية متضمنة المتغير التابع نفسه فهو لا يعبر عن التأثير بقدر ما أنه يساعد على تحليل النتائج وإتخاذ القرار، مما ينبغي الإستغناء عن هذا المؤشر وبناء نموذج يعبر عن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وبشكل أفضل.

2. نموذج الإنحدار الخطي المتعدد المصحح والمقدر:

بنفس الطريقة وبالاستعانة ببرنامج Eviews5 تم تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية فتم الحصول على المعادلة الجديدة المقدرة بالصيغة الآتية:

الجدول (3-7): نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المقترح الثاني في قطاع التأمين.

	Constant	EPS	TR	BVPS
β	-0.487	-0.115	-0.013	1.907
t	(-4.34)	(-2.37)	(-0.66)	(10.80)
Sig	0.000	0.021	0.508	0.000
4k=	n = 49	R ² = 83.31%	DW = 1.19	F3,45=74.88
$P = -0.487 - 0.115EPS - 0.013TR + 1.907BVPS$				

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم 08

نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{3, 45} = 74.88$ أكبر تماماً من القيمة الجدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 3 و 45 والتي تساوي 2.79 وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائياً. وللمعالم $\beta_0, \beta_1, \beta_4$ معنوية إحصائية غير أن β_2 ليس له معنوية إحصائية ويرجع هذا السبب كون أن المتغير المستقل المرتبط بها يعتبر متغير قيادي، مما ينبغي الإستغناء عن هذا المؤشر وبناء نموذج آخر جديد يعبر عن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وبشكل أفضل.

بنفس الطريقة السابقة وبالإستعانة ببرنامج *Eviews5* تم تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية فتم الحصول على المعادلة الجديدة المقدره بالصيغة الآتية:

الجدول (3-8): نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المعتمد في قطاع التأمين.

	Constant	EPS	BVPS
β	-0.484	-0.125	1.962
t	(-4.34)	(-2.76)	(12.62)
Sig	0.000	0.008	0.000
= 3 k | n=49 | $R^2 = 83.14\%$ | DW = 1.27 | $F_{2,46}=113.47$			
$P = -0.484 - 0.125EPS + 1.962BVPS$			

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم 09

نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{2, 46} = 113.47$ أكبر تماماً من القيمة الجدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 2 و 46 والتي تساوي 3.18 وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائياً. وللمعالم β_0 , β_1 , β_4 معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% لان القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر تماماً من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي والتي تساوي 1.96.

تشير المعلمة التقاطعية β_0 في معادلة الإنحدار الخطي المتعدد إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من علاقة الإنحدار، وهذا ما يفسره معامل التحديد والذي بلغت قيمته 83.14 % وهو ما يعني أنه بالرغم من تأثير العوامل المستقلة المدرجة في نموذج الإنحدار الخطي المتعدد في سعر السهم إلا أنه هناك عوامل أخرى بنسبة 16.86% تؤثر في هذا الأخير.

للتأكد من تفادي مشاكل القياس تم إختبار مشكلة الارتباط الذاتي بإستخدام إختبار *Breusch-Godfrey* حيث من إختبار *Breusch godfrey* نلاحظ أن إحصائية مضاعف لاغرانج المحسوبة والتي تساوي $LM = (n)R^2 = 5.55$ أصغر تماماً من القيمة الجدولة $\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$ وبالتالي نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة والتي تقرر بعدم وجود إرتباط ذاتي بين الأخطاء. غير أن مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء - كون أن المتغير هو دراسة الأثر وليس النمذجة - ليست بالخطيرة على نتائج تقدير النموذج. ومن خلال إختبار *Farrer Glauber* حيث أن χ^2 المحسوبة بإستخدام المحدد الأساسي H^{143} والتي توافق:

$$\chi^2 = -\left[n - 1 - \frac{1}{6}(2k + 5) \right] \ln H$$

$$\chi^2 = -\left[49 - 1 - \frac{1}{6}(2(2) + 5) \right] \ln(0.523) = 30.14$$

وهي أكبر تماماً من القيمة الجدولة $\chi^2_{0.05}\left(\frac{k}{2}(k-1)\right) = 3.84$ وبالتالي نرفض فرضية العدم التي تقرر وجود مشكلة إمتداد خطي.

¹⁴³ تم حساب المحدد الأساسي H بالإعتماد على معطيات الملحق 19 بحيث:

$$H = [(1*1) - (0.690*0.690)] = 0.523$$

3. تفسير النتائج:

يتم تفسير النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الإختبارات الإحصائية، أين تم قياس مدى تأثير كل من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للنموذج المقترح باستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد. وبينت نتائج تطبيق النموذج خلال فترة الدراسة وجود عوامل لها تأثير مباشر على سعر السهم بينما توجد بعض العوامل الأخرى التي ليس لها أي تأثير على سعر السهم في سوق دبي للأوراق المالية. ومن خلال النموذجين الأولين لسعر السهم تبين أنه لا توجد دلالة إحصائية للعلاقة الخطية بين العائد على حقوق المساهمين ومعدل دوران الأسهم المتداولة وسعر السهم في قطاع التأمين بسبب الإنخفاض الحاد والمستمر في السعر السوقي للسهم، الأمر الذي يترتب عليه إنخفاض معدل تداول الأسهم إلى مستويات ضعيفة جدا لا تكفي لان يعتمد عليها في تفسير سعر السهم. والسبب في ذلك، التناقص الملحوظ في قيمة الأسهم المتداولة واستقرارها النسبي وبالمقابل الزيادة الطردية والمتواصلة في القيمة السوقية الإجمالية، مما يؤدي إلى إنخفاض الطلب على السهم وعزوف المستثمرين عن شراء أسهم هذا القطاع. وايضا بسبب إنخفاض صافي الارباح المتلازم مع عدم إنخفاض معدل الارباح الموزعة وإستقرارها النسبي الذي أدى إلى تناقص القيمة المحاسبية للاصول مما يؤثر على صافي حقوق المساهمين ومنه إلى إعطاء عائد على راس المال المدفوع ضعيف لا يرضي المستثمر نظير ما قدمه ثمنا للسهم، وهو ما يعكس ضعف مؤسسات القطاع على توليد وزيادة ارباح المساهمين.

من خلال النموذج المقدر الجديد إتضح وجود دلالة إحصائية للعلاقة الخطية بين سعر السهم والقيمة الدفترية للسهم وربحية السهم، وهو ما تؤكدته دراسات كل من (Michalis 2012) (Sanjeet 2011) (Arun 2012) (باشيخ 2005) وبناء عليه يمكن صياغة نموذج الإنحدار الخطي التالي لحساب سعر السهم في هذا القطاع في سوق دبي للأوراق المالية:

$$P = -0.48 - 0.12EPS + 1.96BVPS$$

التغير المقدر لسعر السهم عند زيادة المتغيرات المستقلة بوحدة واحدة:

– تفسير معامل: $\beta_1 = -0.12$

عند زيادة ربحية السهم ب 1 درهم ينخفض سعر السهم ب 0.12 درهم مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة.

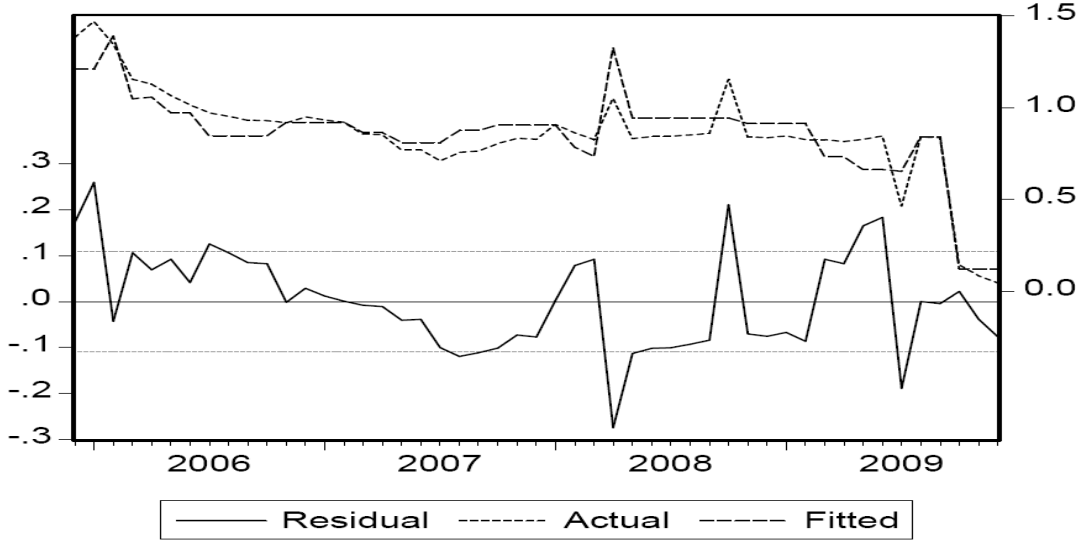
– تفسير معامل: $\beta_4 = 1.96$

عند زيادة القيمة الدفترية للسهم ب 1 درهم يرتفع سعر السهم ب 1.96 درهم.

أما الثابت المقدر لسعر السهم عند انعدام المتغيرات المستقلة هو (0.48) هذا الثابت يعبر على العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من علاقة الإنحدار الخطي المتعدد.

من خلال الإختبارات الإحصائية تبين الجودة الإحصائية للنموذج وقوته التفسيرية لعلاقة سعر السهم بدلالة المتغيرات المالية في قطاع التأمينات، وهذا ما يتضح من خلال التمثيل البياني التالي:

الشكل (3 - 3) : التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لسعر السهم في قطاع التأمينات.



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي *Eviews5*

من خلال الرسم أعلاه يتبين شبه المطابقة بين القيم الأصلية (الحقيقية) لسلسلة أسعار مؤشر بورصة سوق دبي للأوراق المالية والقيم المقدرة بواسطة النموذج المطبق، وهذا ما يوضح القوة التفسيرية للنموذج المقدر، أي أن يقدم فكرة عن مدى أهمية تعبير النموذج المقدر للمؤشر العام للأسعار للمؤشرات المستقلة المدرجة في النموذج، كما يلاحظ وجود حالات شادة يكون فيها بواقي الأخطاء خارج مجال الثقة.

بناء على نتائج الإختبارات السابقة والتي كانت تشير كلها إلى جودة هذا النموذج وخلوه من مشاكل التقدير، فإن المستثمرين في سوق دبي للأوراق المالية يمكنهم الاستفادة إلى حد كبير من المتغيرات المالية المفسرة لسعر السهم، ومن تم الانتقائية الجيدة للأسهم وأهم المتغيرات التي يمكن للمستثمرين الاطلاع عليها قبل إتخاذ قرار الإستثمار في قطاع التأمينات في سوق دبي للأوراق المالية هي:

— القيمة الدفترية للسهم BVPS؛

— ربحية السهم EPS.

المطلب الرابع: تقدير نموذج لقياس سعر السهم بدلالة المتغيرات المالية في قطاع الإستثمار:

تناول هذا المطلب إختبار الفرضية الجزئية الرابعة من خلال إختبار المتغيرات المستقلة لهذا القطاع طيلة فترة الدراسة لقياس تأثيرها على سعر السهم، ومنه تم عرض وتحليل النتائج دراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة والتأكد من وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية؛ ربحية السهم EPS، معدل دوران الأسهم المتداولة TR، القيمة الدفترية للسهم BVPS، العائد على حقوق المساهمين ROE والسعر السوقي للسهم في قطاع الإستثمار، وفيما إذا كان يمكن تقدير نموذج لقياس سعر السهم وتحديد المعايير السليمة لإختيار الأسهم.

1. تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد:

بالاستعانة ببرنامج Eviews5 تم تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية، فتم الحصول على المعادلة المقدرة بالصيغة الآتية:

الجدول (3-9): نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المقترح في قطاع الإستثمار.

	Constant	EPS	TR	ROE	BVPS
β	1.549	1.547	0.219	0.562	-0.853
t	(7.76)	(7.81)	(2.17)	(0.38)	(-1.77)
Sig	0.000	0.000	0.035	0.704	0.082
= 5 k	n = 49	%64.91R ² =	DW = 0.53	F _{4,44} =20.34	
$P = 1.549 + 1.547EPS + 0.219TR + 0.562ROE - 0.853BVPS$					

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم 11

نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{4, 44} = 20.34$ أكبر تماما من القيمة الجدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 4 و 44 والتي تساوي 2.56 وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائيا. وللمعالم $\beta_1, \beta_2, \beta_4$ ، و β_0 معنوية إحصائية غير أن β_3 ليس له معنوية إحصائية ويرجع هذا السبب كون أن المتغير المستقل المرتبط بها يعتبر متغير قيادي ناتج عن علاقة حسابية متضمنة المتغير التابع نفسه فهو لا يعبر عن التأثير بقدر ما أنه يساعد على تحليل النتائج وإتخاذ القرار، مما ينبغي الإستغناء عن هذا المؤشر وبناء نموذج يعبر عن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وبشكل أفضل.

2. نموذج الإنحدار الخطي المتعدد المصحح والمقدر:

بنفس الطريقة وبالاستعانة ببرنامج Eviews5 تم تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية فتم الحصول على المعادلة الجديدة المقدرة بالصيغة الآتية:

الجدول (3-10): نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المعتمد في قطاع الإستثمار.

	Constant	EPS	TR	BVPS
β	1.550	1.559	0.226	-0.793
t	(7.84)	(8.04)	(2.31)	(-1.76)
Sig	0.000	0.000	0.025	0.084
4= k	n = 49	%64.79R ² =	DW = 0.55	F _{3,45} =27.60
$P = 1.550 + 1.559EPS + 0.226TR - 0.793BVPS$				

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم 12

نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{3, 45} = 27.60$ أكبر تماما من القيمة الجدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 3 و 45 والتي تساوي 2.79 وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائيا. وللمعالم $\beta_1, \beta_2, \beta_4$ ، و β_0 معنوية إحصائية ويرجع هذا السبب كون أن المتغير المستقل المرتبط بها يعتبر متغير قيادي ناتج عن علاقة حسابية متضمنة المتغير التابع نفسه فهو لا يعبر عن التأثير بقدر ما أنه يساعد على تحليل النتائج وإتخاذ القرار، مما ينبغي الإستغناء عن هذا المؤشر وبناء نموذج يعبر عن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وبشكل أفضل.

β_0 معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 10% لان القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي والتي تساوي 1.96.

تشير المعلمة التقاطعية β_0 في معادلة الإنحدار الخطي المتعدد إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من علاقة الإنحدار، وهذا ما يفسره معامل التحديد والذي بلغت قيمته 64.79% وهو ما يعني أنه بالرغم من تأثير العوامل المستقلة المدرجة في نموذج الإنحدار الخطي المتعدد في سعر السهم إلا أنه هناك عوامل أخرى بنسبة 35.21% تؤثر في هذا الأخير.

للتأكد من تفادي مشاكل القياس تم إختبار مشكلة الارتباط الذاتي بإستخدام إختبار Breusch-Godfrey حيث لوحظ أن إحصائية مضاعف لاغرانج المحسوبة والتي تساوي $LM = (n)R^2 = 22.74$ أكبر تماما من القيمة الجدولة $\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$ وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة والتي تقرر أنه هناك إرتباط ذاتي بين الأخطاء. ومن خلال إختبار Farrer Glauber حيث أن χ^2 المحسوبة بإستخدام المحدد الأساسي H^{144} والتي توافق:

$$\chi^2 = -\left[n - 1 - \frac{1}{6}(2k + 5) \right] \ln H$$

$$\chi^2 = -\left[49 - 1 - \frac{1}{6}(2(3) + 5) \right] \ln(0.842) = 7.93$$

وهي أكبر تماما من القيمة الجدولة $\chi^2_{0.05}\left(\frac{k}{2}(k-1)\right) = 7.81$ وبالتالي نرفض فرضية العدم التي تقرر وجود

مشكلة إمتداد خطي.

تفسير النتائج:

يتم تفسير النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الإختبارات الإحصائية، أين تم قياس مدى تأثير كل من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للنموذج المقترح بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد. ومن خلال النموذج الاولي لسعر السهم تبين أنه لا توجد دلالة إحصائية للعلاقة الخطية بين العائد على حقوق المساهمين وسعر السهم في قطاع الإستثمار. بسبب الإنخفاض الحاد والمستمر في السعر السوقي للسهم، وأيضا بسبب إنخفاض صافي الارباح إتخذت مؤسسات القطاع سياسة احتجاز الأرباح وعدم القيام بالتوزيعات خلال فترة من الزمن، مما لا يعطي عوائد للمستثمرين على راس المال المدفوع. ومنه فإن سياسة الاحتجاز التي طبقتها مؤسسات القطاع هي السبب في كون معدل العائد على حقوق المساهمين مؤشر لا يعتمد عليه في تفسير سعر السهم في قطاع الإستثمار. تعارضت هذه النتيجة مع دراسة (باشيخ 2006) التي توصلت إلى وجود علاقة بين معدل العائد على حقوق المساهمين والسعر السوقي للسهم.

¹⁴⁴ تم حساب المحدد الأساسي H بالاعتماد على معطيات الملحق 20 بحيث:

$$H = 1[(1*1) - (0.203*0.203)] - 0.346[(0.346*1) - (0.030*0.203)] + 0.030[(0.346*0.203) - (0.030*1)] = 0.842$$

من خلال النموذج المقدر الجديد إتضح وجود دلالة إحصائية للعلاقة الخطية بين سعر السهم والقيمة الدفترية للسهم وربحية السهم ومعدل دوران الأسهم المتداولة، وبناء عليه يمكن صياغة نموذج الإنحدار الخطي التالي لحساب سعر السهم في هذا القطاع في سوق دبي للأوراق المالية:

$$P = 1.55 + 1.55EPS + 0.22TR - 0.79BVPS$$

التغير المقدر لسعر السهم عند زيادة المتغيرات المستقلة بوحدة واحدة:

– تفسير معامل: $\beta_1 = 1.55$

عند زيادة ربحية السهم بـ 1 درهم يرتفع سعر السهم بـ 1.55 درهم مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة.

– تفسير معامل: $\beta_2 = 0.22$

عند زيادة معدل دوران الأسهم المتداولة بـ 1% يرتفع سعر السهم بـ 0.22 درهم.

– تفسير معامل: $\beta_4 = -0.79$

عند زيادة القيمة الدفترية للسهم بـ 1 درهم ينخفض سعر السهم بـ 0.79 درهم.

أما الثابت المقدر لسعر السهم عند انعدام المتغيرات المستقلة هو 1.55 هذا الثابت يعبر على العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من علاقة الإنحدار الخطي المتعدد.

من خلال الإختبارات الإحصائية تبين الجودة الإحصائية للنموذج وقوته التفسيرية لعلاقة سعر السهم بدلالة المتغيرات المالية في قطاع الإستثمار، وهذا ما يتضح من خلال التمثيل البياني التالي:

الشكل (3 - 4) : التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لسعر السهم في قطاع الإستثمار.



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي *Eviews5*

من خلال الرسم أعلاه يتبين شبه المطابقة بين القيم الاصلية (الحقيقية) لسلسلة أسعار مؤشر بورصة سوق دبي للأوراق المالية والقيم المقدرة بواسطة النموذج المطبق، وهذا ما يوضح القوة التفسيرية للنموذج المقدر، أي أن يقدم فكرة عن مدى أهمية تعبير النموذج المقدر للمؤشر العام للأسعار للمؤشرات المستقلة المدرجة في النموذج، كما يلاحظ وجود حالات شادة يكون فيها بواقي الأخطاء خارج مجال الثقة.

بناء على نتائج الإختبارات السابقة والتي كانت تشير كلها إلى جودة هذا النموذج وخلوه من مشاكل التقدير، فإن المستثمرين في سوق دبي للأوراق المالية يمكنهم الاستفادة إلى حد كبير من المتغيرات المالية المفسرة لسعر السهم، ومن تم الانتقائية الجيدة للأسهم وأهم المتغيرات التي يمكن للمستثمرين الاطلاع عليها قبل إتخاذ قرار الإستثمار في قطاع الإستثمار في سوق دبي للأوراق المالية هي:

- القيمة الدفترية للسهم BVPS؛
- ربحية السهم EPS؛
- معدل دوران الأسهم المتداولة TR.

المطلب الخامس: تقدير نموذج لقياس سعر السهم بدلالة المتغيرات المالية في قطاع المواد:

تناول هذا المطلب إختبار الفرضية الجزئية الخامسة من خلال إختبار المتغيرات المستقلة لهذا القطاع طيلة فترة الدراسة لقياس تأثيرها على سعر السهم، ومنه تم عرض وتحليل النتائج دراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة والتأكد من وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية؛ ربحية السهم EPS، معدل دوران الأسهم المتداولة TR، القيمة الدفترية للسهم BVPS، العائد على حقوق المساهمين ROE والسعر السوقي للسهم في قطاع المواد، وفيما إذا كان يمكن تقدير نموذج لقياس سعر السهم وتحديد المعايير السليمة لإختيار الأسهم.

1. تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد:

بالاستعانة ببرنامج *Eviews5* تم تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية، فتم الحصول على المعادلة المقدرة بالصيغة الآتية:

الجدول (3-11): نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المقترح في قطاع المواد.

	Constant	EPS	TR	ROE	BVPS
β	-0.399	0.400	-0.005	-0.070	1.379
t	(-0.85)	(1.10)	(-0.69)	(-0.88)	(3.22)
Sig	0.396	0.275	0.491	0.380	0.002
= 5 k	n = 49	%83.65R ² =		DW = 0.77	F _{4,44} =56.31
$P = -0.399 + 0.400EPS - 0.005TR - 0.070ROE + 1.379BVPS$					

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم 14

نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{4, 44} = 56.31$ أكبر تماماً من القيمة الجدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 4 و 44 والتي تساوي 2.56 وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائياً. وللمعلمة β_4 معنوية إحصائية غير أن $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ ليس لهم معنوية إحصائية ويرجع السبب كون أن المتغيرات المستقلة المرتبطة بها تعتبر متغيرات قيادية ناتجة عن علاقة حسابية متضمنة المتغير التابع نفسه فهي لا تعبر عن التأثير بقدر ما أنها تساعد على تحليل النتائج وإتخاذ القرار، مما ينبغي الإستغناء عن بعض هذه المؤشرات وبناء نموذج يعبر عن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وبشكل أفضل.

2. نموذج الإنحدار الخطي المتعدد المصحح والمقدر:

بنفس الطريقة وبلاستعانة ببرنامج *Eviews5* تم تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية فتم الحصول على المعادلة الجديدة المقدره بالصيغة الآتية:

الجدول (3-12): نتائج دالة المؤشرات المؤثرة على سعر السهم للنموذج المعتمد في قطاع المواد.

			EPS	BVPS
			0.682	1.104
β			(7.02)	(48.49)
t			0.000	0.000
Sig			DW = 0.75	F _{7,41} = 113.21
2= k	n= 49	%83.10R ² =		
P = 0.682EPS + 1.104BVPS				

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم 15

نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{2, 46} = 113.21$ أكبر تماماً من القيمة الجدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 2 و 46 والتي تساوي 4.03 وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائياً. وللمعالم β_1, β_4 معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% لأن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر تماماً من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي والتي تساوي 1.96.

للتأكد من تفادي مشاكل القياس تم إختبار مشكلة الارتباط الذاتي بإستخدام إختبار *Breusch-Godfrey* حيث لوحظ أن إحصائية مضاعف لاغرانج المحسوبة والتي تساوي $LM = (n)R^2 = 16.01$ أكبر تماماً من القيمة الجدولة $\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$ وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة والتي تقرر أنه هناك إرتباط ذاتي بين الأخطاء. ومن خلال إختبار *Farrer Glauber* حيث أن χ^2 المحسوبة بإستخدام المحدد الأساسي H^{146} والتي توافق:

$$\chi^2 = -\left[n - 1 - \frac{1}{6}(2k + 5) \right] \ln H$$

$$\chi^2 = -\left[49 - 1 - \frac{1}{6}(2(2) + 5) \right] \ln(0.017) = 189.46$$

وهي أكبر تماماً من القيمة الجدولة $\chi^2_{0.05}\left(\frac{k}{2}(k-1)\right) = 3.84$ وبالتالي نرفض فرضية العدم التي تقرر وجود مشكلة إمتداد خطي.

¹⁴⁵ لعدم وجود الثابت في معادلة خط الانحدار لا تظهر قيمة إحصائية فيشر في الجدول المستخرج من برنامج *Eviews5* وتحسب إحصائية فيشر

كمايلي: $F_{2,46} = (R^2 / K) / [(1 - R^2) / (n - K - 1)] = [(0.4155) / (0.00367)] = 113.21$

¹⁴⁶ تم حساب المحدد الأساسي H بالاعتماد على معطيات الملحق 21 بحيث:

$$H = [(1 * 1) - (0.952 * 0.952)] = 0.017$$

3. تفسير النتائج:

يتم تفسير النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الإختبارات الإحصائية، أين تم قياس مدى تأثير كل من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للنموذج المقترح بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد. وبينت نتائج تطبيق النموذج خلال فترة الدراسة وجود عوامل لها تأثير مباشر على سعر السهم بينما توجد بعض العوامل الأخرى التي ليس لها أي تأثير على سعر السهم في سوق دبي للأوراق المالية. ومن خلال النموذج الأولي لسعر السهم تبين أنه لا توجد دلالة إحصائية للعلاقة الخطية بين العائد على حقوق المساهمين ومعدل دوران الأسهم المتداولة وسعر السهم في قطاع المواد بسبب الإنخفاض الحاد والمستمر في السعر السوقي للسهم، الأمر الذي يترتب عليه إنخفاض معدل تداول الأسهم بمستويات ضعيفة جدا لا تكفي لان يعتمد عليها في تفسير سعر السهم. والسبب في ذلك، التناقص الملحوظ في قيمة الأسهم المتداولة واستقرارها النسبي وبالمقابل الزيادة الطردية والمتواصلة في القيمة السوقية الإجمالية، مما يؤدي إلى إنخفاض الطلب على السهم وعزوف المستثمرين عن شراء أسهم هذا القطاع. وأيضا بسبب إنخفاض صافي الأرباح المتلازم مع عدم إنخفاض معدل الأرباح الموزعة وإستقرارها النسبي الذي أدي إلى تناقص القيمة المحاسبية للأصول مما يؤثر على صافي حقوق المساهمين ومنه إلى إعطاء عائد على راس المال المدفوع ضعيف لا يرضي المستثمر نظير ما قدمه ثمنا للسهم، وهو ما يعكس ضعف مؤسسات القطاع على توليد وزيادة أرباح المساهمين.

من خلال النموذج المقدر الجديد إتضح وجود دلالة إحصائية للعلاقة الخطية بين سعر السهم والقيمة الدفترية للسهم وربحية السهم، وهو ما تؤكده دراسات كل من (Michalis 2012) (Sanjeet 2011) (Arun 2012) (باشيخ 2005) وبناء عليه يمكن صياغة نموذج الإنحدار الخطي التالي لحساب سعر السهم في هذا القطاع في سوق دبي للأوراق المالية:

$$P = 0.68EPS + 1.10BVPS$$

التغير المقدر لسعر السهم عند زيادة المتغيرات المستقلة بوحدة واحدة:

– تفسير معامل: $\beta_1=0.68$

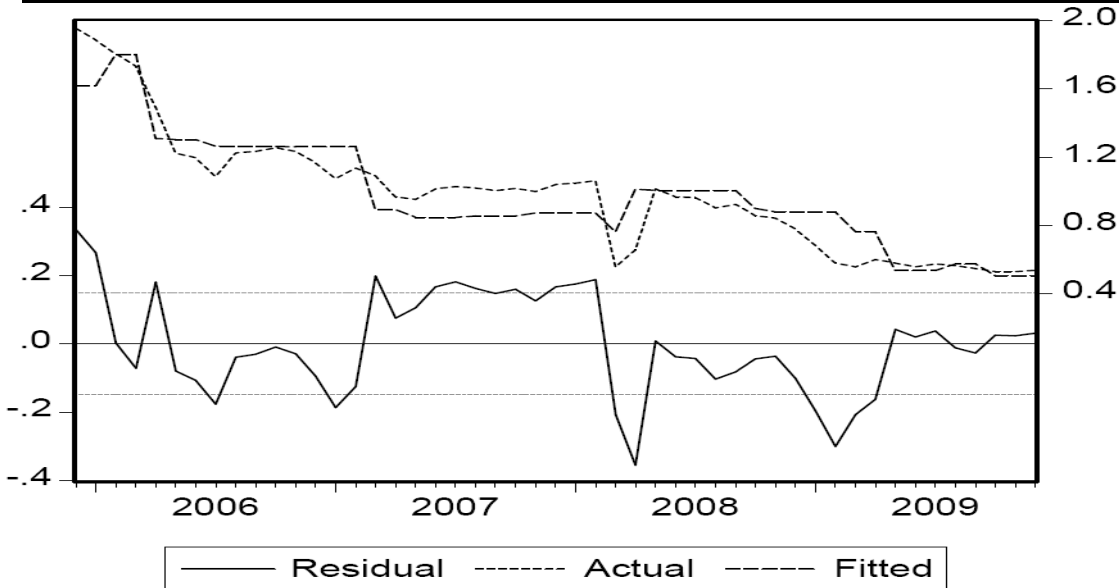
عند زيادة ربحية السهم ب 1 درهم يرتفع سعر السهم ب 0.68 درهم مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة.

– تفسير معامل: $\beta_4=1.10$

عند زيادة القيمة الدفترية للسهم ب 1 درهم يرتفع سعر السهم ب 1.10 درهم.

من خلال الإختبارات الإحصائية تتبين الجودة الإحصائية للنموذج وقوته التفسيرية لعلاقة سعر السهم بدلالة المتغيرات المالية في قطاع المواد، وهذا ما يتضح من خلال التمثيل البياني التالي:

الشكل (3 - 5) : التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لسعر السهم في قطاع المواد.



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي *Eviews5*

من خلال الرسم أعلاه يتبين شبه المطابقة بين القيم الاصلية (الحقيقية) لسلسلة أسعار مؤشر بورصة سوق دبي للأوراق المالية والقيم المقدرة بواسطة النموذج المطبق، وهذا ما يوضح القوة التفسيرية للنموذج المقدر، أي أن يقدم فكرة عن مدى أهمية تعبير النموذج المقدر للمؤشر العام للأسعار للمؤشرات المستقلة المدرجة في النموذج، كما يلاحظ وجود حالات شادة يكون فيها بواقي الأخطاء خارج مجال الثقة.

بناء على نتائج الإختبارات السابقة والتي كانت تشير كلها إلى جودة هذا النموذج وخلوه من مشاكل التقدير، فإن المستثمرين في سوق دبي للأوراق المالية يمكنهم الاستفادة إلى حد كبير من المتغيرات المالية المفسرة لسعر السهم، ومن تم الانتقائية الجيدة للأسهم وأهم المتغيرات التي يمكن للمستثمرين الإطلاع عليها قبل إتخاذ قرار الإستثمار في قطاع المواد في سوق دبي للأوراق المالية هي:

— القيمة الدفترية للسهم BVPS؛

— ربحية السهم EPS.

خلاصة الفصل

حاولنا من خلال هذا الفصل اختبار أهم المؤشرات المالية المفسرة لسعر السهم والتي يمكن للمستثمر الإعتماد عليها لإختيار الأسهم في كل قطاع من قطاعات سوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2009. بناء على الأدلة التجريبية، وتحت الفرضية الرئيسية للدراسة يتضح بأن هناك توافق بين النتائج التي تم التوصل إليها وبين الكثير من الدراسات السابقة. حيث أظهرت النتائج وجود علاقة بين متغيرات الدراسة والمتمثلة في معدل دوران الأسهم المتداولة، العائد على حقوق المساهمين، القيمة الدفترية للسهم، ربحية السهم، وسعر السهم وعليه يمكن تحديد نموذج يعتمد عليه في الإنتقاء الجيد للأسهم في كل قطاع من قطاعات السوق. وبإمكان المستثمرين الإستفادة إلى حد كبير من هاته المتغيرات في تحديد إتجاهات أسعار الأسهم في سوق دبي للأوراق المالية، وأن أهم المتغيرات التي يمكن للمستثمرين الإطلاع عليها قبل إتخاذ قرار الإستثمار؛ القيمة الدفترية للسهم و ربحية السهم.

الخاتمة

حاولنا من خلال هذا البحث معالجة موضوع الإنتقائية العقلانية للأسهم، كأحد المواضيع التي تبحث في العوامل المحددة لأسعار الأسهم ومعايير الإختيار التي يمكن إستخدامها لتحديد الأسهم الجيدة، حيث تمثلت الإشكالية المطروحة في: ماهي أهم المؤشرات المالية التي يمكن للمستثمرين الإعتماد عليها في سوق دبي للأوراق المالية للتقييم العادل للأسهم، والإختيار العقلاني لبدائلهم الإستثمارية؟ وقد تطلب البحث معالجة الإشكالية عبر ثلاث فصول إنطلاقا من الفرضيات المعتمدة. ولمعالجتها تم الإعتماد على أربعة متغيرات مستقلة تمثلت في معدل دوران الأسهم المتداولة، العائد على حقوق المساهمين، القيمة الدفترية للسهم، وربحية السهم، ومن ثم دراسة تأثيرها على المتغير التابع المتمثل في السعر السوقي لأسهم مؤسسات عينة الدراسة. حيث أصبح تحليل مؤشرات الأسهم الركن الأساسي للمستثمر، كونه يلفت أنظاره إلى الأسهم الجيدة ومن تم الإنتقائية الجيدة للسهم.

قامت الدراسة الحالية بدراسة أهم المؤشرات المالية المفسرة لسعر السهم والتي يمكن للمستثمر الإعتماد عليها في إختيار الأسهم في قطاعات سوق دبي للأوراق المالية. وقد تم أخذ المتوسط الحسابي لقيم السعر السوقي للسهم خلال الفترة 2005 . 2009 وهي فترة تتميز بحدوث الأزمة المالية أزمة الرهن العقاري، وهو ما قد يؤثر على نتائج الدراسة. وأيضا تم إعتماد قيم متغيرات الدراسة شهريا من أجل إعطاء نتائج أكثر دقة وأكثر معنوية، كون المعلومات المعلن عنها خلال الشهر سوف تنعكس على السعر السوقي للسهم للشهر الذي يليه ونفس الشيء بالنسبة للأشهر الأخرى. يمكن تبرير إعتماد متغيرات الدراسة كونها تعكس ثقة وإقبال المستثمر على السهم، وأيضا لأنها من المتوقع أن تكون هذه المتغيرات مرتبطة بشكل إيجابي بأسعار الأسهم. وهذا سيعتمد على تصورات المستثمرين، وبالنظر إلى أن المؤسسة لديها فرص إستثمارية مربحة أو إذا كان يمكنهم الحصول على فرص أفضل وربحية إستثمار في مؤسسات أخرى.

وعلى هذا الأساس جاء هذا البحث ليسلط الضوء على أبعاد النسب أو المؤشرات المالية ومزاياها وكيفية الإستفادة منها في تحليل وتفسير أسعار الأسهم، على إعتبار أن مشكلة إنتقاء الأسهم من أهم المشاكل التي يعاني منها المستثمر في سوق الأوراق المالية. وهكذا تمكنا من الوصول إلى عدة نتائج سنوجزها في هذه الخاتمة، وأيضا قمنا بإدراج بعض التوصيات وآفاق للبحث.

نتائج الدراسة وإختيار الفرضيات:

توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية، والتي مكنت من الإجابة على الفرضيات الموضوعية في مستهل البحث، وفيما يلي تلخيص لنتائج البحث:

النتائج النظرية:

يتضح مما سبق تشكل نتائج نظرية للدراسة الحالية وكانت كما يلي:

1. لا يتصرف المستثمر في السوق دائما بطريقة عقلانية أو منطقية، حيث تتأثر تصرفاته غالبا بالعديد من العوامل النفسية كالمبالغة بالخوف من المخاطر والطمع بالعوائد. حل هذه الدوافع تساهم في تشكيل قراراته الإستثمارية التي تولد مخلفات في الإتجاه الإيجابي أو السلبي اعتمادا على التفاؤل والتشاؤم. وفي الحقيقة يعد غياب المعلومة دافع للمستثمر للإعتماد على هذه السلوكيات المتحيزة.
2. غالبا ما تؤثر العوامل النفسية على خيارات وتصورات المستثمرين فيما يتعلق بقرارات الإستثمار المعقدة والمخوفة بالمخاطر، وغالبا ما تدفع السلوك في إتجاهات مختلفة بحيث يشكل التأثير المباشر للعواطف تحديا حاسما للنظرية الإقتصادية. بينما يؤثر المزاج على توقعات المستثمرين المستقبلية وغالبا ما يوجد سوء المزاج لدى المستثمرين عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية، أين تنشأ العواطف من عوامل لا علاقة لها بالقرار لكنها في النهاية تؤثر عليه.

النتائج التطبيقية:

بناء على ما سبق توصلت نتائج الدراسة الإختبارية الحالية إلى النتائج الآتية:

1. أكدت نتائج هذه الدراسة على أهمية المؤشرات المالية في تدعيم قرارات الإستثمار في سوق الأوراق المالية ومن ثم التأثير على السعر السوقي للسهم. تتفق هذه النتيجة مع نتائج جميع الدراسات السابقة.
2. بعد إختبار مدى قدرة مجموعة من المتغيرات المستقلة على تفسير سعر السهم في خمسة قطاعات من سوق دبي للأوراق المالية، أظهرت نتائج الإختبار وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بسعر السهم وبالتالي يمكن تحديد نموذج يمكن الإعتماد عليه في الإنتقاء الجيد للأسهم في كل قطاع من قطاعات السوق. إذ يعتبر أفضل نموذج في تحليل الانحدار يساعد على تحليل أو تفسير السعر السوقي للسهم، وأهم المتغيرات التي يمكن للمستثمرين الإطلاع عليها قبل إتخاذ قرار الإستثمار في كل قطاع هي كالاتي:
 - قطاع البنوك: القيمة الدفترية للسهم، معدل دوران الأسهم المتداولة ، وربحية السهم.
 - قطاع التأمين: القيمة الدفترية للسهم وربحية السهم.
 - قطاع العقار: العائد على حقوق المساهمين، القيمة الدفترية للسهم، وربحية السهم.
 - قطاع الإستثمار: معدل دوران الأسهم المتداولة، القيمة الدفترية للسهم، وربحية السهم.
 - قطاع المواد: القيمة الدفترية للسهم وربحية السهم.
3. أظهرت النتائج أن ربحية السهم، معدل دوران الأسهم المتداولة، القيمة الدفترية للسهم، والعائد على حقوق المساهمين لها تأثير على السعر السوقي للسهم في سوق دبي للأوراق المالية، إلا أن ربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم تعتبر أقوى محددات لسعر السهم لأنها تساهم في تفسير السعر السوقي للسهم في كافة قطاعات السوق.

4. كشفت نتائج تحليل الانحدار المتعدد عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغير معدل دوران الأسهم المتداولة والسعر السوقي للسهم في قطاع المواد، الإستثمار والقطاع العقاري، غير أن هذا لا يعني بالضرورة عدم وجود أثر لهذا المتغير على سعر السهم، وقد يرجع سبب عدم وجود علاقة بينهما إلى الأزمة المالية وتأثيرها على أسعار الأسهم لحساسيتها إلى الأزمة المالية. حيث قام المستثمرون الأجانب ببيع أصولهم المالية لغرض الحصول على السيولة. أي فقدان المستثمرين الثقة في مؤسسات هاته القطاعات.
5. أظهرت نتائج الإختبار وجود علاقة معنوية ذا دلالة إحصائية بين العائد على حقوق المساهمين والسعر السوقي للسهم في القطاع العقاري فقط، وقد يعود السبب في ذلك إلى تخفيض نسبة التوزيعات النقدية أو إحجام مؤسسات القطاع عن القيام بتوزيعات أرباح نقدية والقيام بإصدار أسهم المنحة خلال فترة الدراسة. كما يمكن أن يرجع عدم وجود علاقة بين العائد على حقوق المساهمين والسعر السوقي للسهم وباقي قطاعات السوق إلى تأثير الأزمة المالية على أسعار الأسهم، كما يمكن أن يرجع السبب إلى أخطاء في القياس، أخطاء في المعلومات المتحصل عليها، صغر حجم عينة الدراسة، أو قصر فترة الدراسة.
6. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والسعر السوقي للسهم في جميع القطاعات. وهذا يدل على أن المستثمرين في سوق دبي للأوراق المالية هم من الفئة التي تهتم بالقيمة المستقبلية للسهم وتفضل التوزيعات المرتفعة، ويمكن أن يرجع ذلك إلى تأثير الأزمة المالية وأزمة السيولة، كون المستثمرين يولون أهمية كبرى للسيولة. تتفق هذه النتيجة مع نتائج جميع الدراسات السابقة بإستثناء دراسة (الجرجاوي 2008).
7. كشفت نتائج الدراسة عن وجود تأثير للعائد على حقوق المساهمين على السعر السوقي للسهم في القطاع العقاري فقط في سوق دبي للأوراق المالية. وبالتالي لا يمكن إعتتماد المستثمرين في سوق دبي للأوراق المالية على مؤشر العائد على حقوق المساهمين عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية كونه لا يعطي رؤية جيدة للإختيار السليم للأسهم. وهو ما يتعارض مع نتائج دراسة (باشيخ 2006).
8. كشفت نتائج الدراسة عن وجود تأثير للقيمة الدفترية للسهم على السعر السوقي للسهم في جميع القطاعات دون إستثناء، وهو ما يشير إلى الأداء الجيد لمؤسسات سوق دبي للأوراق المالية. ويمكن أن يكون سبب ذلك قيام المؤسسات بزيادة نسبة الإحتياطات مما يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.
9. تتعارض نتائج الدراسة الحالية مع نتائج الدراسات السابقة في كون أن القيمة الدفترية للسهم من أهم المتغيرات المفسرة لسعر السهم.
10. تتوافق نتائج الدراسة الحالية مع نتائج دراسات كل من (باشيخ 2006) (Michalis 2012) (Seyed) (2011) في كون ربحية السهم من أهم المتغيرات المالية المفسرة لسعر السهم، كونها تهتم بالربحية والتي هي محل إهتمام المستثمرين.

التوصيات:

في ضوء النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة يمكن تقديم التوصيات التالية:

1. تقترح الدراسة زيادة عدد مؤسسات العينة وطول فترة الدراسة في بحوث مقبلة. بالإضافة إلى المتغيرات الأخرى على المستوى الكلي والتي يمكن أن تؤثر في أسعار الأسهم مثل سعر الفائدة، التضخم، والنمو الإقتصادي (النتائج المحلي الإجمالي).
2. تؤكد الدراسة على أهمية إجراء المزيد من الدراسات لتحديد تأثير المتغيرات الأخرى المؤثرة على السعر السوقي للسهم.
3. يمكن للمستثمرين استخدام النماذج التي توصلت إليها الدراسة والمحددة لكل قطاع لتحديد العوامل المؤثرة على سعر السهم بهدف ترشيد قراراتهم الإستثمارية والإعتماد على أسس علمية لدى إتخاذهم مثل تلك القرارات.
4. ضرورة استخدام متغيرات الدراسة الحالية كمعايير للإستثمار السليم والإنتقاء الجيد للأسهم، حيث أتيت الدراسة الفائدة منها بالنسبة للمستثمرين.
5. توصي الدراسة بالمراجعة المستمرة للمعلومات المالية المنشورة للتأكد من دقتها حيث يتم الإعتماد عليها في إتخاذ القرارات الإستثمارية المناسبة. بالإضافة إلى نشرها للجميع حتى يمكن الإستفادة منها بشكل فعال وبأقل التكاليف.
6. هل تؤثر مواقف وسلوكات المستثمرين في تسعير الاسهم وتحديد العائد المتوقع؟ وهل يكتفي المستثمرين بتحليل النسب أو المؤشرات المالية لإختيار الأسهم الجيدة؟ هذه مشكلة بحث يمكن الانطلاق منها في بحوث أخرى.
7. على المستثمر أن لا يجعل من العوامل النفسية والسلوكية دليله الوحيد للتعامل في الأسواق المالية وعليه محاولة ممارسة بعض الآليات للسيطرة على هذا السلوك غير العقلاني.

قائمة المراجع والمصادر

المراجع باللغة العربية:

1. أحمد إبراهيم البراجنة، إختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، الجامعة الإسلامية - غزة، 2009.
2. الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق راس المال على الإستثمار في الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، 2006/2005.
3. أيمن سيد محمد سرحان، أثر المتغيرات المالية على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة بالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة - مصر، 2003.
4. بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم - دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات المسعرة في بورصة عمان، رسالة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2010.
5. جبر إبراهيم الداغور، محمد نواف عابد، أثر السياسات المحاسبية لإدارة المكاسب على أسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتداولة، في سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية) المجلد 17، العدد 01، جانفي 2009.
6. حليمة خليل الجرجاوي، دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، الجامعة الإسلامية - غزة، 2008.
7. حمادة أحمد الطلاع، دور الوعي الإستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الإقتصادي، رسالة ماجستير في الإقتصاد، جامعة الأزهر - غزة، 2010.
8. خليل أحمد النمروطي، سمير عبد الدايم العويسي، تحليل إتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية - دراسة استطلاعية على ثمرين الأفراد في قطاع غزة - مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 01، جانفي 2012.
9. دانة بسام محمد يوسف، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط - الاردن، 2008.
10. دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان- الاردن، 2009.
11. سمير عبد الدايم حسن العويسي، تحليل إتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية - دراسة إستطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية - غزة، 2010.
12. صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية " دراسة تطبيقية " رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006.

13. عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن باشيخ، العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم، 2005، تم نقله بتاريخ: 2011/05/31، عن الموقع:
http://www.basheikh.kau.edu.sa/Files/0002834/Files/3206_121.pdf
14. عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن باشيخ، نموذج مقترح لتحديد أهم المعلومات المحاسبية وجدواها في ترشيد قرارات صغار المستثمرين في سوق الأسهم السعودي، 2006، تم نقله بتاريخ 2012/04/13 عن الموقع:
http://basheikh.kau.edu.sa/Files/0002834/Files/3208_151.pdf
15. فهد محمد الصقر، خمسة قواعد لإختيار الأسهم خلال فترة الإنخفاض الشديد، جريدة الرأي، الكويت، العدد 10836 ، صدرت بتاريخ 2009/03/02.
16. فيصل محمود الشواورة، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية – الأسس النظرية والعلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الاردن، 2008.
17. لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2009 / 2010.
18. محمد ابراهيم عبد الرحيم، إقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شهاب الجامعة، 2008.
19. محمد البشير بن عمر، دراسة أثر بعض المتغيرات المالية والإقتصادية على أسعار الأسهم، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، غير منشورة، 2009 / 2010.
20. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان – الاردن، الطبعة الأولى، 2010.

المراجع باللغة الاجنبية:

1. Alexander Muermann, Jacqueline M. Volkman, **Regret, Pride, and the Disposition Effect**, 2006, Retrieved 15/06/2013. Form:
www.wu.ac.at/finance/people/faculty/.../MuermannVolkman07.pdf
2. Alex Edmans, Diego Garcia, Oyvind Norli, **Sports Sentiment And Stock Returns**, The Journal of Finance , Vol. LXII, No. 4 , August 2007, pp. 1967 – 1998.
3. Amina Amirat, Abdelfettah Bouri, **A New Measure of Herding Behavior: Derivation and Implications**, International Journal of Social and Human Sciences, No. 3, 2009, pp 575 – 589.
4. Antonio Diaz, Francisco Jareno, **Explanatory factors of the inflation news impact on stock returns by sector: The Spanish case**, Research in International Business and Finance, No. 23, 2009, pp 349–368.
5. Andreas Walter, Friedrich Moritz Weber, **Herding in the german mutual fund industry, n.d Retrieved 23/09/2012. Form:**
<http://www.tagung05.uni-bonn.de/Papers/Walter.pdf>
6. Andrew W. Lo, Dmitry V. Repin, **The Psychophysiology of Real-Time Financial Risk Processing Retrieved 25/06/2012**, from :

http://www.nber.org/papers/w8508.pdf?new_window=1

7. Arun Upadhyay, Gautam Bandyopadhyay, Avijan Dutta, **Forecasting Stock Performance in Indian Market using Multinomial Logistic Regression**, Journal of Business Studies Quarterly, Vol.3, No.3, 2012, pp. 16 – 39.

8. Athanasios Tsagkanos, Costas Siriopoulos, **A Long-run Relationship Between Stock Price Index and Exchange Rate: A Structural Nonparametric Cointegrating Regression Approach**, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, No. 25, 2013, pp 106– 118.

9. Behzad T. Diba, Herschel I. Grossman, **The Theory of Rational Bubbles in Stock Prices**, The Economic Journal, Vol. 98, No. 392, September 1988, p 7.

10. Bjarke Nielsen, Peter Bierregaard, **An Analysis of Mergers and Acquisitions during the Recent Merger Wave in Scandinavia**, 2010, Retrieved 23/09/2012, Form:

http://studenttheses.cbs.dk/bitstream/handle/10417/1153/bjarke_nielsen_og_peter_bierregaard.pdf?sequence=1

11. Brian M. Lucey, Michael Dowling, **The Role Of Feelings In Investor Decision-Making**, Journal Of Economic Surveys Vol. 19, No. 2, 2005.

12. Danson Musyoki , **Changes In Share Prices As a Predictor Of accounting Earnings For Financial Firms listed in Nairobi Securities Exchange**, International Journal of Business and Public Management ,Vol. 2, No.2, p p 1-11, 2012.

13. David E. Rapach, **The Long-run Relationship Between Inflation and Real Stock Prices**, Journal of Macroeconomics, No. 24, 2002, pp 331–351.

14. David Hirshleifer, **Investor Psychology and Asset Pricing**, The Journal Of Finance, Vol. LVI, No.4, August 2001.

15. David Hirshleifer, Tyler Shumway, **Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather**, The Journal Of Finance , Vol. LVIII, No. 3 , June 2003.

16. Edward M. Saunders, **Stock Prices and Wall Street Weather**, The American Economic Review, Vol.83, No.5, December 1993, pp. 1337-1345.

17. Emmanuel Petit, **Le rôle du regret dans la permanence des anomalies sur les marchés financiers Cahiers du GREThA**, Université de Bordeaux, 2010, Retrieved 10/01/2012, from : <http://cahiersdugretha.u-bordeaux4.fr/2010/2010-07.pdf>

18. Financial Services for the greater good, **Are You a Rational Investor?**, n.d, Retrieved 03/12/2012, Form: <https://www.tiaa-cref.org/public/pdf/C38907.pdf>

19. George Loewenstein, Scott Rick, **Emotion in economics -The challenge of emotions for economic theory -**, Retrieved 10/01/2012, from : <http://www.popai.com/store/downloads/Research-Emotions-In-Economics-2008.pdf>

20. Gongmeng Chen, Oliver M. Rui, Yexiao Xu, **When Will Investors Herd?- Evidence from the Chinese Stock Markets - 2003**, Retrieved 10/01/2012. Form: www.utdallas.edu/~yexiaoxu/Herd.PDF

21. Gregory W. Brown, Michael T. Cliff, **Investor Sentiment and The Near-term Stock Market**, Journal of Empirical Finance, No. 11, 2004, pp 1 –27.

22. Guglielmo Maria Caporale, Fotini Economou, Nikolaos Philippos, **Herding behaviour in extreme market conditions: the case of the Athens Stock Exchange**, Economics Bulletin, Vol. 7, No. 17, pp 1-13.
23. Gyozo Gidofalvi, **Using News Articles to Predict Stock Price Movements**, 2001, Retrieved 13/12/2013. Form: <http://www.cse.ust.hk/~leichen/courses/comp630p/collection/reference-5-18.pdf>
24. Halil Kiyamaz, **The Effects of Stock Market Rumors on Stock Prices: Evidence From an Emerging Market**, Journal of Multinational Financial Management, No. 11, 2001, pp 105–115.
25. Harrison Hong, Jeffrey D.Kubik, Jereng C.Stein, **Social Interaction and Stock-Market Participation**, The Journal of Finance, Vol.LIX, No.1, 2004.
26. Iqbal Mahmood, Habib Ahmad, Abdul Zahid Khan, Mansoor Anjum, **Behavioral Implications of Investors for Investments in the Stock Market**, European Journal of Social Sciences, Vol.20, No.2, 2011.
27. Itzhak Venezia, Amrut Nashikkar, Zur Shapira, **Firm specific and macro herding by professional and amateur investors and their effects on market volatility**, Journal of Banking & Finance, No.35, 2011, pp 1599–1609.
28. Jay R.Ritter, **Behavioral Finance**, Pacific-Basin Finance Journal, Vol.11, No.4, September 2003.
29. Jean-Marc Suret, **La Rationalité des Décisions Des Investisseurs**, mars 2011, Retrieved 13/12/2011, from : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/fonds-education-saine- gouvernance/finances-perso/rapport-recherche-SC-733.pdf>
30. John R.Nofsinger, **Social mood and financial economics**, The Journal of Behavioral Finance, Vol.6, No.3, 2005, pp. 144 – 160.
31. Julia Henker, Thomas Henker, Anna Mitsios, **Do investors herd intraday in the Australian equities market?**, 2003, n.d, Retrieved 10/01/2012. Form: http://www.researchgate.net/publication/228166973_Do_Investors_Herd_Intraday_in_the_Australian_Equities_Market/file/d912f50f5d76a45c28.pdf
32. Júlio Lobão Ana Paula Serra, **Herding Behavior - Evidence from Portuguese Mutual Funds**, 2002 , Retrieved 23/09/2012. Form: http://www.fep.up.pt/investigacao/cempre/actividades/sem_fin/sem_fin_01/PAPERS_PDF/paper_sem_fin_20jun02.pdf
33. Kent Daniel, David Hirshleifer, Siew Hong Teoh, **Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implication**, Journal of Monetary Economics, vol.49 , 2002. PP 139- 209.
34. Kristina Levišauskait, **Investment Analysis and Portfolio Management**, Vytautas Magnus University Kaunas, Lithuania, 2010.
35. Mahmood Yahyazadehfar, Sara Ghayekhloo, Tanaz Sadeghi, **The Influence of Investor Psychology On Regret Aversion**, n.d, Retrieved 25/01/2012, from : <http://www.wbiconpro.com/474-Sara.pdf>
36. Maria Chiara Iannino, **Stock Splits and Herding**, 2010, Retrieved 23/09/2012. Form: webpace.qmul.ac.uk/mciannino/File/Job%20market%20paper.pdf
37. Matthias Burghardt, Anshu Ankolekar, **Follow the Crowd: Herding of Retail Investors at the European Warrant Exchange**, n.d, Retrieved 10/01/2012. Form: http://69.175.2.130/~finman/Turin/Papers/Retail_Investor_Herding.pdf

38. Md. Mahmudul Alam ,Md. Gazi Salah Uddin, **Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries**, International Journal of Business and Management. Vol.4, No.3, 2009.
39. Melanie Cao, Jason Wei, **Stock market returns: A note on temperature anomaly**, Journal of Banking & Finance, No. 29, 2005, pp. 1559–1573.
40. Michael Kosfeld, **Rumours and Markets**, Journal of Mathematical Economics, No. 41, 2005, pp 646–664.
41. Michalis Glezakos, John Mylonakis, Charalampos Kafouros, **The Impact of Accounting Information on Stock Prices: Evidence from the Athens Stock Exchange** , International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No. 2; February 2012.
42. Mohamed Ariff a, Tin-fah Chung, Shamsheer M., **Money Supply, Interest Rate, Liquidity and Share Prices: A Test of Their Linkage**, Global Finance Journal, No. 23, 2012, pp 202–220.
43. Mohammad Ebrahimi, Arezoo Aghaei Chadegani, **The Relationship between Earning, Dividend, Stock Price and Stock Return: Evidence from Iranian Companies**, International Conference on Humanities, Society and Culture, Vol.20, 2011. Pp 318- 323.
44. Mojgan Derayat, **The Investigation of Experimental relationship between Capital Structure and Profitability in Accepted Companies of Tehran Stock Exchange (TSE)**, Journal of Basic and Applied Scientific Research, Vol.2, No.7, 2012, PP. 6517 -6522.
45. Muhammad Ateeq ur Rehman, Awais Raooof, Muhammad Shoaib Abdullah, **Price to Earning (P/E) Ratio As a Predictor of Cost of Equity**, International Research Journal of Finance and Economics, No.51, 2010, pp. 168 – 175.
46. Nicholas Apergis, Sophia Eleftheriou, **Interest rates, inflation, and stock prices: the case of the Athens Stock Exchange**, Journal of Policy Modeling, No. 24, 2002, pp 231–236.
47. Olivier Brunel, Céline Gallen, **Et si c’était de la dissonance cognitive ?**, 27ème congrès international de l’Association Française de Marketing, 18-20 Mai 2011, Bruxelles.
48. Parvane Azimi Dastgerdi, **Profitability Levels And The Relation Between Earnings, Equity Value And Equity Book Value**, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business, Vol.4, No.3, July 2012, pp.295 – 305.
49. Parviz Saeidi, Abolghasem Okhli, **Studying the effect of assets return rate on stock price of the companies accepted in Tehran stock exchange**, Business and Economic Horizons, Vol.8, No.2, December 2012, pp. 12-22.
50. Peter Chen, Guochang Zhang, **How do Accounting Variables Explain Stock Price Movements? Theory and Evidence**, Journal of Accounting and Economics, No. 43, 2007, pp 219–244.
51. Pilar Corredor, Elena Ferrer, Rafael Santamaria, **Investor Sentiment Effect in Stock Markets: Stock Characteristics or Country-specific Factors?**, International Review of Economics and Finance, No. 27, 2013, pp 572–591.
52. Rahul Verma, Gökce Soydemir, **The Impact of Individual and Institutional Investor Sentiment on The Market Price of Risk**, The Quarterly Review of Economics and Finance, No. 49, 2009, pp 1129–1145.

53. R. Douglas Van Eaton, **The Psychology Behind Common Investor Mistakes**, AAI Journal, April 2000, Retrieved 25/01/2012, from :
<http://www.aai.com/journal/article/2-the-psychology-behind-common-investor-mistakes>
54. Richard Deaves, Catherine Dine, William Horton, **How Investment Decisions are Made?** Report Commissioned by the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, May 2006, Retrieved 14/07/2012. Form:
[www.tfmsl.ca/docs/V2\(3\)%20Deaves.pdf](http://www.tfmsl.ca/docs/V2(3)%20Deaves.pdf)
55. Robert J. Shiller, **Stock Prices And Social Dynamics**. Brookings Papers on Economic Activity 2, 1984, pp. 457–510.
56. Samuel Sung, **The Effect of Pride and Regret on Investors' Trading Behavior**, 2007, Retrieved 15/06/2013. Form:
http://repository.upenn.edu/wharton_research_scholars/44
57. Sanjeet Sharma, **Determinants of Equity Share Prices In India**, International Refereed Research Journal, Vol. 2, No. 04, 2001, pp 51- 60.
58. Sarah Brown, Karl Taylor, **Social Interaction and Stock Market Participation: Evidence**, From British Panel Data, 2010.
59. Seyed Heidar Mirfakhr- Al –Dini Hassan Dehghan Dehavi, Elham Zarezadeh, Hamed Armesh, Mahmoud Manafi, Saeed Zraezadehand, **Fitting the Relationship between Financial Variables and Stock Price through Fuzzy Regression Case Study: Iran Khodro Company**, International Journal of Business and Social Science, Vol.2, No.11, June 2011, pp.140 - 146.
60. Soosung Hwang, Mark Salmon, **A New Measure of Herding and Empirical Evidence**, 2001, Retrieved 23/09/2012. Form:
www.warwick.ac.uk/.../research/.../a_new_measure_of_herding_and_empirical_evidence.pdf
61. Sudhir Singh, **Investor Irrationality and Self-Defeating Behavior: Insights from Behavioral Finance**, The Journal of Global Business Management, Vol.8, No.1, Feb 2012.
62. Thomas Oberlechner, Sam Hocking, **Information Sources, News, and Rumors in Financial Markets: Insights Into The Foreign Exchange Market**, Journal of Economic Psychology, No. 25, 2004, pp 407–424.
63. Tilly Oudhuis, **The effect of weather on the Amsterdam Exchange Index**, Master thesis in the Finance, Faculty of Economics and Business Administration, Maastricht University, 2008.
64. Warren Samuels, **New Horizons in Economic Thought: Appraisals of Leading Economists**, Edward Elgar Publishing, 1992, Retrieved 04/12/2012. Form:
<http://www-personal.umd.umich.edu/~delittle/ELSTER3.PDF>
65. Wayne Y. Lee, Christine X. Jiang , Daniel C. Indro, **Stock Market Volatility, Excess Returns, and The Role of Investor Sentiment**, Journal of Banking & Finance, No. 26, 2002, pp 2277–2299.
66. William N. Goetzmann, Alok Kumar, **Equity Portfolio Diversification**, Nber Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, December 2001. Review of Finance, No. 12, 2008, pp 433–463.
67. William N. Goetzmann, Ning Zhu, **Rain or Shine: Where is the Weather Effect?**, 2002.

68. Ying Wu, **Exchange Rates, Stock Prices, and Money Markets: Evidence From Singapore**, Journal of Asian Economics, No. 12, 2001, pp 445–458.
69. Yoshihiro Tokuga , Toshitake Miyauchi, **Herd Behavior in Accounting Policies — Write-off policy of UPBO in Japan**, May 2011, Retrieved 23/09/2012. Form: <http://www.econ.kyoto-u.ac.jp/~chousa/WP/121.pdf>
70. Zoran Ivkovi, Clemens Sialm, and Scott Weisbenner, **Portfolio Concentration and the Performance of Individual Investors**, Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. 43, No. 3, Sept. 2008.

الملاحق

الملحق 01: نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمقترح في القطاع البنكي.

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 03/18/14 Time: 21:00 Sample: 2005:12 2009:12 Included observations: 49				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DVPS	-1.373761	0.441739	-3.109895	0.0033
EPS	2.193784	0.314718	6.970633	0.0000
ROE	-0.111381	0.214435	-0.519417	0.6061
TR	0.170519	0.080844	2.109249	0.0406
C	2.205573	0.415121	5.313090	0.0000
R-squared	0.549550	Mean dependent var	1.104238	
Adjusted R-squared	0.508599	S.D. dependent var	0.204872	
S.E. of regression	0.143615	Akaike info criterion	-0.946910	
Sum squared resid	0.907512	Schwarz criterion	-0.753868	
Log likelihood	28.19931	F-statistic	13.42000	
Durbin-Watson stat	0.968321	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 02: نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمعتمد في القطاع البنكي.

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 03/18/14 Time: 22:28 Sample: 2005:12 2009:12 Included observations: 49				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	2.159241	0.305105	7.077034	0.0000
TR	0.154349	0.074001	2.085762	0.0427
DVPS	-1.430046	0.424753	-3.366767	0.0016
C	2.355196	0.296476	7.943978	0.0000
R-squared	0.546788	Mean dependent var	1.104238	
Adjusted R-squared	0.516573	S.D. dependent var	0.204872	
S.E. of regression	0.142445	Akaike info criterion	-0.981614	
Sum squared resid	0.913076	Schwarz criterion	-0.827180	
Log likelihood	28.04954	F-statistic	18.09706	
Durbin-Watson stat	0.971318	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 03: نتائج إختبار الإرتباط الذاتي بين الأخطاء للنموذج المقدر والمعتمد في القطاع البنكي.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	11.91724	Probability	0.001240	
Obs*R-squared	10.44302	Probability	0.001231	
Test Equation: Dependent Variable: RESID Method: Least Squares Date: 03/18/14 Time: 22:43 Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	-0.114549	0.275709	-0.415471	0.6798
TR	-0.074624	0.069816	-1.068859	0.2910
DVPS	0.082843	0.381795	0.216983	0.8292
C	-0.191756	0.271702	-0.705757	0.4841
RESID(-1)	0.545510	0.158021	3.452135	0.0012
R-squared	0.213123	Mean dependent var	-3.42E-16	
Adjusted R-squared	0.141588	S.D. dependent var	0.137922	
S.E. of regression	0.127785	Akaike info criterion	-1.180481	
Sum squared resid	0.718479	Schwarz criterion	-0.987438	
Log likelihood	33.92177	F-statistic	2.979309	
Durbin-Watson stat	1.893562	Prob(F-statistic)	0.029172	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 04: نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمقترح في قطاع العقار.

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 03/29/14 Time: 23:34 Sample(adjusted): 2005:12 2008:11 Included observations: 36 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	2.406053	0.597127	4.029380	0.0003
BVPS	-4.238211	0.517755	-8.185750	0.0000
ROE	0.224483	0.096390	2.328908	0.0266
TR	-0.204346	0.122189	-1.672375	0.1045
C	4.080066	0.447486	9.117747	0.0000
R-squared	0.695453	Mean dependent var	0.967347	
Adjusted R-squared	0.656157	S.D. dependent var	0.265042	
S.E. of regression	0.155416	Akaike info criterion	-0.757183	
Sum squared resid	0.748774	Schwarz criterion	-0.537249	
Log likelihood	18.62929	F-statistic	17.69764	
Durbin-Watson stat	0.565157	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 05: نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمعتمد في قطاع العقار.

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 03/29/14 Time: 23:35 Sample(adjusted): 2005:12 2008:11 Included observations: 36 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	2.733991	0.579631	4.716781	0.0000
BVPS	-4.255753	0.531983	-7.999788	0.0000
ROE	0.267076	0.095538	2.795475	0.0087
C	4.341655	0.430868	10.07652	0.0000
R-squared	0.667977	Mean dependent var	0.967347	
Adjusted R-squared	0.636850	S.D. dependent var	0.265042	
S.E. of regression	0.159719	Akaike info criterion	-0.726358	
Sum squared resid	0.816328	Schwarz criterion	-0.550412	
Log likelihood	17.07445	F-statistic	21.45959	
Durbin-Watson stat	0.440139	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 06: نتائج إختبار الإرتباط الذاتي بين الأخطاء للنموذج المقدر والمعتمد في قطاع العقار.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	46.73172	Probability	0.000000	
Obs*R-squared	21.64293	Probability	0.000003	
Test Equation: Dependent Variable: RESID Method: Least Squares Date: 03/29/14 Time: 23:36 Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	-0.308218	0.374624	-0.822739	0.4169
BVPS	-0.048555	0.341403	-0.142223	0.8878
ROE	-0.098629	0.062974	-1.566175	0.1275
C	-0.091034	0.276773	-0.328913	0.7444
RESID(-1)	0.862745	0.126205	6.836060	0.0000
R-squared	0.601192	Mean dependent var	1.88E-16	
Adjusted R-squared	0.549733	S.D. dependent var	0.152721	
S.E. of regression	0.102479	Akaike info criterion	-1.590079	
Sum squared resid	0.325558	Schwarz criterion	-1.370146	
Log likelihood	33.62142	F-statistic	11.68293	
Durbin-Watson stat	1.870881	Prob(F-statistic)	0.000007	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 07: نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمقترح في قطاع التأمين.

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 03/29/14 Time: 23:23 Sample: 2005:12 2009:12 Included observations: 49				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BVPS	1.545363	0.219538	7.039158	0.0000
EPS	-0.055049	0.051577	-1.067329	0.2916
ROE	0.297830	0.117394	2.537011	0.0148
TR	-0.006160	0.018661	-0.330123	0.7429
C	0.143276	0.270414	0.529840	0.5989
R-squared	0.854411	Mean dependent var	0.859845	
Adjusted R-squared	0.841175	S.D. dependent var	0.261786	
S.E. of regression	0.104329	Akaike info criterion	-1.586079	
Sum squared resid	0.478922	Schwarz criterion	-1.393036	
Log likelihood	43.85894	F-statistic	64.55502	
Durbin-Watson stat	1.254677	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*
الملحق 08: نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمقترح الثاني في قطاع التأمين.

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 03/29/14 Time: 23:24 Sample: 2005:12 2009:12 Included observations: 49				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BVPS	1.907658	0.176530	10.80640	0.0000
EPS	-0.115289	0.048473	-2.378440	0.0217
TR	-0.013032	0.019547	-0.666695	0.5084
C	-0.487806	0.112275	-4.344728	0.0001
R-squared	0.833114	Mean dependent var	0.859845	
Adjusted R-squared	0.821988	S.D. dependent var	0.261786	
S.E. of regression	0.110452	Akaike info criterion	-1.490371	
Sum squared resid	0.548980	Schwarz criterion	-1.335937	
Log likelihood	40.51410	F-statistic	74.88150	
Durbin-Watson stat	1.194171	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*
الملحق 09: نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمعتمد في قطاع التأمين.

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 03/29/14 Time: 23:25 Sample: 2005:12 2009:12 Included observations: 49				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BVPS	1.962227	0.155461	12.62195	0.0000
EPS	-0.125846	0.045536	-2.763668	0.0082
C	-0.484972	0.111515	-4.348927	0.0001
R-squared	0.831465	Mean dependent var	0.859845	
Adjusted R-squared	0.824138	S.D. dependent var	0.261786	
S.E. of regression	0.109783	Akaike info criterion	-1.521359	
Sum squared resid	0.554402	Schwarz criterion	-1.405533	
Log likelihood	40.27329	F-statistic	113.4703	
Durbin-Watson stat	1.274884	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 10: نتائج إختبار الإرتباط الذاتي بين الأخطاء للنموذج المقدر والمعتمد في قطاع التأمين.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	5.753081	Probability	0.020666	
Obs*R-squared	5.554362	Probability	0.018435	
Test Equation: Dependent Variable: RESID Method: Least Squares Date: 03/29/14 Time: 23:25 Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BVPS	-0.002152	0.148006	-0.014537	0.9885
EPS	-0.012041	0.043641	-0.275910	0.7839
C	-0.001173	0.106166	-0.011051	0.9912
RESID(-1)	0.343172	0.143074	2.398558	0.0207
R-squared	0.113354	Mean dependent var	9.06E-18	
Adjusted R-squared	0.054245	S.D. dependent var	0.107471	
S.E. of regression	0.104516	Akaike info criterion	-1.600852	
Sum squared resid	0.491558	Schwarz criterion	-1.446418	
Log likelihood	43.22088	F-statistic	1.917694	
Durbin-Watson stat	1.961624	Prob(F-statistic)	0.140266	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 11: نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمقترح في قطاع الإستثمار.

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 03/29/14 Time: 22:57 Sample: 2005:12 2009:12 Included observations: 49				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	1.547642	0.198028	7.815269	0.0000
ROE	0.562898	1.473585	0.381992	0.7043
TR	0.219098	0.100751	2.174643	0.0351
BVPS	-0.853981	0.480920	-1.775725	0.0827
C	1.549003	0.199450	7.766373	0.0000
R-squared	0.649115	Mean dependent var	0.609759	
Adjusted R-squared	0.617216	S.D. dependent var	0.340270	
S.E. of regression	0.210524	Akaike info criterion	-0.181987	
Sum squared resid	1.950088	Schwarz criterion	0.011056	
Log likelihood	9.458687	F-statistic	20.34927	
Durbin-Watson stat	0.539755	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 12: نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمعتمد في قطاع الإستثمار.

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 03/29/14 Time: 22:58 Sample: 2005:12 2009:12 Included observations: 49				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	1.559469	0.193728	8.049785	0.0000
TR	0.226729	0.097809	2.318078	0.0250
BVPS	-0.793295	0.449593	-1.764472	0.0844
C	1.550387	0.197516	7.849444	0.0000
R-squared	0.647951	Mean dependent var	0.609759	
Adjusted R-squared	0.624481	S.D. dependent var	0.340270	
S.E. of regression	0.208516	Akaike info criterion	-0.219493	
Sum squared resid	1.956555	Schwarz criterion	-0.065058	
Log likelihood	9.377571	F-statistic	27.60771	
Durbin-Watson stat	0.555886	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 13: نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء للنموذج المقدر والمعتمد في قطاع الإستثمار.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	38.11920	Probability	0.000000	
Obs*R-squared	22.74548	Probability	0.000002	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 03/29/14 Time: 22:59				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	-0.115851	0.144631	-0.801011	0.4274
TR	-0.035588	0.072633	-0.489974	0.6266
BVPS	-0.069480	0.333006	-0.208645	0.8357
C	-0.046164	0.146404	-0.315317	0.7540
RESID(-1)	0.697937	0.113043	6.174075	0.0000
R-squared	0.464194	Mean dependent var	-1.17E-16	
Adjusted R-squared	0.415484	S.D. dependent var	0.201895	
S.E. of regression	0.154356	Akaike info criterion	-0.802659	
Sum squared resid	1.048335	Schwarz criterion	-0.609616	
Log likelihood	24.66514	F-statistic	9.529800	
Durbin-Watson stat	1.818789	Prob(F-statistic)	0.000012	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 14: نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمقترح في قطاع المواد.

Dependent Variable: P				
Method: Least Squares				
Date: 03/29/14 Time: 23:39				
Sample: 2005:12 2009:12				
Included observations: 49				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	0.400413	0.362866	1.103474	0.2758
BVPS	1.379165	0.427287	3.227729	0.0024
ROE	-0.070489	0.079639	-0.885101	0.3809
TR	-0.005585	0.008044	-0.694314	0.4911
C	-0.399391	0.466645	-0.855879	0.3967
R-squared	0.836587	Mean dependent var	0.985294	
Adjusted R-squared	0.821732	S.D. dependent var	0.358324	
S.E. of regression	0.151291	Akaike info criterion	-0.842772	
Sum squared resid	1.007115	Schwarz criterion	-0.649729	
Log likelihood	25.64792	F-statistic	56.31426	
Durbin-Watson stat	0.777339	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 15: نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المقدر والمعتمد في قطاع المواد.

Dependent Variable: P				
Method: Least Squares				
Date: 03/29/14 Time: 23:42				
Sample: 2005:12 2009:12				
Included observations: 49				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	0.682682	0.097161	7.026301	0.0000
BVPS	1.104446	0.022774	48.49591	0.0000
R-squared	0.831042	Mean dependent var	0.985294	
Adjusted R-squared	0.827448	S.D. dependent var	0.358324	
S.E. of regression	0.148846	Akaike info criterion	-0.931852	
Sum squared resid	1.041288	Schwarz criterion	-0.854635	
Log likelihood	24.83037	Durbin-Watson stat	0.752491	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 16: نتائج إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء للنموذج المقدر والمعتمد في قطاع المواد.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	22.32885	Probability	0.000022	
Obs*R-squared	16.01201	Probability	0.000063	
Test Equation: Dependent Variable: RESID Method: Least Squares Date: 03/29/14 Time: 23:42 Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	-0.031079	0.080850	-0.384406	0.7024
BVPS	-0.002353	0.018895	-0.124553	0.9014
RESID(-1)	0.573840	0.121439	4.725342	0.0000
R-squared	0.326776	Mean dependent var	-0.000544	
Adjusted R-squared	0.297505	S.D. dependent var	0.147286	
S.E. of regression	0.123448	Akaike info criterion	-1.286726	
Sum squared resid	0.701011	Schwarz criterion	-1.170900	
Log likelihood	34.52479	Durbin-Watson stat	1.675556	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 17: نتائج معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج المعتمد في القطاع البنكي.

Correlation Matrix

	P	EPS	TR	DVPS
P	1.000000	0.609264	0.179424	0.072242
EPS	0.609264	1.000000	-0.109831	0.596689
TR	0.179424	-0.109831	1.000000	-0.152945
DVPS	0.072242	0.596689	-0.152945	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 18: نتائج معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج المعتمد في قطاع العقارات.

Correlation Matrix

	EPS	BVPS	ROE
EPS	1.000000	0.452662	-0.597836
BVPS	0.452662	1.000000	-0.055629
ROE	-0.597836	-0.055629	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 19: نتائج معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج المعتمد في قطاع التأمين.

Correlation Matrix

	BVPS	EPS
BVPS	1.000000	0.690333
EPS	0.690333	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 20: نتائج معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج المعتمد في قطاع الإستثمار.

Correlation Matrix

	BVPS	EPS	TR
BVPS	1.000000	0.346004	0.030251
EPS	0.346004	1.000000	0.203860
TR	0.030251	0.203860	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الملحق 21: نتائج معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج المعتمد في قطاع المواد.

Correlation Matrix

	EPS	BVPS
EPS	1.000000	0.952109
BVPS	0.952109	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة

III	الإهداء
IV	شكر وتقدير
V	مستخلص البحث
VII	قائمة المحتويات
IX	قائمة الجداول
X	قائمة الأشكال البيانية
XI	قائمة الملاحق
ب	المقدمة

الفصل الأول: أسس ومعايير تحليل الأسهم لإتخاذ القرارات الإستثمارية

02	تمهيد
03	المبحث الأول: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية
03	المطلب الاول: عوامل متعلقة بالظروف الإقتصادية
03	1. معدل التضخم
04	2. أسعار الفائدة
05	3. عرض النقد
06	4. سعر الصرف
06	5. الدورة الإقتصادية
07	المطلب الثاني: عوامل متعلقة بظروف المؤسسة
07	1. راس مال المؤسسة
07	2. عدد عمال المؤسسة
07	3. ربحية المؤسسة
08	4. توزيعات الأرباح
09	المطلب الثالث: عوامل متعلقة بالسوق
09	1. العوامل النفسية
10	2. إتجاه أسعار سوق الأسهم نحو الصعود أو الهبوط
10	3. درجة إتساع السوق
11	4. توقعات المستثمرين والمحللين الماليين حول مستقبل المؤسسة

11	..... الشائعات في كثير من الأسواق المالية خاصة في دول العالم الثالث
12	..... المبحث الثاني: المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل الأسهم
13	..... المطلب الاول: مؤشرات أداء الأسهم
13	..... 1. عدد الأسهم المتداولة
13	..... 2. عدد أيام تداول السهم
13	..... 3. معدل دوران الأسهم المتداولة
13	..... المطلب الثاني: مؤشرات تحليل المخاطر
14	..... 1. الإنحراف المعياري
14	..... 2. معامل التحديد
14	..... 3. معامل بيتا
15	..... المطلب الثالث: مؤشرات تحليل العائد
15	..... 1. مضاعف السعر للعائد
16	..... 2. عائد السهم العادي
17	..... 3. الربح الجاري للسهم
17	..... 4. عائد توزيعات السهم
18	..... 5. توزيعات السهم العادي
18	..... 6. العائد لفترة الإقتناء
19	..... المطلب الرابع: مؤشرات التحليل الاساسي
19	..... 1. القيمة الدفترية للسهم
19	..... 2. نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية
20	..... 3. العائد على حقوق المساهمين
20	..... 4. نسبة ملكية المؤسسات
21	..... خلاصة الفصل

الفصل الثاني: تحليل سلوكيات المستثمرين في الأسواق المالية

23	..... تمهيد
24	..... المبحث الاول: تأثير سلوك المستثمرين على تقييم الأصول المالية
24	..... المطلب الاول: سلوك المستثمر العقلاني
26	..... المطلب الثاني: إستراتيجية حشود القطيع

29	المطلب الثالث: نظرية المستثمر الأكثر حماقة..
30	المبحث الثاني: تأثير الجوانب النفسية للمستثمرين على إتخاذ القرارات الإستثمارية ..
30	المطلب الاول: العوامل المحددة لإتجاهات المستثمرين في السوق ..
30	1. المناخ الإستثماري ..
30	2. الوعي الإستثماري ..
31	3. السمات الشخصية للمستثمر ..
32	المطلب الثاني: التحيزات المعرفية المؤثرة على سلوك المستثمرين في السوق ..
32	1. الثقة المفرطة ..
34	2. النفور من الأسف ..
34	3. تأثير التصرف ..
35	4. تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه ..
35	5. غياب التنوع ..
36	6. تأثير الإستدلال أو التأثير الإرشادي ..
37	7. النفور من المخاطرة ..
37	8. التنافر المعرفي ..
38	المطلب الثالث: سيكولوجية مزاج المستثمر في إتخاذ القرار ..
43	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: الجانب التطبيقي, دراسة حالة سوق دبي للأوراق المالية
45	تمهيد ..
46	المبحث الاول: تقديم سوق دبي للأوراق المالية ..
46	المطلب الاول: الإطار التنظيمي للسوق ..
46	1. نشأة السوق ..
46	2. الهكيل التنظيمي للسوق ..
47	المطلب الثاني: تقييم أداء سوق دبي للأوراق المالية خلال فترة الدراسة ..
47	1. ملخص أداء السوق لسنة 2005 ..
47	2. ملخص أداء السوق لسنة 2006 ..
48	3. ملخص أداء السوق لسنة 2007 ..
48	4. ملخص أداء السوق لسنة 2008 ..
49	5. ملخص أداء السوق لسنة 2009 ..

49	المبحث الثاني: منهجية الدراسة/الإطار العام لدراسة الحالة
49	المطلب الاول: أسلوب الدراسة ومصادر جمع البيانات
50	المطلب الثاني: مجتمع الدراسة وعينتها
51	المطلب الثالث: متغيرات الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة
51	1. متغيرات الدراسة وفرضياتها
52	2. الأسلوب الإحصائي المعتمد
53	3. خطوات الدراسة
53	المبحث الثالث: مناقشة نتائج التحليل الإحصائي وإختبار الفرضيات
54	المطلب الاول: تقدير نموذج لقياس سعر السهم بدلالة المؤشرات المالية في القطاع البنكي
58	المطلب الثاني: تقدير نموذج لقياس سعر السهم بدلالة المؤشرات المالية في قطاع العقار
62	المطلب الثالث: تقدير نموذج لقياس سعر السهم بدلالة المؤشرات المالية في قطاع التأمين
67	المطلب الرابع: تقدير نموذج لقياس سعر السهم بدلالة المؤشرات المالية في قطاع الإستثمار
71	المطلب الخامس: تقدير نموذج لقياس سعر السهم بدلالة المؤشرات المالية في قطاع المواد
75	خلاصة الفصل
77	الخاتمة
82	قائمة المصادر والمراجع
90	الملاحق
98	فهرس المحتويات