



جمهورية العراق

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة بابل / كلية الإدارة والاقتصاد

قسم الإدارة الصناعية

الدراسات العليا

تأثير ميول مستثمري الأسهم العادية في كفاءة السوق المالي
دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية
للمدة (2015-2020)

رسالة مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة بابل
وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في الإدارة الصناعية

من الطالب

أمير عبید دخیل عباس

بإشراف

أ.د مهدي عطية الجبوري

أ.م.د اسعد منشد محمد

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

(قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ

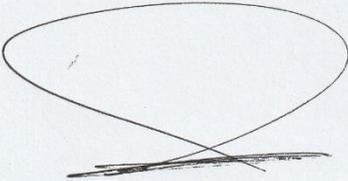
الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ)

صدق الله العظيم

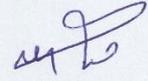
سورة البقرة - الآية ٣٢

إقرار المشرف

أشهد أن الدراسة الموسومة بـ (تأثير ميول مستثمرين الأسهم في كفاءة السوق المالي/ دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية) الذي تقدم بها الطالب (أمير عبيد دخیل عباس) قد جرى تحت إشرافي في قسم الإدارة الصناعية/ كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة بابل وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في الإدارة الصناعية ولأجله وقعت.



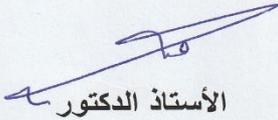
أ.م.د. اسعد منشد محمد



أ.د. مهدي عطية الجبوري

توصية رئيس القسم

بناءً على توصية الأساتذة المشرفين أرشح هذه الدراسة للمناقشة.



مهدي عطية الجبوري

رئيس قسم إدارة الاعمال

إقرار المشرف اللغوي

اشهد ان اعداد هذه الرسالة الموسومة ب (تأثير ميول مستثمرين الأسهم في كفاءة السوق المالي/ دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية) والذي تقدم بها الطالب (امير عبيد دخيل عباس) في قسم الإدارة الصناعية- كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة بابل. جرت مراجعتها لغوياً، وقد اصبحت سليمة من الناحية اللغوية والنحوية ولأجله وقعت.

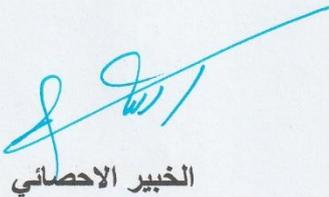
 التوقيع:

د. صلاح سليم الاسم:

٢٠٢١ التاريخ:

إقرار الخبير الاحصائي

ان الرسالة الموسومة (تأثير ميول مستثمرين الاسهم في كفاءة السوق المالي: دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية) الذي تقدم بها الطالب (أمير عبيد دخيل عباس) في قسم الإدارة الصناعية – كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة بابل، وقد تم تقديم الملاحظات الى لجنة المناقشة ولأجله وقعت.



الخبير الاحصائي

أ.م.د. ايهاب عبد السلام

إقرار خبير الاستلال

أشهد ان الرسالة الموسومة (تأثير ميول مستثمرين الاسهم في كفاءة السوق المالي: دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية) الذي تقدم بها الطالب (أمير عبيد دخيل عباس) في قسم الإدارة الصناعية – كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة بابل، قد حددت نسبة الاستلال له تحت اشرافي حتى عدت مؤهله للمناقشة ولأجله وقعت.



خبير الاستلال

م.م شفاء تركي عايز

الإهداء

إلى حكمتي..... وعلمي
إلى أدبي..... وخطمي
إلى طريقي ... المستقيم
إلى طريق..... الهداية
إلى ينبوع الصبر والتفائل والأمل
إلى كل من في الوجود بعد الله ورسوله أُمي الغالية
إلى من جرع الكأس فارغاً ليستيني قطرة حب
إلى من كتَّ أنامله ليقدّم لنا لحظة سعادة
إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم
إلى القلب الكبير والدي العزيز
إلى سندي وقوتي وملاذي بعد الله
إلى من أثروني على أنفسهم
إلى من علموني علم الحياة
إلى من أظهروا لي ما هو أجمل من الحياة إخوتي
الذين كانوا ملاذي وملجئي وتذوقت معهم أجمل اللحظات

إلى من علموني علم الحياة
إلى من أظهروا لي ما هو أجمل من الحياة إخوتي
الذين كانوا ملاذي وملجئي وتذوقت معهم أجمل اللحظات

الشكر والتقدير

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ ﴾

سورة النمل الآية (١٩)

الحمد لله الذي له الحمد كله، والصلاة والسلام على رسوله محمد (صلى الله عليه وسلم)، وعلى اله وصحبه وسلم، فأحمدهُ تعالى أن ألهمني الصبر والقدرة على تحمل الصعاب في ظروف بالغة الصعوبة لإنجاز هذه الدراسة بالمستوى الذي أرجو أن أكون وفقت فيه.

وبعد شكر الله عز وجل أتقدم بعظيم الشكر، ووافر الامتنان والعرفان إلى من شرفني بالإشراف على متابعة هذه الرسالة: أ.د. مهدي عطية الجبوري و أ.م.د. اسعد منشد اللذان بذلا جهداً في تقديم النصح والمشورة، وتوفير المعلومات القيمة، ومدَّ يد العون لي دون ضجر للسير قدماً بالدراسة نحو الأفضل وبجهودهم الكريمة، سائل المولى التقدير أن يجزيهم عني خير الجزاء، ويثيبه الأجر على مساعدتهم التي أسهمت في إتمام وإثراء هذا العمل. وكذلك أشكر كل من ساعد على إتمام هذه الدراسة وقدم لنا العون، ومد لنا يد المساعدة، وزودنا بالمعلومات اللازمة، لإتمام هذه الدراسة، ونخص بالذكر دكتور: احمد عبيد لما أبداه من جهد في المساعدة على اتمام هذه الدراسة، والشكر موصول للخبيرين العلمي واللغوي.

ولا يفوتني أن أتقدم بخالص شكري وتقديري إلى جميع الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة، وجميع الأساتذة الذين شاركوا وأبدوا ملاحظاتهم في الحلقات النقاشية التي جرى عقدها لهذه الدراسة. وأقدم شكري وتقديري إلى عمادة كلية الإدارة والاقتصاد، ومن الواجب أن أقدم امتناني إلى العاملين في سوق العراق للأوراق المالية على مساعدتي في توفير المعلومات والبيانات اللازمة.

المستخلص

تهدف هذه الدراسة الى بيان مدى تأثير ميول مستثمري الأسهم العادية في كفاءة السوق المالية. وتبرز مشكلة الدراسة من وجود الجدل الفكري في تحديد العوامل السلوكية وتأثيرها على كفاءة السوق المالي من خلال التوقعات التي تأخذ اشكالا مختلفة تتفاوت بين المتفائلة والمتشائمة والعقلانية مما قد يكون لها تأثير مختلف على كفاءة السوق أو قد لا يكون لها تأثير وهذا ما يرتبط بمدى تجانس او عدم تجانس هذه المعتقدات ومن ثم تأثيرها على أسعار وعوائد الأسهم المتداولة. وتأتي أهمية الدراسة من أهمية متغيرات الدراسة التي كان المتغير المستقل للدراسة هو ميول مستثمري الاسهم العادية والمعتمد هو كفاءة السوق المالي، وكان مجتمع الدراسة هو سوق العراق للأوراق المالية وعينة الدراسة هي مجموعة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وهي 11 شركة للفترة 2015-2020 والبيانات الشهرية لهذه الشركات، وتم استخدام الادوات الاحصائية المتمثلة بالانحدار المتعدد والارتباط المتسلسل ونموذج AR1 واستخدام أنموذج السير العشوائي لتحليل العلاقة بين المتغيرات واختبار كفاءة السوق العراقي. تبرز نتائج هذه الدراسة ان هناك علاقة ارتباط لبعض مؤشرات المتغير المستقل مع المتغير التابع، وهناك علاقة تأثير لبعض مؤشرات المتغير المستقل مع المعتمد، وان سوق العراق للأوراق المالية غير كفوء وان وجدت الكفاءة في بعض الاختبارات هي في الشكل الضعيف للكفاءة. ان اهم التوصيات لهذه الدراسة كانت ضرورة دراسة الارتباطات والعلاقات بين المؤشرات الخاصة بميول مستثمري الأسهم العادية وكفاءة السوق المالي ومتابعة تأثيرها وانعكاس هذا التأثير على حجم التداولات والتقلبات في الأسعار والعوائد وأسعار الفائدة وغيرها من العوامل البيئية والاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: ميول مستثمري الاسهم، قرارات الاستثمار، كفاءة السوق المالي

قائمة المحتوى

الصفحة	الموضوع
	الآية
أ	الإهداء
ب	شكر وتقدير
ت	مستخلص الدراسة
ث-ج	المحتوى
ج-ح-خ	الجداول
خ-د	الأشكال
ذ	الملاحق
2-1	المقدمة
27-4	الفصل الأول / منهجية الدراسة وبعض الجهود المعرفية السابقة
11-4	المبحث الأول: منهجية الدراسة
5-4	مشكلة الدراسة
5-6	أهمية الدراسة
7-6	اهداف الدراسة
7	أسباب اختيار الموضوع
7-8	المخطط الفرضي للدراسة
10-8	فرضيات الدراسة
11-10	حدود الدراسة
11	منهج الدراسة
12-11	مؤشرات القياس
27-13	المبحث الثاني: بعض الجهود المعرفية السابقة
19-13	بعض الاسهامات المعرفية العربية
25-19	بعض الاسهامات المعرفية الاجنبية
27-26	اوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية
27	الفائدة من الدراسات السابقة والدراسة الحالية
88-29	الفصل الثاني/ الجانب النظري
57-29	المبحث الأول: ميول مستثمري الأسهم العادية
32-29	مفهوم ميول المستثمرين
36-33	مداخل تفسير ميول المستثمرين
37-36	أنواع ميول المستثمرين
39-37	العوامل التي تؤثر في ميول المستثمرين
41-39	تحليل ميول مستثمري الاسهم
41-49	العوامل التي تؤثر في عملية التداول
50-49	تأثير ميول مستثمري الأسهم في الأسواق المالية
51-57	مؤشرات قياس ميول المستثمرين

84-58	المبحث الثاني: كفاءة السوق المالي
59-58	لمحة تاريخية عن كفاءة السوق
60	مفهوم كفاءة السوق المالي
61	اهمية السوق المالي الكفوءة
63-62	انواع الكفاءة للأسواق المالية
67-63	اشكال كفاءة السوق المالي
70-68	خصائص السوق المالي الكفوءة
71-70	الدروس الستة للكفاءة
78-71	نماذج سلوك الورقة المالية
81-78	مؤشرات قياس كفاءة السوق المالي
83-81	تناقضات فرضية السوق المالي الكفوءة
84-83	دلالات كفاءة السوق المالي
88-85	المبحث الثالث: العلاقة الترابطية لمتغيرات الدراسة
161-90	الفصل الثالث: التحليل الاحصائي واختبار فرضيات الدراسة
118-90	المبحث الأول: التحليل الاحصائي
90	العينة المدروسة
91-90	الإحصاء الوصفي
118-91	اختبار فرضيات الدراسة
161-119	المبحث الثاني: اختبار كفاءة السوق المالي
135-119	قياس كفاءة بعض قطاعات سوق العراق
141-135	اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات
161-141	اختبار نموذج السير العشوائي
167-163	الفصل الرابع: الاستنتاجات والتوصيات والمقترحات
165-163	المبحث الأول: الاستنتاجات
167-166	المبحث الثاني: التوصيات والمقترحات
167-166	التوصيات
167	المقترحات
183-169	المصادر
169	المصادر العربية
183-169	المصادر الانكليزية

الجدول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
9	الاكتتاب خلال السنوات العشرة الماضية	1-2
91	قيم الإحصاءات العامة لمتغيرات الدراسة	1-3
92	معاملات الارتباط بين المتغيرات	2-3

98	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x1 في y1	3-3
99	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x2 في y1	4-3
100	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x3 في y1	5-3
101	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x4 في y1	6-3
103	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x1 في y2	7-3
104	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x2 في y2	8-3
105	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x3 في y2	9-3
106	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x4 في y2	10-3
107	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x1 في y3	11-3
108	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x2 في y3	12-3
109	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x3 في y3	13-3
111	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x4 في y3	14-3
112	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x1 في y4	15-3
113	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x2 في y4	16-3
115	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x3 في y4	17-3
116	معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها x4 في y4	18-3
120	معاملات الارتباط المتسلسل للتخلفات (t=1,2,...,7) لمتغير y2	19-3
123	معاملات الارتباط المتسلسل للتخلفات (t=1,2,...,7) لمتغير y3	20-3
126	معاملات الارتباط المتسلسل للتخلفات (t=1,2,...,7) لمتغير y4	21-3
130	نتائج متغير y2 لإنموذج AR(1)	22-3
132	نتائج متغير y3 لإنموذج AR(1)	23-3
134	نتائج متغير y4 لإنموذج AR(1)	24-3
142	نتائج اختبار جذر الوحدة او دكي- فولر الموسع للمتغير y2	25-3
143	نتائج اختبار جذر الوحدة او دكي- فولر الموسع للمتغير y3	26-3
144	نتائج اختبار جذر الوحدة او دكي- فولر الموسع للمتغير y4	27-3
145	نتائج اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test) y2	28-3
146	نتائج اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test) y3	29-3
147	نتائج اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test) y4	30-3
149	نتائج اختبار الدورات (Runs Test) للمتغير y2	31-3

150	نتائج اختبار الدورات (Runs Test) للمتغير y3	32-3
151	نتائج اختبار الدورات (Runs Test) للمتغير y4	33-3
152	نتائج اختبار إنموذج غارج (1,1) The GARCH Model	34-3
153	نتائج اختبار إنموذج غارج (1,1) The GARCH Model	35-3
155	نتائج اختبار إنموذج غارج (1,1) The GARCH Model	36-3
157	نتائج اختبارات الأربعة لبيانات المتغير y2	37-3
158	نتائج اختبارات الأربعة لبيانات المتغير y3	38-3
159	نتائج اختبارات الأربعة لبيانات المتغير y4	39-3
160	نتائج اختبارات الأربعة للمتغيرات y2,y3,y4	40-3

الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
8	المخطط الفرضي للدراسة	1-1
42	التحيزات والتأثيرات التي تواجه المستثمرين	2-1
92	الارتباطات بين المتغيرات	1-3
98	علاقة تأثير X1 في Y1	2-3
99	علاقة تأثير X2 في Y1	3-3
100	انتشار قيم X2 في Y1	4-3
100	علاقة تأثير X3 في Y1	5-3
101	علاقة تأثير X4 في Y1	6-3
102	قيم اختبار t لاثر المتغيرات المستقلة الأربعة في المتغير Y1	7-3
102	شكل علاقة تأثير X1 في Y2	8-3
103	انتشار قيم X1 في Y2	9-3
104	علاقة تأثير X2 في Y2	10-3
105	علاقة تأثير X3 في Y2	11-3
106	علاقة تأثير X4 في Y2	12-3
107	قيم اختبار t لاثر المتغيرات المستقلة الأربعة في المتغير Y2	13-2
107	علاقة تأثير X1 في Y3	14-3

108	علاقة تأثير X2 في Y3	15-3
109	علاقة تأثير X3 في Y3	16-3
110	انتشار قيم X3 في Y3	17-3
111	علاقة تأثير X4 في Y3	18-3
112	قيم اختبار t لاثر المتغيرات المستقلة الاربعة في المتغير Y3	19-3
112	علاقة تأثير X1 في Y4	20-3
113	علاقة تأثير X2 في Y4	21-3
114	انتشار قيم X2 في Y4	22-3
115	علاقة تأثير X3 في Y4	23-3
116	انتشار قيم X3 في Y4	24-3
116	علاقة تأثير X4 في Y4	25-3
117	انتشار قيم X4 في Y4	26-3
118	قيم اختبار t لاثر المتغيرات المستقلة الاربعة في المتغير Y4	27-3
122	معاملات الارتباط المتسلسل للقطاعات قيد البحث لمتغير y2	28-3
125	معاملات الارتباط المتسلسل للقطاعات قيد البحث لمتغير y3	29-3
128	معاملات الارتباط المتسلسل للقطاعات قيد البحث لمتغير y4	30-3
133	كفاءة السوق المالي لمتغير Y3	32-3
135	كفاءة السوق المالي لمتغير Y4	33-3
137	التوزيع الطبيعي للمتغير Y2	34-3
139	التوزيع الطبيعي للمتغير Y3	35-3
141	التوزيع الطبيعي للمتغير Y4	36-3
156	قيم p value للاختبارات الأربعة للمتغير y2 وللشركات الداخلة في الدراسة	37-3
156	قيم p value للاختبارات الأربعة للمتغير y3 وللشركات الداخلة في الدراسة	38-3
156	قيم p value للاختبارات الأربعة للمتغير y4 وللشركات الداخلة في الدراسة	39-3

الملاحق

الرقم	العنوان
1	البيانات الشهرية لشركات عينة الدراسة X1
2	نبذة عن شركات عينة الدراسة X2

المقدمة

إنّ النظام المالي العراقي يمثل المؤسسات والأسواق والقوانين والإجراءات التنظيمية والتقنيات التي يتم من خلالها تداول الأصول النقدية والمالية كالأسهم والسندات وغيرها، ويكون دور النظام المالي محوريا في المجتمعات المعاصرة، فهو يؤمن انتقال الموارد المالية الفائضة من المدخرين الى المقترضين من أجل الاستثمار أو الاستهلاك، ويقدم الوسائل والأدوات المالية التي تسهم في تعزيز التنمية الاقتصادية للبلد.

إنّ نظرية التمويل السلوكية لم تكن قبل اربعة عقود شائعة كما هو اليوم. فكفاءة الأسواق وعقلانية المستثمرين وفرص المراجعة غير المحدودة ذات أهمية في مكونات النظرية المالية الكلاسيكية. التي تم التشكيك فيها كثيرا، إذ وجد الباحثون والمهتمون امثال Bachelier & Shefrin ادلة بأن أسواق المال تتصف بعدم الكفاءة في بعض اسواق المالية، وان بعض المستثمرين لا يتمتعون بالعقلانية، وان فرص المراجعة عندهم محدودة.

لذا فالفكر البشري لا يعتمد فقط على تحليل النماذج الرياضية فقط، انما لا بد من وجود مؤثرات اخرى متمثلة بالعاطفة والسلوك البشري والجوانب النفسية التي تدفع بالمستثمرين إلى الانفعال مع الاحداث المختلفة في الأسواق مثل الازمات، إذ أنّ هذه الاحداث عكست الشعور أو العاطفة الانسانية لمعتقدات احتمالية قد تكون صحيحة أو غير صحيحة حول احداث السوق المالية، إذ أن المستثمرين قد اتبعوا غرائزهم. ومن هنا يبدو أن ميول المستثمرين ليس لها وجود في النظرية الكلاسيكية، بل هي متلازمة مع النظرية السلوكية لاعتماد النظرية السلوكية على علمي النفس والاجتماع، وتشير التطورات الجديدة في التمويل بان ميول المستثمرين حقيقة ولها تأثير على الأسهم المالية في الأسواق المالية، لذا تكثفت الجهود في إعداد الدراسات الموسعة التي تحققت فيما إذا كان هناك علاقة تأثير بين ميول المستثمرين والعوائد المتحققة في عمليات الاستثمار وامكانية فهم وتفسير سلوك المستثمرين تجاه الأوراق المالية.

لذا لا بد من ان نتعرف على العوامل والتحيزات التي تؤثر في ميول المستثمرين لأنها من الادوات المهمة في تقييم الاداء الاستثماري وكيف تؤثر ميول المستثمرين في عوائد الأسهم المالية، والتعرف على المشاكل السلوكية والاجتماعية التي تواجه المستثمرين. لذا ان الانفعالات والحركات والنقلبات في الأسواق لم تأت فقط من بيئة عقلانية انما في الوقت نفسه سلوك بشري وتعكس ميول شخصية وردود فعل جماعية.

الهدف الرئيس للدراسة بيان مدى تأثير ميول مستثمري الأسهم في كفاءة السوق المالي، باستخدام مؤشرات عدة معتمدة وان المؤشرات المالية عديدة ومختلفة وتختلف بياناتها من سوق الى اخر حسب قاعدة بيانات تلك

الأسواق وأهميتها ونشاط السوق المالية، وقد تناولت الدراسة أيضاً مفهوم فرضية السوق المالي الكفاءة (EMH) على نطاق واسع في ادبيات الادارة المالية ولكن لا يوجد إجماع بين الأكاديميين فيما إذا كانت الأسواق المالية كفاءة فعلاً أم لا. بالرغم من أنه كان يعتقد ان بعض الاسواق المالية قد تتصف بالكفاءة الا انه وجد بالآونة الأخيرة في الدراسات المالية أن الأسواق المالية تعد غير كفاءة مما أدى الى التشكيك في صحة فرضية السوق المالي السوق الكفاءة، كما اشارت العديد من الدراسات والبحوث الى ان الاسواق المالية قد تكون كفاءة لمدة زمنية معينة بغض النظر عن حقيقة أن مستوى الكفاءة قد يتغير بمرور الزمن.

تكونت الدراسة من اربعة فصول تناول الفصل الاول مبحثين خصص المبحث الاول منهجية الدراسة، وتناول المبحث الثاني بعض الإسهامات الفكرية العربية والاجنبية. والفصل الثاني وهو الجانب النظري وتكون من ثلاث مباحث تناول المبحث الاول ميول المستثمرين والخلفية التاريخية وتحليل الميول والتعرف على العوامل والسلوك التي تؤثر بالميول وانواع المؤشرات المالية المستخدمة في قياس الميول والمبحث الثاني كفاءة السوق المالي والخلفية التاريخية ومفهوم السوق المالي الكفاءة واشكال السوق المالي الكفاءة وايضاً مؤشرات السوق المالي الكفاءة ونماذج الورقة المالية ونموذج السير العشوائي واللعبة العادلة، والمبحث الثالث تناول الربط الفكري، اما الفصل الثالث فتكون من مبحثين المبحث الأول هو التحلل الاحصائي الذي يبين علاقة التأثير والارتباط بين متغيرات الدراسة ونتائج هذا التحليل، اما المبحث الثاني فقد كان لاختبار كفاءة السوق المالي باستخدام نموذج السير العشوائي عن طريق عدة اختبارات اختبار جذر الوحدة و اختبار الارتباط الذاتي و اختبار الدورات واختبار نموذج غارج. اما الفصل الرابع فقد تضمن الاستنتاجات والتوصيات للدراسة.

الفصل الاول

منهجية الدراسة وبعض الجهود

المعرفية السابقة

- المبحث الاول: منهجية الدراسة
- المبحث الثاني: الجهود المعرفية السابقة

المبحث الاول

منهجية الدراسة Study Methodology

توطئة

يتناول هذا المبحث منهجية الدراسة والتي تعد من الجوانب المهمة والاساسية للدراسة كونها تمثل خارطة الطريق اذ يتم فيها تحديد مشكلة الدراسة واهميتها واهدافها والمخطط الفرضي للدراسة وفرضيات الدراسة، مع عرض نبذة تعريفية عن السوق المبحوث الى جانب تحديد الاساليب الاحصائية المستخدمة في الدراسة واساليب جمع البيانات، اذ يمكن تناول هذا الدراسة من خلال الفقرات في ادناه:

اولاً: مشكلة الدراسة study problem

تفترض النظرية المالية التقليدية إنَّ المشاركين في الاسواق المالية يتخذون قرارات عقلانية ورشيدة في معظم الاحيان، وان هذا الافتراض ليس صحيحاً، ويتجلى ذلك في كثير من الاحيان بالتحيزات السلوكية Behavioral Biases كالإفراط في الثقة Over confidence و سلوك القطيع Behavior Herding والنفور من الخسارة والعواطف والحالة النفسية وعوامل خارجية تؤثر على سلوك وميول المستثمرين مثل (المعتقدات ، شهر رمضان ، الاعياد، الاشاعات ، المناسبات الدينية ، وغيرها...) اذ ان تلك العوامل تؤثر في نفسية وميول اغلب المستثمرين مما يغلب عليهم اتخاذ القرارات غير عقلانية متأثرة بالعوامل والتحيزات السلوكية ولا يمكن التنبؤ بها. ومن ثم يظهر أثرها على كفاءة السوق المالي وينتج عنها حالات شاذة في الاسواق المالية. وهذا يتناقض مع النظرية المالية التقليدية.

يعاني سوق العراق المالي من تزايد التغيرات في اسعار الادوات المالية ومن ثم تزايد التقلبات في اسواق المال وعدم التأكد وصعوبة التنبؤ بالعوائد المستقبلية، ويرجع ذلك الى عدد من العوامل السلوكية. اذ يختلف سلوك المستثمرين في اسواق الاوراق المالية وتعاملهم من مستثمر لأخر، وتلك السلوكيات ترتبط بالدوافع والرغبات والحاجات التي تبني عليها القرارات، اذ ان هذا الاختلاف ينعكس على مؤشرات كفاءة السوق المالي ومن ثم على عوائد ومخاطر الاسهم. ومن خلال مراجعة العديد من الادبيات السابقة في الادارة المالية، اذ ان متغيرات الدراسة الحالية (تأثير ميول مستثمري الأسهم في كفاءة السوق المالي) ما زالت مثيرة للجدل الفكري في تحديد تأثير ميول المستثمرين وقياسها على المستويين النظري والتطبيقي، اذ لم يصل الباحثون والدارسون الى مستوى النضج من

المعرفة لهذه المفاهيم بما يساعد على تحديد أثرها في تحقيق اهداف المستثمر، ويمكن توضيح مشكلة الدراسة في التساؤلات الآتية:

1. كيف تتأثر كفاءة السوق المالي بميول مستثمري الاسهم العادية؟
2. هل توجد علاقة بين ميول المستثمرين وكفاءة السوق المالي؟ وما مدى درجتها؟
3. كيف يمكن قياس ميول مستثمري الأسهم العادية؟
4. هل يمكن التحقق من قياس الارتباطات المعنوية بين مختلف شركات سوق العراق للأوراق المالية مع الفترة الزمنية أو التخلفات أو الابطاءات ال(Lag)؟
5. ما هو واقع ميول مستثمري الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية؟ ما مدى استجابة كفاءة السوق المالي للتغير في ميول مستثمري الاسهم؟

ثانياً: اهمية الدراسة importance of the study

تكمن اهمية الدراسة في الدور الحاسم التي تؤديه الاسواق المالية في اقتصاديات البلدان النامية والمتطورة، واي عامل يؤثر في هذه الاسواق يعد عاملاً مهماً على اقتصاد البلد. والعوامل السلوكية والاجتماعية تؤثر على سلوك المستثمرين. وبذلك تتأثر كفاءة السوق المالي بتلك العوامل السلوكية لتغير بذلك توجهات المستثمرين ونتيجة ارتفاع او انخفاض تأثير هذه العوامل تنشأ المخاطرة والتهديد للمستثمرين وحالة عدم التأكد والتنبؤات الفاشلة بمتغيرات الاسواق المالية. وتبرز اهمية العلوم النفسية والسلوكية في تفسير شعور وعاطفة المستثمرين في الاسواق المالية. اذ يؤكد التمويل السلوكي في تحقيق الاستخدام الكامل لظواهر السوق بوصفها الية صنع القرارات الاستثمارية للمستثمرين في خيارات المستثمر المختلفة التي تكون محفوفة بالمخاطر المختلفة، وفهم تلك الظواهر يتطلب فهم النواحي السيكولوجية للمستثمرين وطبيعة مخاطر الاسواق، اذ لا بد من التركيز بشكل معمق على المشاكل النفسية التي تواجه المستثمرين، لما له من اثر كبير في كفاءة السوق المالي، وحسب وجهات النظر، فان بعض الباحثين يؤيد وجود اثر لميول المستثمرين سواء ايجابية او سلبية، لذا تعد دراسة ميول المستثمرين من الضروريات للتنبؤ و التوقع بعوائد الاستثمار مع امكانية فهم وتفسير سلوك المستثمرين تجاه الاوراق المالية. ويمكن تلخيص اهمية الدراسة بالآتي:

1. كيفية تأثير ميول مستثمري الاسهم في كفاءة السوق المالي بواسطة التحيزات السلوكية في القطاعات (المصارف، الصناعة، التأمين، الاتصالات) لسوق العراق للأوراق المالية، والمقارنة بين قطاعات هذا السوق.
2. تناول الدراسة مؤشرات مالية مطبقة في اسواق عالمية اذ تختلف في قوة اسواقها وعواملها الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والعلمية.
3. تعزيز الفناعة المستثمر بهذه الميول وتأثيرها على قراراتهم الاستثمارية في سوق العراق للأوراق المالية.
4. تحفيز الباحثين إلى التوجه نحو الدراسات والبحوث الاخرى فيما يرتبط بالتمويل السلوكي وتأثيره في القرارات الاستثمارية.

ثالثاً: اهداف الدراسة objectives of the study

تهدف الدراسة الى معرفة تأثير ميول مستثمري الأسهم في كفاءة السوق المالي من خلال دراسة القطاعات (المصارف، التأمين، الصناعة، الاتصالات) في اسواق العراق للأوراق المالية. واستخدمت مؤشرات مالية يحقق توفرها في الاسواق وهي (حجم التداول، القيمة السوقية، مقسوم الأرباح، نسبة السعر الى عائد السهم). لبيان تأثير ميول المستثمرين وقياس تلك الميول، وتمت دراسة الموضوع لقطاعات السوق باستخدام البيانات الشهرية ل (المصارف، التأمين، الصناعة، الاتصالات) لمعرفة سلوك المستثمرين في الاسواق المالية ومدى تأثير كفاءة السوق المالي بذلك، ويمكن استعراض اهداف الدراسة بالآتي:

1. بيان هل ان سوق العراق للأوراق المالية ذات ميول سالبة أم ميول ايجابية، ومن تم تأثيرها على كفاءة السوق المالي باستخدام نموذج الانحدار المتعدد.
2. استخدام انموذج السير العشوائي لاختبار كفاءة السوق المالي.
3. تحديد أي شكل من الاشكال الكفاءة يتصف بها سوق العراق للأوراق المالية.
4. استخدام الاختبارات الإحصائية المتعددة لتحديد كفاءة السوق المالي.
5. تطبيق نموذج الميول الكمي للسوق المدروس.
6. قياس مدى استجابة ميول مستثمري الأسهم في كفاءة السوق المالي.

7. عرض الاطار النظري والفكري المرتبط بمتغيرات الدراسة.

8. اثناء المكتبة العربية بدراسة ميول المستثمرين.

رابعاً: مبررات اجراء الدراسة Justifications for study interviews

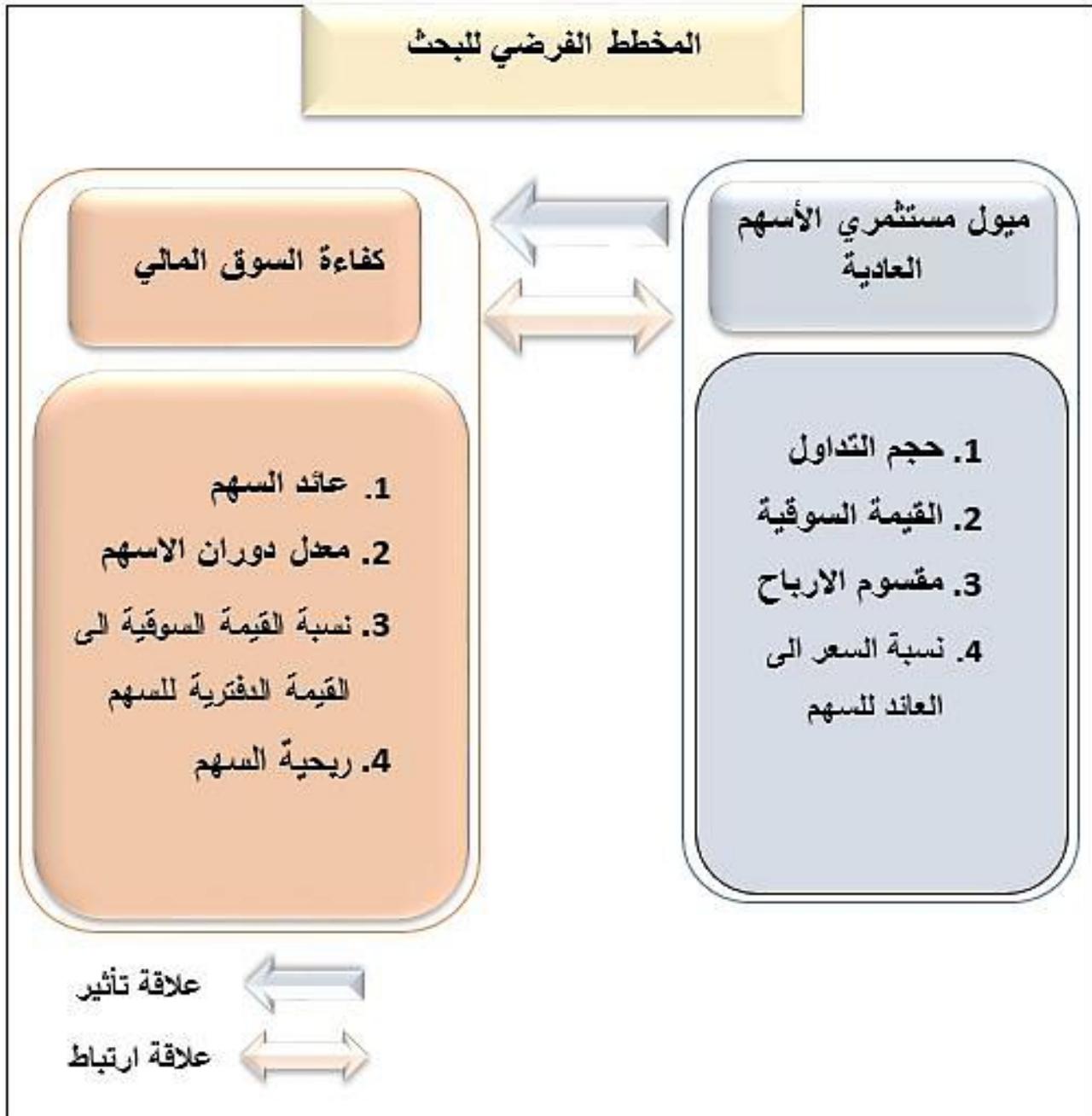
ان من الأسباب التي دفعت الباحث لاختيار الموضوع هي الاتي:

1. محاولة اثناء المكتبة العراقية بهذا الموضوع من الحقل المعرفي في الإدارة المالية والحديث على حد علم الباحث.
2. اهمية المعلومات المرتبطة بالعوامل السلوكية والنفسية والتي لها تأثير كبير على اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية بأنواعها.
3. الاهتمام المتزايد من المستثمرين بالمعلومات المرتبطة باتخاذ قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة فيه.
4. رغبة الباحث في التخصص في هذا الحقل المعرفي والتعمق أكثر في مجال الادارة المالية.

خامساً: المخطط الفرضي للدراسة planned hypothesis of study

وضع مخطط عام للدراسة وفقاً لتصورات الباحث وفي ضوء مشكلة الدراسة واهدافها، اذ تمثل ميول مستثمري الاسهم بمتغيراتها الاقتصادية (حجم التداول، القيمة السوقية، مقسوم الأرباح، مؤشر نسبة السعر الى العائد للسهم) وسوف يتم الاعتماد على النموذج الكمي انسجماً مع توجهات الموضوع في حقل الإدارة المالية والذي يستند على الجانب الكمي استناداً الى دراسة Baker & Wugler وفق نموذج Baker & Wugler 2006 للمتغير المستقل، والمتغير المعتمد هو كفاءة السوق المالي من خلال المؤشرات (عائد السهم، معدل دوران الاسهم، مؤشر نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، ربحية السهم)، وسيتم اختبار قوة الارتباط بين متغيري الدراسة، واختبار تأثير المتغير المستقل بالمتغير المعتمد.

والشكل الاتي يبين المخطط الفرضي للدراسة:



شكل (1-1) يبين المخطط الفرضي للدراسة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على المصادر العلمية ذات العلاقة بموضوع التمويل

سادساً: فرضيات الدراسة study hypotheses

في ضوء مشكلة الدراسة وأهميتها وأهدافها يمكن صياغة الفرضيات الآتية:

1. الفرضية الرئيسية الأولى (HO1) لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين ميول مستثمري الاسهم

وكفاءة السوق المالي بالنسبة للقطاعات في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

وتتفرع منها الفرضيات الفرعية الآتية:

أ- الفرضية الفرعية الأولى (HO11) لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين حجم تداول الأسهم

وكفاءة السوق المالي بمؤشراته في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

ب- الفرضية الفرعية الثانية (HO12) لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين القيمة السوقية

للأسهم وكفاءة السوق المالي بمؤشراته في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق

المالية.

ت- الفرضية الفرعية الثالثة (HO13) لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين مقسوم الأرباح

وكفاءة السوق المالي بمؤشراته في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

ث- الفرضية الفرعية الرابعة (HO14) لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين نسبة سعر إلى

العائد للسهم وكفاءة السوق المالي بمؤشراته في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق

للأوراق المالية.

2- الفرضية الرئيسية الثانية (HO2) لا يوجد تأثير معنوية بين ميول مستثمري الاسهم العادية في

كفاءة السوق المالي في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

وتتفرع منها الفرضيات الفرعية الآتية:

أ- الفرضية الفرعية الأولى (HO21) لا يوجد تأثير معنوية بين حجم تداول الأسهم وكفاءة السوق

المالي بمؤشراته في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

ب- الفرضية الفرعية الثانية (HO22) لا يوجد تأثير معنوية بين القيمة السوقية وكفاءة السوق

المالي بمؤشراته في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

- ت- الفرضية الفرعية الثالثة (HO23) لا يوجد تأثير معنوية بين مقسوم الأرباح وكفاءة السوق المالي بمؤشراته في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
- ث- الفرضية الفرعية الرابعة (HO24) لا يوجد تأثير معنوية بين نسبة السعر إلى عائد السهم وكفاءة السوق المالي بمؤشراته في شركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

- 3- الفرضية الرئيسية الثالثة (HO3) ان السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة أي مستقرة (Stationary) ومن ثم لا تتبع انموذج السير العشوائي.
- 4- الفرضية الرئيسية الرابعة (HO4) يوجد ارتباط في سلسلة البيانات ومن ثم لا يوجد اتباع لإنموذج السير العشوائي.
- 5- الفرضية الرئيسية الخامسة (HO5) يوجد فروقات بين عدد الدورات المتوقعة وعدد الدورات الفعلية ومن ثم ان السلسلة لا تتبع انموذج السير العشوائي.
- 6- الفرضية الرئيسية السادسة (HO5) ان السلسلة تتبع انموذج السير العشوائي ومن ثم محصلة كل من المعاملات اصغر من الواحد.

سابعاً: حدود الدراسة the limit of study

1. الحدود الزمانية:

شمل الدراسة على البيانات الشهرية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2015 الى 2020) بواقع (72) مشاهدة.

2. الحدود المكانية للدراسة:

تمثلت الحدود المكانية للدراسة بسوق العراق للأوراق المالية، اذ تم اختيار عينة من مجموعة شركات ممثلة بأربعة قطاعات الاقتصادية (المصارف، التأمين، الصناعة، الاتصالات) فضلا عن زيارة الموقع الالكتروني للسوق العراق للأوراق المالية. وفي ادناه المواقع الالكترونية لسوق العراق:

- الموقع الالكتروني لسوق العراق للأوراق المالية:

<http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html>

3. متغيرات الدراسة:

تكونت الدراسة من متغيرين هما: ميول مستثمري الاسهم العادية واختيار متغيرات مالية هي (حجم التداول، القيمة السوقية، مقسوم الارباح، نسبة السعر الى العائد للسهم) كمتغير مستقل. ومتغير معتمد كفاءة السوق المالي شمل على متغيرات مالية (عائد السهم، معدل دوران الاسهم، نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، ربحية السهم).

ثامناً: منهج الدراسة study methodology

اعتمد الباحث المنهج الوصفي التحليلي لمتغيرات الدراسة بعد استعمال الاساليب الاحصائية وبرنامج v.24 spss، وبرنامج EXCEL v.13، وبرنامج gretl و AMOS vr. 24 وذلك لعرض المفاهيم والمعلومات الخاصة بمجال الدراسة وتفسير تلك المعلومات وتحليلها واستخلاص النتائج منها وتفسير البيانات الشهرية التاريخية ل(سوق العراق للأوراق المالية) للقطاعات (المصارف، الصناعة، التأمين، الاتصالات) بواقع 11 شركة و72 مشاهدة وتم دراسة المتغيرات عبر اسلوب تحليلي.

تاسعاً: مؤشرات القياس Measurement indicators

هناك الكثير من المؤشرات المالية التي من الممكن اخذها بعين الاهتمام، لكن تم الاعتماد على البيانات والمؤشرات في ادناه لتوفيرها مجتمعة في البيانات الشهرية في سوق العراق للأوراق المالية وهي تشمل:

1- مؤشرات المتغير المستقل وهو ميول مستثمري الأسهم العادية ويتم قياسه بالآتي:

أ- مؤشر قياس حجم التداول

OBV = OBV السابق \pm حجم التداول (مطلق، 2019: 72).

OBV: المستوى الحالي لمؤشر حجم التداول الإجمالي

OBV السابق: مستوى مؤشر حجم التداول الاجمالي لليوم السابق

حجم التداول: احداث حجم التداول ويمكن ان يكون موجباً أو سالباً أو صفراً

ب- مؤشر قياس القيمة السوقية

القيمة السوقية = سعر السهم * الأسهم المدرجة للشركة" (Pavone,2019:39)

ت- مقسوم الأرباح

مقسوم الارباح: القيمة السوقية للملكية /القيمة الدفترية للملكية (Sigtas karpavicius&Fan,2015:31)

ث- مؤشر نسبة السعر الى العائد للسهم (P/E)

P/E: سعر السهم / عائد السهم (Mehwish kahn,2018:35)

2- مؤشرات المتغير التابع هو كفاءة السوق المالي ويتم قياسه بالآتي:

أ- عائد السهم

عائد السهم = (السعر الأصلي-السعر الجديد) / السعر الأصلي * 100 (Ross,2011:23)

ب- معدل دوران الأسهم

معدل دوران الأسهم: الأسهم المتداولة / الأسهم المدرجة * 100 (Wurgler,2006:5)

ت- نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية

القيمة السوقية للسهم/ القيمة الدفترية للسهم (Ellis and Thomas,2014:12)

ث- ربحية السهم

ربحية السهم = (صافي الدخل -توزيعات أرباح الأسهم الممتازة) ÷ الأسهم المصدرة في نهاية الفترة

(Roderiguez,2018:27)

المبحث الثاني

بعض الجهود المعرفية السابقة لمتغيرات الدراسة

Some previous knowledge contributions to the study variables

توطئة:

يتناول هذا المبحث استعراض بعض الادبيات والدراسات السابقة ومعرفة الاعمال التي انجزت من الباحثون والاكاديميون حول موضوع ميول مستثمري الأسهم في كفاءة السوق المالي والذي يعد بمثابة الطريق لاستكشاف وقراءة النصوص المناسبة التي تساعد الباحث على الاحاطة بهذا الموضوع وضبطه بشكل جيد، فالبحوث والدراسات السابقة هي مصدر لا يمكن الاستغناء عنه لأي باحث، لان كل بحث ما هو الا امتداد للبحوث التي سبقته، وعليه جاء هذا المبحث لاستعراض بعض هذه الادبيات والاسهامات الفكرية السابقة ذات العلاقة بمتغيرات الدراسة الحالية بهدف الافادة من اجراءاتها وجانبها النظري، ويمكن استعراض هذه الدراسات حسب ترتيب المتغيرات في موضوع الدراسة من كونه متغيراً (مستقلاً، تابعاً)، تعد الاسهامات المعرفية السابقة مصدر رئيس يسهم في تطوير الجهود البحثية للدراسات العلمية وبلورتها، لاسيما عندما تنطلق هذه الدراسة من نقطة انتهاء البحوث والدراسات الخاصة بالموضوع في سلسلة تكميلية لها لا تتضمن التكرار، وقد اعتمد الباحث على تلك الاسهامات من أجل إثراء الدراسة الحالية بالحقائق العلمية. وفيما يأتي سنستعرض بعض الاسهامات المعرفية العربية والاجنبية حسب تسلسلها الزمني.

كما يتناول بعض الدراسات السابقة للباحثين التي اهتمت وتناولت متغيرات الدراسة فضلا عن موقع الدراسة بالنسبة للدراسات السابقة وما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة. وهو بذلك يقسم على قسمين:

اولاً: بعض الاسهامات المعرفية العربية

أ- الاسهامات المعرفية العربية التي تناولت متغير ميول مستثمري الأسهم العادية

1- دراسة ميثم وفرحان، 2015

عنوان الدراسة: "من المالية التقليدية الى المالية السلوكية - دراسة نظرية لاهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية"

تهدف هذه الدراسة الى الكشف عن اهم النظريات المالية السلوكية والاسس والافتراضات التي بنيت على اساسها هذه الفرضيات وايضا عرض اهم التحديات التي واجهت النظريات المالية التقليدية وردود الافعال عن هذه التحديات. ان عجز المالية التقليدية في تفسير ظواهر الشاذة في اسواق المال، ومعرفة ما هي العناصر الاكثر تأثيرا في قرارات المستثمرين؟ وهل استطاعت النظرية المالية تفسير الشذوذ في الاسواق؟ اذ تهتم بدراسة وفهم سلوك المستثمر من خلال إدراك العناصر السلوكية والنفسية التي تقود الى اتخاذ قرار شراء او بيع الاوراق المالية لأنه سيساعد على فهم والتنبؤ بالحركات المستقبلية للسوق بشكل دقيق، ومن ثم تحقق عائد اعلى وتجنب المخاطرة. وان فرضية الدراسة تنص على ان هناك قدرة لمدخل المالية السلوكية على تفسير الظواهر الغريبة والشاذة في اسواق الاسهم التي لم تستطع النظرية المالية التقليدية تفسيرها. وقد توصلت الدراسة الى نتائج مفادها، ان المالية السلوكية تعد بديلا اخر لتسعير الموجودات المالية باستخدام المتغيرات الاجتماعية والنفسية بالتأثير على العائد والمخاطرة، اذ ان المالية السلوكية هي مكمل للمالية التقليدية.

2- دراسة الحموي 2016

عنوان الدراسة: " تأثير العوامل السلوكية في عوائد الاسهم "

تهدف الدراسة الى اختبار عاملين خارجيين يؤثران وبشكل ملحوظ على نفسية ومعنوية غالبية المستثمرين في فترة زمنية واحدة. مما قد يؤثر على قراراتهم الاستثمارية ويؤدي الى اتخاذ قرارات متشابهة تغلب عليها العوامل (التحيزات) السلوكية. وانعكاس ذلك على عوائد الاسهم في الاسواق المالية.

اذ ركزت الدراسة على تأثير شهر رمضان والطقس (ومتوسط درجة الحرارة والامطار) في العوائد اليومية للأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 4 كانون الثاني -2010 و 31 -اب 2015 باستخدام نماذج الانحدار الذاتي المعمم (ARCH و GARCH) وتوصلت الدراسة الى ان عوائد الاسهم اليومية في سوق دمشق للأوراق المالية لا تتأثر بشهر رمضان، فلا تختلف العوائد اليومية بشكل جوهري خلال ايام شهر رمضان عن غيره من الايام. اما فيما يتعلق بنتائج أثر الطقس فقد اثبتت الدراسة وجود أثر طردي لمتوسط درجة الحرارة في عوائد الاسهم في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة الواقعة قبل بدء الازمة السورية الراهنة. أي ان ارتفاع درجة الحرارة يدفع المستثمر لاتخاذ قرارات تحمل مخاطر اعلى ومن ثم عوائد اعلى. بينما يؤثر انخفاض الحرارة الى جعل المستثمر أكثر تحفظا وتجنباً

للقرارات الاستثمارية الراهنة. كما نفت الدراسة وجود أي اثر للأمطار في عوائد الاسهم في سوق دمشق للأوراق المالية قبل وخلال الازمة السورية الراهنة خلال فترة الدراسة كاملة.

3-دراسة هادي وفارس 2016

عنوان الدراسة: "مشاعر ثقة المستثمرين وعائدات الاستثمار بالأسهم العادية"

تهدف هذه الدراسة الى استعراض ونقاش المعرفي التحليلي لتأثير مشاعر ثقة المستثمرين في عوائد القرارات الاستثمارية، والاختبار التجريبي المقارن بين هذين المتغيرين في الاسواق المبحوثة، وذلك من خلال فرضيات الدراسة المعتمدة، التي تنص على ان ليس لمشاعر ثقة المستثمر تأثير في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية، ولا تختلف العلاقة بين مشاعر ثقة المستثمر وعائدات الاستثمار بالأسهم العادية باختلاف البلد، وكانت الدراسة على اسواق مالية عربية (الاردن، مصر، الامارات، قطر)، واستخدمه هذه الدراسة الاساليب المالية الاحصائية وتطبيقها على بيانات اسعار الاغلاق الشهرية لمدة سبع سنوات. تركز هذه الدراسة على اهم المشاكل الواردة فيها، وهي هل تؤثر مشاعر ثقة المستثمر في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية، هل ان العلاقة بين مشاعر ثقة المستثمر وعائدات الاستثمار بالأسهم العادية تختلف باختلاف البلد. اذ تكمن أهمية الدراسة في مدى تأثير مشاعر المستثمر في عائدات الأسهم العادية في الاسواق المالية. ومن اهم.

اذ تمثل النتائج التي وصلت اليها الدراسة وجود تأثير لمشاعر ثقة المستثمرين في عوائد الاستثمارات بالأسهم العادية. وتم دراسة عدة بلدان عربية لبيان تأثير أحد المتغيرات في البحث. وتم استخدام بيانات من موقع بيت. كوم لبيان تأثير ثقة المستثمرين وتأثيره على عوائد الاسهم العادية في البلدان العربية (الاردن، مصر، الامارات، قطر) في حين تم قياس ميول المستثمرين من خلال المؤشرات المالية وتأثيره على عوائد عدد من القطاعات (البنوك، الصناعة، الاتصالات) في البلدان (الاردن، مصر، الامارات، قطر).

4-دراسة الشمري وحمودي 2017

عنوان الدراسة: "النظرية المالية السلوكية كمدخل لادارة المخاطر الفاعلة"

تهدف هذه الدراسة الى الخوض في مضامين ادارة المخاطر الفاعلة وتحديد مؤشراتها واستراتيجياتها، واختيار السبل المناسبة لمعالجتها من خلال تشخيص تأثير العوامل السلوكية والنفسية والتمثلية بنظرية المالية السلوكية في ادارة المخاطر الفاعلة، وكان مجتمع الدراسة هو القطاع الصناعي العراقي الشركة العامة للإسمنت الجنوبية كعينة للدراسة وتم توزيع 60 استمارة استبيان، وتم استخدام اساليب احصائية لتحليل البيانات واستخدام برنامج SPSS . إن أهم ما تطرقت اليه الدراسة هي مشكلة الدراسة المتمثلة ما تأثير العوامل السلوكية للمديرين في ادارة المخاطر الفاعلة. اذ تعد ذات اهمية لأنها جزء مهم من عملية اتخاذ قرار ذات طابع انساني، فالدراسة دمجت بين علم النفس السلوكي والعلوم المالية وادارة المخاطر الفاعلة. وبهدف تسليط الضوء على نظرية التمويل السلوكي حديث لإدارة المخاطرة والوقوف على واقع الشركات الصناعية وبيان الية ادارة المخاطر في مواجهة المخاطر والتحديات البيئية التي تتعرض لها الشركات، ومن خلال فرضية الدراسة المتمثلة تفترض الدراسة بوجود تأثير لأبعاد المالية السلوكية بمؤشراتها على ادارة المخاطر الفاعلية بمؤشراتها.

توصله الدراسة الى نتائج اهمها ان لنتائج التحليل وجود ضعف في قاعدة البيانات للشركة وكذلك افتقار الادارة لإدارة المخاطر لعدم امتلاكها منظومة لفهم المخاطر وتعريفها وتقييمها. لقد تم الاستفادة من هذه الدراسة لغرض توضيح اهم العوامل السلوكية المؤثرة في نظرية التمويل السلوكي وتطبيقها في قطاع المصارف.

5-دراسة مطلق، 2019

عنوان الدراسة: " قياس ميول المستثمرين وأثرها في عوائد الاستثمار بالأوراق المالية"

تهدف الدراسة إلى التفسير وتحليل مول المستثمرين التنبؤ بأسعار الأوراق المالية المستقبلية ولتحقيق عوائد إضافية من خلال دراسة البيانات التاريخية لكل قطاعات سوق العراق للأوراق المالية من خلال العديد من المؤشرات مثل مؤشر حجم التداول و مؤشر عدد الأسهم المتداولة و مؤشر عدد العقود وبيان مدى أثرها على مستوى العائد اذ ان الدراسات النفسية تدعم وجود تأثير الكثير من العوامل على المزاج مثل الطقس والأحداث و غيرها والذي بدوره سيؤثر على قرارات المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية، استندت الدراسة الى معضله نظرية ممثلة باستمرار الجدل الفكري والصراع التنظيري بين مناصري النظريات المالية التقليدية والمدافعين عن النظرية المالية السلوكية ، ومشكلة تطبيقية تتعلق بعدم الاهتمام بميول المستثمرين التي تؤثر في قرارات الاستثمار التي يعاني منها المستثمرون في سوق العراق للأوراق المالية عند اتخاذهم القرار الاستثماري كما وتحاول هذه الدراسة تسليط الضوء على أهم البراهين المثبتة عبر طرح الأفكار

والمرتكزات التي يتخذها المنهج السلوكي الذي أضاف المتغيرات السلوكية النفسية والاجتماعية المؤثرة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري من اجل التنبؤ بتحركات واداء الأسواق المالية ، وقد استخدمت الدراسة أسلوب تحليل البيانات التاريخية حيث استهدفت كل قطاعات سوق العراق للأوراق المالية الذي بلغ سبع قطاعات ، كما استخدمت البيانات الشهرية والموسمية للشركات المسجلة في كل قطاع السوق العراق للأوراق المالية ، هذا واستعانتم الدراسة بمجموعة من التحليلات و الاختبارات الإحصائية والمالية باستخدام البرنامج الاحصائي Spss & Excel وتوصلت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات أهمها : تؤثر ميول المستثمرين على عوائد الاستثمار بالأوراق المالية، ولكن كان تأثيرها على البيانات الموسمية اكثر وضوحا من التأثير في البيانات الشهرية بشكل عام. أما على مستوى القطاعات فكان قطاع الخدمات للبيانات الموسمية أكثر تأثير من غيره.

ب-الاسهامات المعرفية العربية التي تناولت متغير كفاءة السوق المالي

1-دراسة: الزبيدي، 2008

عنوان الدراسة: " كفاءة سوق العراق للأوراق المالية -دراسة تطبيقية على أسهم شركات القطاع المصرفي"

هدفت الدراسة الى التعرف على واقع سوق العراق للأوراق المالية وأثره في النشاط الاقتصادي بوصفه احد العوامل الأساسية في عملية التنمية الاقتصادية وتقييم أداء السوق والكشف عن التطورات التي حققها خلال مدة الدراسة (2004-2007)، وقد تكونت عينة الدراسة من القطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق المالية، كما وسعت الدراسة إلى اختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية وذلك نظرا لأهمية التي يحتلها السوق ودوره المتميز في تنمية وتجميع المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو الاستثمارات في المشاريع التنموية والاقتصادية لان كفاءة سوق العراق للأوراق المالية تعبر عن كفاءة الاقتصاد الوطني في تخصيص موارده وتوزيعها توزيعا امثلا ومن أهم المؤشرات التي يمكن أخذها في نظر الاهتمام للحكم على كفاءة السوق هو مستوى نشاط تداول الأوراق المالية ولاسيما الأسهم التي تعبر عن توزيع موارد المجتمع بين الأنشطة الاقتصادية المختلفة وبما يمثل عمليات إعادة تخصيص موارد المجتمع على الأنشطة الاقتصادية ذات الجدوى الاقتصادية ومن هنا جاءت أهمية الدراسة، أما النتائج فتبين في الجانب العملي تم اختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية من خلال التحليل الميداني والإحصائي والقياسي وتبين ان السوق العراقي غير كفوءة.

2- دراسة: الفريجي، 2013

عنوان الدراسة: "الإمكانات والمعوقات لكفاءة سوق الأوراق المالية"

تكمن مشكلة الدراسة في ان سوق العراق للأوراق المالية يواجه تحديات كثيرة وخطيرة بسبب تأثير التداول، والسوق يحتاج الى اصلاح في الإدارة والتداول، اذ اعتمدت هذه الدراسة على اختبار مستوى كفاءة السوق وتحديد معوقات المستوى القوي للسوق، واستخدمه الدراسة بيانات شهرية للأسعار للمدة (2008-2013) وان عينة الدراسة تتألف من جميع الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبالغ عددها (85)، وان فرضية الدراسة مفادها ان سوق العراق للأوراق المالية غير كفوءة على الشكل الضعيف، وتم استخدام واختبار الدورات Run test كأسلوب احصائي للوصول الى النتائج، وقد توصلت الدراسة الى نتائج بان سوق العراق للأوراق المالية بشكلة الضعيف غير كفوءة، وهذا يدل على اثبات فرضية الدراسة.

3- دراسة: الكريطي، 2013

عنوان الدراسة: " تحليل العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وكفاءة السوق" دراسة مقارنة بين أسواق (العراق والدوحة ولندن) للأوراق المالية للمدة (2008-2012).

تهدف الدراسة الى تحليل سلوك أسعار الأسهم للشركات المدرجة في كلاً من سوق العراق والدوحة ولندن للأوراق المالية ضمن مدة الدراسة (2008-2012)، شملت عينة الدراسة على 420 مشاهدة شهرية لأسعار الإغلاق (6000) مشاهدة اسبوعية تمثلت أسعار إغلاق الأسهم لمدة من شهر كانون الثاني (2008) الى شهر كانون الأول (2012)، وقد توصلت الدراسة الى نتائج ان كلاً من سوقي العراق والدوحة للأوراق المالية غير الكفوءة ضمن المستوى العام لكفاءة الأسواق المالية، وأن سوق لندن للأوراق المالية عكس ذلك يتميز بالكفاءة.

4- دراسة: محمد، 2014

عنوان الدراسة: " عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي" حالة سوق عمان للأوراق المالية

تهدف الدراسة الى اختبار فرضية كفاءة سوق عمان للأوراق المالية على المستوى الضعيف، وان عينة الدراسة اعتمدت على بيانات عوائد مؤشر السوق من تاريخ (2009/1/1) حتى (2013/2/17)، وقد تم استعمال اساليب احصائية لتحليل البيانات وهي اختبار الارتباط الذاتي، اختبار التكرارات، وجذر الوحدة (اختبار ديكي فولر المعدل)، وقد توصلت الدراسة الى نتائج مفادها أن السوق لا تتمتع بالكفاءة على المستوى الضعيف، ولذلك هناك فرصة

لتحقيق عوائد غير الاعتيادية، بسبب ارتباط البيانات التاريخية والأسعار المستقبلية للأسهم نظرًا لأن حركة هذه الأسهم لا تتصف بالعشوائية.

5- دراسة: اسعد واخرون، 2015

عنوان الدراسة: " اختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2010-2014) دراسة تطبيقية

تهدف الدراسة الى معرفة وجود الكفاءة على المستوى الضعيف في سوق العراق للأوراق المالية، وتم استخدام الاساليب الاحصائية لتحليل البيانات والمتمثلة بالآتي اختبار كولموكوروف -سميرنوف، اختبار شابيرو -ويلك، واختبار كرامر -فون ميسيس، واختبار واتسون، واختبار اندرسون دارلين، واختبار جذر الوحدة لديكي - فولر المعدل، واختبار فيليب فيرون، اختبار الدورات، واختبار الارتباط الذاتي، وقد تكونت عينة الدراسة من كافة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية من خلال بيانات اسعار الاغلاق وللمدة (2011/1/4 - 2014/1/7)، وقد توصلت هذه الدراسة الى ان نتائج جميع الاختبارات عدم وجود كفاءة لسوق العراق للأوراق المالية بالشكل الضعيف، وهذا يعني بأن السوق تعطي فرصة تحقيق أرباح غير اعتيادية بالاعتماد على الأسعار التاريخية للتنبؤ بالأسعار المستقبلية.

ثانياً: بعض الاسهامات المعرفية الأجنبية

أ-الاسهامات المعرفية الاجنبية التي تناولت متغير ميول مستثمري الأسهم العادية

1- دراسة: Stephen& Takato, 2003

عنوان الدراسة: INVESTOR SENTIMENT IN JAPANESE AND U. S. DAILY MUTUAL

FUND FLOWS

"ميول المستثمرين في اليابان والولايات المتحدة ، تدفقات الصناديق المتبادلة اليومية"

تبحث هذه الدراسة في أدلة تتفق مع الفرضية القائلة بأن التدفقات اليومية لصناديق الاستثمار المشتركة قد تكون أدوات لميول المستثمرين حول سوق الأسهم. تستخدم هذه النتيجة لبناء ملف جديد لمؤشر معنويات المستثمرين، وتحقق من صحة هذا المؤشر باستخدام بيانات من سوق الولايات المتحدة واليابان للأوراق المالية. يتم تسعير التعرض لهذا

العامل في كلا السوقين، وفي الحالة اليابانية، توثق دليل على وجود ارتباطات سلبية بين الصناديق المحلية "Bull" و "Bear".

تظهر نتائج التحليلان الصناديق الأجنبية في اليابان تظهر بعض الأدلة على وجود علاقة سلبية بالأسهم المحلية والأموال الأجنبية، مما يشير إلى أن هناك عامل معنويات أجنبية مقابل محلية في اليابان لا يظهر في البيانات الأمريكية المعاصرة. على النقيض من ذلك، يبدو أن مستثمري صناديق الاستثمار المشتركة في الولايات المتحدة ينظرون إلى الأمور المحلية وصناديق الاستثمار في الأسهم الأجنبية كبداية اقتصادية. وتكشف النتائج عن الأهمية المحتملة لكل من تسعير الأصول والبحوث السلوكية. ولأول مرة هيكل ارتباطات التدفق عبر الصناديق التي تمثل فئات الأصول الرئيسية قوياً ومهماً. يتخذ المستثمرون قرارات إعادة التوازن المترابطة على أساس يومي. في الولايات المتحدة، إذ الصناديق المشتركة عامل رئيسي في أسواق الأوراق المالية.

2- دراسة: Gregory and Michael, 2014

عنوان الدراسة: Investor Sentiment and Asset Valuation

"ميول المستثمرين وتقييم الموجودات"

تهدف هذه الدراسة الى تحديد الارتباط بين تقييم الأصول وميول المستثمر وهي موضوع نقاش كبير في مجال الاعمال فالتفاوت المفرط يدفع الأسعار أعلى قيم جوهرية وان المشاعر العالية يجب أن يتبعه عوائد منخفضة، حتى تعود الأسعار إلى قيمتها الأساسية. ان ميول المستثمرين يؤثر على تقييم الأصول. إذ يمكن أن تؤثر المشاعر على تقييم الأصول بثلاثة افتراضات رئيسية، أولاً التقييمات المتحيزة للأصول، ثانياً، يجب أن يكون هناك فروقات. أخيراً، يجب أن يأخذنا بنظر الاهتمام الحد من وضع افتراضات خاطئة في التسعير. كانت النتائج في هذه الدراسة معتمدة على عينة من البيانات الشهرية لمدة طويلة، منذ يناير 1963، الى ديسمبر 2000، بلغ عدد المشاهدات 456. توضح النتائج أن المسح الاستقصائي المباشر هو مقياس رأي المستثمرين لتوقع عوائد السوق بعد 1-3 سنوات والمقياس على هذا النحو له القدرة على تفسير الانحرافات للقيمة التي تقاس بها النماذج الاخرى من أسعار الأسهم.

3- دراسة: Liu, 2015

عنوان الدراسة: Investor Sentiment and Stock Market Liquidity

"ميول المستثمرين وسيولة سوق الأسهم"

تهدف الدراسة الى معرفة إثر ميول المستثمرين على سيولة سوق الأوراق المالية وبالأخص على سوق الأسهم عن طريق استخدام تدابير معينة، شملت عينة دراسة على قياس السيولة كل شهر في السوق عن طريق جميع الأسهم العادية في بورصة ايمكس ونيويورك للمدة (1976-2007) عن طريق استخدام تدابير السيولة التي وضعها Amihud 2002 والتدابير التحليلية لميول المستثمرين، وان فرضية الدراسة هي ان تباين سلسلة الوقت في سيولة الأوراق المالية مرتبطاً بميول المستثمرين، وقد توصلت الدراسة الى نتائج توضح ان التنوع الحاصل في سيولة السوق تؤثر على عوائدها بسبب يوجد ارتباط بين الميول والسيولة ومن ثم كلما زاد ميول المستثمرين زادت السيولة ومن ثم تؤثر على أسعار الأسهم وعوائدها وتختلف السيولة من المستثمرين المؤسسين الى المستثمرين الافراد فان تأثير السيولة بميول المستثمرين الافراد اكبر من المستثمرين المؤسسين.

4- دراسة: Kiryoung & Minki, 2018

عنوان الدراسة: Investor Sentiment and Bond Risk Premia: Evidence from China

"ميول المستثمر ومخاطر السندات: دليل من الصين"

توضح هذه الدراسة الأهمية الإحصائية لمجموعة من المتغيرات المتعلقة بميول المستثمرين في السوق، و يتم استخدامها للتنبؤ بعلاوة المخاطر المضمنة في السندات السيادية للصين. ويبني مؤشر مركب لمعنويات المستثمرين على مستوى السوق كمزيج خطي من المؤشرات على شكل درجات من المشاركة في السوق ورغبة المستثمرين في المخاطرة. علاوة على ذلك، نظهر أن هذه العوامل المرتبطة بالمشاعر يمكن تلخيصها في عامل تنبؤ ذو عائد واحد. في هذه الدراسة، يتم اختبار مخاطر السندات السنوية للفترة من يناير 2005 إلى أغسطس 2016. وتستخرج بيانات عوائد السندات السيادية من Datastream وغيرها من بيانات أسواق الاقتصاد الكلي ورأس المال، لإنشاء مؤشر مركب لمعنويات المستثمرين، من قاعدة بيانات CEIC's China Premium Database. بالتوافق مع Fama and Bliss (1987) و Cochrane و Piazzesi (2005)، تستخدم الغلة والعوائد الزائدة على سندات الخزنة بدون قسيمة مع آجال استحقاق تتراوح من سنة إلى خمس سنوات في بناء العوامل الرئيسية للتنبؤ بالعائد.

تظهر النتائج التجريبية أن عامل المشاعر هذا له قوة تنبؤية تتجاوز تلك الموجودة في منحى العائد ومتغيرات الاقتصاد الكلي، وهذه القدرة على التنبؤ قوية للاختبار خارج العينة. فضلاً عن ذلك، تظهر القوة التنبؤية لعامل المعنويات أهمية

خلال الأزمة المالية العالمية لعام 2008، مما يشير إلى أن القدرة على التنبؤ لمعنويات المستثمرين مستمدة بشكل أساسي من المشاعر التي يسببها "الرحلة إلى الجودة".

5- دراسة: Oğuzhan, 2020

عنوان الدراسة: **The role of an aligned investor sentiment index in predicting bond risk premia of the U.S**

"دور مؤشر ميول المستثمرين المتوائم في توقع علاوة مخاطر السندات في الولايات المتحدة"

تهدف هذه الدراسة الى تطوير مؤشر ميول المستثمرين الجديد الذي يتماشى مع التنبؤ بالزيادة في عوائد السندات الحكومية الأمريكية التي لها آجال استحقاق تتراوح من 2 إلى 5 سنوات. تم إنشاء المؤشر الجديد من خلال القضاء على عنصر الضوضاء الشائع في مؤشر الميول الأساسي باستخدام نهج المربعات (PLS).

تظهر النتائج أن مؤشر الميول المتوافق الجديد له قدرة تنبؤية أكبر بكثير من مؤشر الميول القائم على تحليل المكون الرئيسي الأصلي (PCA) the original principal component analysis داخل وخارج العينة. بالإضافة إلى ذلك، القدرة على التنبؤ ذات دلالة إحصائية، وخاصة بالنسبة أقساط السندات بآجال استحقاق أقصر، حتى بعد التحكم في عدد كبير من الخدمات المالية والعوامل الكلية، بالإضافة إلى مؤشرات اهتمام المستثمرين ومشاعر المديرين. نظرا لدور سندات الخزنة الأمريكية في التنبؤ بالإنتاج والتضخم، وكذلك في قرارات تخصيص المحفظة، فإن النتائج التي توصلنا إليها لها آثار كبيرة على المستثمرين ووضعي السياسات والباحثين مهتم بدقة التنبؤ بديناميكيات العائد لهذه الأصول.

ب- الاسهامات المعرفية الاجنبية التي تناولت كفاءة السوق المالي

1- دراسة: Doran , et. Al, 2010

عنوان الدراسة: **Confidence, opinions of market efficiency, and investment behavior of finance professors**

"الثقة والآراء عن كفاءة السوق والسلوك الاستثماري من أساتذة المالية"

تهدف هذه الدراسة الى تحديد آراء أساتذة المالية حول كفاءة أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة ونقيم ما إذا كانت وجهات نظرهم حول الكفاءة تؤثر على سلوكهم الاستثماري. وتركز المشكلة حول الكفاءة الفعلية للأسواق المالية في الولايات المتحدة وما إذا كانت مناسبة لها اذ يتأثر الاستثمار بشكل سلبي بالتصورات عن كفاءة السوق. ومن خلال توظيف استطلاع موزع على أكثر من 4000 أستاذ، تم الحصول على أربع نتائج رئيسية. أولاً، يعتقد معظم الأساتذة أن السوق ضعيف إلى شبه قوي الكفاءة. ثانياً، قلة عدد الأساتذة الذين يستثمرون بشكل سلبي مقارنة بالاستثمار النشط. ثالثاً، إن تصورات المشاركين لدينا فيما يتعلق بكفاءة السوق تكاد تكون غير مرتبطة تماماً بسلوكهم التجاري. رابعاً، الأهداف الاستثمارية للأساتذة مدفوعة إلى حد كبير بنفس العامل السلوكي مثل المستثمرين الهواة - ثقة الفرد في قدراته على التغلب على السوق، بغض النظر عن رأيه في كفاءة السوق.

2- دراسة:Kaplanskia & Levy 2014

عنوان الدراسة: **Sentiment , irrationality and market efficiency: The case of the 2010**

FIFA World Cup

"الميول واللاعقلانية وكفاءة السوق: حالة كأس العالم 2010 FIFA"

تهدف الدراسة الى التأكيد على أن الميول والمشاعر حول ألعاب كرة القدم تؤثر على أسعار الأسهم. اذ قدمت نهائيات كأس العالم قبل 2010 ربحاً غير طبيعي قابل للاستغلال لم يتم استغلاله، على الأرجح لأنه لم يكن معروفاً. قبل نهائيات كأس العالم 2010، تم اكتشاف التأثير القابل للاستغلال واستشهد به على نطاق واسع من قبل الممارسين الذين اقترحوا حتى وصفا لكيفية استغلاله. ومن خلال تحليل بعض خيارات الاستثمار غير العقلانية ودور المستثمرين المتمرسين في استعادة كفاءة السوق وبالفعل، فإن المعلومات المتعلقة بالأرباح غير الطبيعية التي خلقت في كأس العالم 2010 نمط سعر يختلف عن تلك المقابلة لكأس العالم السابقة. مثل الحالات الشاذة الأخرى في السوق، نتوقع استعادة كفاءة السوق وسيختفي هذا التأثير الجديد في المستقبل. لقد أظهرت أن التأثير العاطفي السلبي لكرة القدم يخلق تأثيراً سلبياً طويل الأمد خلال كأس العالم FIFA، وهو أمر قابل للاستغلال في سوق الولايات المتحدة. تؤكد الفرضية الرئيسية أنه خلال فترة كأس العالم، كان هناك تأثير سلبي عالمي ناتج عن مئات الملايين من مشجعي البلدان الخاسرة.

لذلك، يقترحون استغلال التأثير العالمي في سوق الولايات المتحدة، وهو السوق الأكثر عالمية في العالم، حيث يشارك حوالي ثلث المعاملات مستثمرين من خارج الولايات المتحدة.

3- دراسة: Easley and Jarrow 2016

عنوان الدراسة: Consensus Beliefs Equilibrium and Market Efficiency

" توافق المعتقدات والتوازن وكفاءة السوق "

تهدف هذه الدراسة الى تقديم تحليلاً لمفهوم المعتقدات وعلاقته بكفاءة السوق، تظهر أنه ما لم يكن لدى المتداولين توقعات منطقية، فإن التفسيرات المنشورة للمعتقدات ليست مفيدة لاعتبارات كفاءة السوق، وليس له دور في كفاءة السوق، اما التفسير الثاني فإن المعتقدات المتوازنة فعالة، لكنها لا توجد عادةً ما لم يكن لدى المتداولين توقعات عقلانية. من الأساليب البارزة في التمويل لوصف كفاءة السوق فكرة روبنشتاين عن المعتقدات، إذ يعرف روبنشتاين معتقدات الإجماع بأنها "تلك المعتقدات التي إذا اعتنقها جميع الأفراد في اقتصاد مشابه، ستولد نفس أسعار التوازن كما هو الحال في الاقتصاد غير المتجانس الفعلي، بالنظر إلى ذلك ستوجد عادةً معتقدات متجانسة تؤدي إلى نفس الأسعار التي تنتج عن المعتقدات غير المتجانسة الفعلية، تعدّ هذه المعتقدات بمثابة معتقدات إجماع، لكن وجود مثل هذه المعتقدات الإجماعية لا علاقة له بكفاءة المعلومات، والسبب في ذلك هو أن منطق الوجود ينطبق بغض النظر عن مجموعات المعلومات في الاقتصاد، ومن ثمّ اعتبارات كفاءة السوق، وان معلومات الفرد يتم تمثيلها بملاحظة متغير عشوائي يرتبط بالعائدات المستقبلية، وافترض أن معتقدات كل وكيل يتم إنشاؤها من خلال مراجعة معتقداته السابقة في ضوء هذه المعلومات، ويجب أن يكون سعر التوازن لهذا الاقتصاد. إذا كان مفهوم معتقدات الإجماع مفيداً لتقرير ما إذا كان الوكيل يدرك أن معلوماته أم لا، ومع إعادة التفسير هذه، هناك صلة بين معتقدات الإجماع الفعالة وكفاءة المعلومات، إذا كان لدى المتداولين معتقدات إجماع فعالة، فإن السوق يكون فعالاً من حيث المعلومات ومع ذلك، شرط الموافقة الفعالة.

4- دراسة: Kim , et. Al. 2018

عنوان الدراسة: Dispersion in Analysts' Earnings Forecasts and Market Efficiency

" التشتت في توقعات المحللين للأرباح وكفاءة السوق "

الهدف من الدراسة هو تقييم التفسيرات البديلة لعلاقة التثنت والعائد باستخدام نهج الهيمنة العشوائية. من خلال التمييز بين الفرضية القائلة بأن بعض نماذج تسعير الأصول يمكن أن تفسر العلاقة السلبية المحيرة بين التثنت وعوائد الأسهم، والفرضية البديلة القائلة بأن تأثير التثنت مدفوع أساساً بعدم عقلانية المستثمر، ومن ثمّ فهي دليل على فشل كفاءة الأسواق. ووجدت أن الأسهم منخفضة التثنت تهيمن على الأسهم عالية التثنت من خلال الهيمنة العشوائية من الدرجة الثانية والثالثة على مدى الفترة من 1976 إلى 2012. تشير النتائج إلى أن أي مستثمر يتجنب المخاطرة ويفضل الانحراف الإيجابي سيفضل بشكل لا لبس فيه الأسهم منخفضة التثنت إلى الأسهم عالية التثنت. نستنتج أن تأثير التثنت هو على الأرجح دليل على عدم كفاءة السوق، وليس نتيجة لإهمال عوامل الخطر. وتظهر الدراسات الحديثة أن الشركات التي لديها توقعات لأرباح المحللين الأعلى تثنتاً فيما بعد تحقق عوائد أقل من الشركات ذات توقعات التثنت الأقل.

5- دراسة:Widmer ,et.al 2020

عنوان الدراسة: Two-sided service markets: Effects of quality differentiation on market efficiency

"أسواق الخدمة ذات الاتجاهين: آثار تمايز الجودة على كفاءة السوق"

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد آثار تميز الجودة على كفاءة أسواق الخدمة ذات الوجهين والذي يمثل تحدياً. إذ يمكن أن يؤدي وجود معلومات خاصة على جانبي السوق وعدم تجانس البائعين إلى أوجه قصور اقتصادية كبيرة. ومن ثم، فإن هذه الورقة تبحث في كيفية تأثير البائعين المتميزين في الجودة على كفاءة السوق من منظور نظرية تصميم الآلية، تصنف ثاني أفضل الآليات لمطابقة البائعين والمشتريين. ثم تقترح خوارزمية الكشف عن مجريات الأمور لتقريب نتائج المطابقة المعززة للرفاهية. من خلال تقديم نموذجاً يوفر تعريفات ورموز رسمية لتصميم ثاني أفضل آلية تطابق البائعين والمشتريين على أساس جودة البائع الخارجية وكذلك المعلومات الخاصة حول التقييم والتكاليف. استناداً إلى البيانات التجريبية، تقترح دراسة المحاكاة التي تم اجراءها لأن زيادة تمايز الجودة يمكن أن تقلل من كفاءة السوق؛ ومع ذلك، فإن عدم الكفاءة هذا يتلاشى مع زيادة حجم السوق.

ثالثاً: أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية

تناولت الدراسات المتمثلة (من المالية التقليدية الى المالية السلوكية - دراسة نظرية لاهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية وتأثير العوامل السلوكية في عوائد الاسهم، ومشاعر ثقة المستثمرين وعائدات الاستثمار بالأسهم العادية، والنظرية المالية السلوكية كمدخل الادارة المخاطر الفاعلة، وقياس ميول المستثمرين وأثرها في عوائد الاستثمار بالأوراق المالية، و "تأثير معنويات المستثمرين على مؤشرات اسعار الاسهم في اسواق الاوراق المالية والتحديات التي تواجه النظرية المالية التقليدية، وايضا استخدام العوامل السلوكية مع بيان تفسير الظواهر الشاذة في الاسواق) تأثير ميول المستثمرين في مجموعة من المتغيرات التي لم تأخذ كفاءة السوق المالي، بينما تناولت الدراسة الحالية الاهتمام في تأثير ميول مستثمري الاسهم العادية في كفاءة السوق المالي أي قياس مدى تأثير ميول مستثمري الاسهم في كفاءة السوق المالي، وهذه الدراسة ايضاً قامه باختبارات الكفاءة السوق وتم استخدام نموذج السير العشوائي وقياس عشوائية الاسعار للشركات المدروسة في السوق العراقي للأوراق المالية من خلال استخدام عدة اختبارات وهي (اختبار جذر الوحدة، قياس الارتباط المتسلسل، اختبار الارتباط الذاتي، اختبار الدورات، أنموذج غارج)، وقد حاول الباحث الابتعاد عن الكلام المتكرر والاسهاب بفقرات الدراسة التي اصبحت من المسلمات لأي باحث في الجانب المالي.

1- أوجه التشابه

- أ- من حيث اداة الدراسة والمادة تشابهه مع الدراسات (دراسة هادي وفارس السيد علي 2016، دراسة مطلق، 2019، دراسة (Doran , et. Al, 2010).
- ب- تشابه من حيث المنهج مع دراسة (دراسة ميثم وفرحان ، 2015، دراسة Doran , et. Al, 2010، دراسة (Widmer ,et.al 2020).
- ت- كما تشابهه الدراسة الحالية مع جميع الدراسات السابقة من حيث النتائج التي تعزى الى النتائج التجريبية.

2- أوجه الاختلاف

- أ- اختلفت الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة مثل (دراسة Kiryoung & Minki, 2018، دراسة (Kaplanskia & Levy 2014) من حيث عينة الدراسة.
- ب- اختلفت الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة مثل (دراسة الزبيدي، 2008، دراسة الشمري وحمودي . 2017) من حيث المادة الدراسية.

- ت- اختلفت الدراسة الحالية مع بعض الدراسات السابقة مثل (دراسة Stephen & Takato, 2003، دراسة Kim, et. Al. 2018), من حيث مجتمع الدراسة.
- ث- اختلفت الدراسة الحالية مع بعض الدراسات السابقة (دراسة: Widmer, et.al 2020، دراسة: Doran 2010, et. Al), من حيث أداة الدراسة.
- ج- اختلفت الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث الناحية النظرية والمصادر وطرق اختيار العينة.

رابعاً: الفائدة من الدراسات السابقة والدراسة الحالية

1-الفائدة من الدراسات السابقة

- أ- التعرف على الأهداف التي سعت لها هذه الدراسات والنتائج التي توصلت اليها والترابط بينها وبين الدراسة الحالية.
- ب- توجيه التفكير لمنهجية الدراسة التي يمكن استخدامها ومن ثم تحديد المشكلة والنتائج التي توصلت لها.
- ت- توظيف الدراسات السابقة لاستشهاد بها من النتائج التي تتفق مع الدراسة الحالية والنتائج التي لا تتفق.
- ث- تحديد الفجوة العلمية في الدراسة بالمقارنة مع الدراسات الأخرى والتذكر بالأشياء التي قد تم اغفالها.
- ج- المساعدة في تقييم الدراسة وتحديد الأساليب العلمية المستخدمة وتحديد الفرضيات.
- ح- التأكد من الدراسات السابقة بأنها قد توصلت الى وضع حل للمشكلة التي تناولتها ومدى القناعة بهذا الحل.
- خ- التأكد بأن الدراسة التي تم تناولها هي حلقة من سلسلة من الدراسات التي جرت حول الموضوع في مرات سابقة وليست حلقة في فراغ.

2-الفائدة من الدراسة الحالية

- أ- ان الدراسة الحالية ركزت على دراسة العلاقة والاثر بين ميول مستثمرين الأسهم وكفاءة السوق المالي والذي لم يتم تناوله على المستوى المحلي على حد علم الباحث.
- ب- بيان أهمية الربط بين متغير ميول مستثمرين الأسهم ودرجة كفاءة السوق بما يعكس على قرارات الاستثمار في الأسواق المالية.
- ت- ركزت هذه الدراسة على تناول التحيزات والعوامل السلوكية على القرارات التي تأخذ في مجال الإدارة المالية والتمويل السلوكي في حدود علم الباحث.

الفصل الثاني

الجانب النظري للدراسة

- المبحث الاول: ميول مستثمري الأسهم العادية
- المبحث الثاني: كفاءة السوق المالي
- المبحث الثالث: العلاقة الترابطية بين المتغيرات

المبحث الاول

Stock Investor sentiment ميول مستثمري الأسهم العادية

توطئة

إنّ التمويل الكلاسيكي لم يتمكن من فهم تحركات الاسهم في اسواق المال وبالذات تسعير الاصول المالية وعوائد الأسهم، وان اسواق المال بشكل عام مملوءة بالتغيرات القوية في اسعار الاسهم التي نسميها فقاعات او انهيارات Bubbles or Hypotheses، اذ ان التمويل التقليدي يعكس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، وهناك الكثير من الآراء التي وجهت الى فرضية كفاءة الاسواق Efficient Marketing Hypotheses . والنماذج المرتبطة بنموذج التوازن السلوكي، فالتمويل الكلاسيكي او العقلاني Rational or classical finance يخلو من موضوع ميول المستثمرين، وقد بدأ بعض الباحثين مثل (De long, Black, Barbaries) بدراسة الاسواق المالية واطهرت هؤلاء الباحثين ان قرارات الاستثمار تتأثر بميول المستثمرين والتي تؤثر على كفاءة السوق المالي. اذ كان من الواجب دراسة سلوك المستثمرين والتي تجمع بين الحالة النفسية والمالية والاجتماعية لمعرفة اي من هذه التغيرات السلوكية ستؤثر بشكل واضح على القرارات المالية. لذا ان دراسة ميول المستثمرين هي من واجبات ومتطلبات الافراد والشركات والجهات التي تتداول في الاسواق المالية. ولدراسة الميول يجب ان نتعرف على محددات الاداء السلوكي الذي يعد مهماً في تقييم الاداء الاستثماري وكيف تؤثر بميول مستثمري الأسهم في كفاءة السوق المالي ويجب ان نتعرف على شعور المستثمرين متفائل ام متشائم وهل ان الميول ذات أثر ايجابي ام سلبي في تحقيق العوائد المالية.

اولاً: مفهوم ميول المستثمرين The concept of Investor sentiment

طبقاً لنظرية التمويل التي اعتقدت ان الاسواق المالية جيدة والتي تدعمها التفسيرات التقليدية لقرارات الاستثمار ان المستثمرين رشيدون بالكامل وسوف يتخذون قرارات تعكس جميع المعلومات المتوفرة، والتنوع في الاستثمارات يزيد من خصائص الاستثمار (black,1986:55)، (Daniel ,1990:82)، اذ يترتب على ذلك انه ليس هناك دور لميول المستثمرين في تسعير الاصول، ومن ثم ايجاد مجموعة واسعة من الادلة على وجود اختلاف للأسعار في الاسواق المالية من الأوراق المالية وتجار الضوضاء والصدمات على طلب الأوراق المالية (De long et al,) (fama,1995:58) و (1990:726) لذا ظهرت مفردات لوصف تصرفات المستثمرين والمشاركين في السوق المالية مثل: الثقة المفرطة والقلق والعصبية والتشاؤم والتفاؤل، واوضحت الدراسات بان العلاقة بين ميول المستثمرين

لعوائد الأسهم لا تتوافق مع النظرية الكلاسيكية (De long et al ,1990:738). ودراسة ميول المستثمرين لا تبيح لنا فقط بفهم التحيزات والتنبؤ للمستثمرين، بل هي فرص لتجنب الميول والحصول على مكاسب وعوائد كبيرة (Bikchandani et al ,1992:687).

وتوضح ادبيات التمويل السلوكي الى ان ميول المستثمرين تؤثر على قرارات المستثمرين في التداول. ويمكن ان تؤدي تأثير التوقعات المستقبلية للمستثمرين الى انخفاض او ارتفاع في اسعار الأوراق المالية، ومن ثم التأثير على التسعير. ويمكن ان يؤثر الميول على التسعير من خلال المراجعة (shleifer,2000:33)، وهذه الدراسة تبنى على فرضيتين اولاً ليس كل المستثمرين مراجحون عقلانيون rational arbitrageurs والطلب على الاسهم يحتمل ان يتأثر بالميول، (fishe & statman, 2000:56) ثانياً مخاوف تكلفة المراهنة على متداولي الضجيج noise traders. اذ ان ميول المتداولين الضجيج تحرف الاسعار عن قيمتها الأساسية، لذا فان المخاوف من المخاطرة في تداول للمرجحين تؤدي الى عجز في القضاء على التسعير الفاشل على عكس النماذج القياسية التي تقول بان المراجحين رشيدون لا يستطيعون دائماً اجبار الاسعار بالرجوع الى الاسعار الأساسية، وهي النتيجة وراء استحواذ المستثمرين غير الرشيديين على الاسواق في بعض الاوقات ولذلك يستمر متداولون المراجعة في الاسواق المالية بالتأثير في اسعار الاوراق المالية (slovic et al,2002:5). ولايزال هناك فرق بين المستثمرين الذين يتصرفون بشكل غير رشيد ويهملون بشكل واضح معلوماتهم الخاصة ويتبعون مستثمرين اخرين (Brown&Cliff,2004:7). اذ توصف ميول المستثمرين بانها ميول المضاربين (Brown&Cliff,2005:440) وهي تفاؤل او تشاؤم مفرط، وينتظر الى ميول المستثمرين في الاسواق المالية على انها توقعات لا تبررها تماماً المعلومات المتوفرة. وعلى اي حال يتأثر المستثمرون في المعتاد بأمر خارج نطاق النظرية المالية التقليدية، ويميل السلوك الفعال للمستثمرين الى الابعاد عن النظريات المالية التقليدية (Wurgler & Baker,2006:23).

ويرى (Brown and cliff,2006:421) إنّ المستثمرين الافراد ليسوا هم فقط المتأثرين بالتحيزات السلوكية، اذ يظهرون الثقة العالية overconfidence والتأثر بسلوك القطيع herding behavior وغيرها من التحيزات. اذ دافع (Baker & Wurgler,2006:15) عن الميول بانها ليست محددة بالمستثمرين الافراد وانما ايضا المؤسسات الاستثمارية التي يصدر عنها قرارات مالية خاطئة.

ويرى (schmeling,2009:399) بان متداولي الضجيج هو كقياس جيد لميول المستثمرين. وكذلك هناك مؤشرات السلوك الاجتماعي تؤثر في المستثمرين، وايضاً حيود ميول المستثمرين تؤثر على عوائد الاوراق المالية، اذ سيأثر ميول المستثمرين بان يكون مزاج المستثمرين متفائلاً ام متشائم. يتمتع بثقة عالية أو منخفضة في التداول،

وهل هو متأثر بسلوك القطيع ام غير متأثر بهذا السلوك؟، وغيرها من المؤثرات التي تؤثر في ميول المستثمرين سواء تم ذكرها ام لم يتم، مثل تأثيرات اخرى كالمعتقدات لذلك المجتمع، وأثر الطقس والعطل الرسمية وغير الرسمية والاعیاد، او تأثر السوق بالأزمات المالية والامراض والابوئة كما حصل في سنة 2019-2021 تفشي فايروس كورونا وتأثيره على ميول المستثمرين فقد يلجأ بعض المستثمرين الى شراء أسهم منخفضة ليتم بيعها في المستقبل وغيرها من التأثيرات.

يمكن تعريف ميول المستثمر على أنها الإيمان بالتدفقات النقدية المستقبلية ومخاطر الاستثمار التي لا تضمنها الأساسيات، في السنوات الأخيرة، كانت فائدة تدابير معنويات المستثمرين للتنبؤ بعوائد سوق الأوراق المالية موضوع استفسارات متكررة، وتم إجراء عدد كبير من التحقيقات التجريبية باستخدام مقاييس مختلفة لروح المستثمر. في حين أن النماذج النظرية قد دمجت في وقت مبكر وجود متداولي الضوضاء في تسعير الأصول المتوازنة (على سبيل المثال، Black (1986)، De Long، Shleifer، Summers (1990) & Waldmann)، وإن الدليل التجريبي للمؤشر الصحيح لقياس المشاعر لم يقدم بوضوح، وحاولت العديد من الدراسات التجريبية قياس معنويات المستثمرين، وحددت هذه الدراسات مقاييس المشاعر المباشرة وغير المباشرة. يتم اشتقاق مقاييس المشاعر المباشرة من استطلاعات الرأي التي تسأل الأفراد بشكل مباشر عن شعورهم حيال الظروف الاقتصادية وسوق الأوراق المالية الحالية أو المستقبلية، بينما تمثل المقاييس غير المباشرة متغيرات اقتصادية ومالية قابلة للتأثر بحالة ذهنية المستثمرين.

يمكن ان نعرف الميول للمستثمرين تعريفات عديدة، فقد عرفها (Baker & Wurgler,2007:8)، بانها تشاؤم وتفاؤل المستثمرين، اي انه التفاؤل او التشاؤم نحوه الاسهم في اسواق المال. واستخدم المفهوم بطرائق متنوعة من قبل الباحثين امثال (Daniel,1998) و (shefrin,2007) و (Welsh,1992). وعرفها (Shefrin,2008:21) على انها الرغبة الضاربة. وأشار (Zhang,2008:16) الي ميول المستثمرين بانها تحيزات المضاربة، وقد عرفه (Shefrin,2008:18) بالتفاؤل او التشاؤم المفرط. وقد عرفت تعريفاً ثانياً من قبل (Zhang,2008:22) بانها التوقعات والتنبؤات في التدفقات النقدية المستقبلية والمخاطر في الاستثمار، التي لا تبررها الحقائق المطروحة، وبين (Baker and Wurgler ,2007:45) بان ميول المستثمرين تتمثل بمعتقدات المشاركين في الأسواق المالية حول التدفقات النقدية المستقبلية المتعلقة ببعض المعايير الموضوعية، ويرى (Boido&fasano,2011:5) في تعريف الميول للمستثمرين هي كيفية تشكيل المستثمرين لمعتقداتهم، اذ تستند الى التحيز والميول المعرفي و النفسي Cognitive and Psychological bias بدلا من التغييرات الاساسية في السوق الأسهم، وعرف الميول

للمستثمرين من قبل (baker, wurgler& Yuan,2012:48) بانها ميول السوق لأنها توضح عن التحركات في الاسواق المالية التي يسعها الوصف النفسي للعمليات او الصفقات المحدد، وعرفها (Lobao,2012:11) بانها التنبؤات والمشاعر للمستثمرين لظروف الاسواق المالية، ولها تأثير على عوائد الأسواق المالية.

وان التعريفات السابقة قد دعمها (corridor at el ,2013:8) عندما قال بأن ميول المستثمرين هي معتقدات الناس على اساس الاستدلال heuristics. وبين (Xu&Green,2013:7) ان العواطف هي الاستدلالات المستخدمة في تقييم السيناريوهات المختلفة، لاسيما عندما تكون هناك استجابات سريعة، وهناك فائض من المعلومات المتعلقة بالقرار والكثير من التعقيد وعدم التأكد، ان العواطف هي الحالة العقلية التي يتولد عنها علاقة الفرد بالبيئية المحيطة به (Bayram Veli salur,2013:4). ومن الواجب ان نأخذ بنظر الاعتبار العوامل النفسية والعواطف إذا أردنا ان نفهم قرارات المستثمرين. بسبب دلالة الميول مع العواطف، ولا بد من ان نشير الى ان الميول بانه خوف المستثمر او التجنب من المخاطرة (Antoniou, 2013:90).

يوجد تعريفان لمشاعر المستثمر (Daniel choka,2014:27) اولاً: يشير إلى مستوى التفاؤل أو التشاؤم (غير المنطقي) في توقعات التدفقات النقدية المستقبلية والمخاطر الكامنة وراء أي ضمان، ثانياً: يعكس الميل للمضاربة في بعض الأوراق المالية التي من المرجح أن يتم تسعيرها بشكل خاطئ والمراجعة المكلفة. وأشار (Chiara Limongi,2018:11) الى افتراضين لماذا تؤثر معنويات المستثمرين على أسعار الأسهم. أولاً: يوجد مستثمرون منحازون توقعاتهم للتدفقات النقدية المستقبلية ومخاطر الاستثمار لا تبررها العقلانية للحقائق المتاحة، وهناك أسهم سائدة حساسة للمشاعر والتي من المرجح أن يتم تسعيرها بشكل خاطئ مقارنة بالأساسيات القائمة على المخاطر. ثانياً: هناك حدود للمراجعة فالرهان على المستثمرين العاطفيين مكلف ومحفوف بالمخاطر. ونتيجة لذلك، فإن المراجعة العقلانية ليست عدوانية في إجبار الأسعار المنحازة للمشاعر على العودة إلى الأساسيات القائمة على المخاطر. نفس الأسهم الأكثر حساسية للمشاعر هي أيضاً أكثر صعوبة ومكلفة للمراجعة (الكيم،2021: 37).

ويعرف الباحث ميول المستثمرين بانها تجيز المستثمرين في تبنيهم قرارات مالية نتيجة الشعور بالتفاؤل او التشاؤم وتنبؤ المساهم والمشارك في السوق المالي في استثمار عملية مالية معينة.

ثانياً: مداخل تفسير ميول المستثمرين Interpretation of Investor sentiment

إنّ الميول هو ظاهرة ذات شقين (عالمي ومحلي) ويكون تأثير الميول العالمي أكبر وأكثر من الميل المحلي وذلك لأن العمل التنظيمي المحلي يقلل من الاثار الضارة للميول ويجعل أثرها صعب في المدى القصير وهذه النتيجة ليست مفاجئة، لأن القدرة في التنبؤ بأسعار الاصول في المدى القصير ستؤدي الى استراتيجيات تداول بسيطة تولد عوائد غير طبيعية. مع ذلك، فان عدم القدرة في النبؤ في المدى القصير لا يعني ان الميول ليس لها تأثير في الاسعار. بل يدفع الميل اسعار الاصول الى الابتعاد عن القيمة الحقيقية عند افاق طويل، وهذه الطريقة سوف تلغي سوء التسعير في المدى القصير، ولكنها قد تتعطل عند الافاق الطويل (brown&cliff,2005:407) كما يمكن ايضا تفسير ميول المستثمرين عن طريق مداخل عدة وهي الاتي :-

1- المدخل الاقتصادي: اكدت العديد من الدراسات في ان ميول المستثمرين بمثابة موجات لقياس عوائد الاستثمار وأثرها في قيمة الاوراق المالية والتي تشير الى ان ميول المستثمرين هي مؤشر في عائدات الاوراق المالية فتؤثر ميول المستثمرين المتفائلين اثار ايجابية في عوائد الاستثمار والثروة، بينما يؤثر ميول المستثمرين المتشائمين اثارا سلبية عليها، كما ان ميول المستثمرين المتفائلة تكون أكثر اهمية بالنسبة الى عوائد الاستثمار والثروة. فان ميول المستثمرين تؤثر اذا كانت رؤوس اموال سوق الاوراق المالية وثروتها تعني اصول او استهلاك اخر واذا كانت الميول متماثلة فان التغييرات التي تطرأ في عوائد متماثلة والعكس بالعكس (Tsai,2016:122)، اما من الناحية الاقتصادية في اسهم المنتوجات الضارة كالتبغ وغيرها غير مرغوبة من قبل المستثمرين في الاحتفاظ بمخزوناتها، وتعطى هذه العوائد لإغراء المستثمرين الراغبين في شراء هذه الاسهم. (Liston,2015:3).

2- المدخل الاجتماعي: يمكن تفسير ميول المستثمرين كمفهوم اجتماعي بعدها عملية مراقبة وسائل الاعلام الاجتماعي وتحليل وسائل الاعلام الاجتماعي كتحليلات العلامة التجارية لشركة معينة ومعرفة اراء الناس بالقرارات الاستثمارية لهذه الشركة والمنتجات الي تطرحها وربط الكلمات والقرارات بين الناس والتفاعل. اذ يمثل هذه النبض الجماعي من المحادثات والمواقف العاطفية الذي يعمل كمقياس للآراء والافكار عن كل جانب من جوانب المجتمع وينبغي ان يكون رضا المستثمر في راس اولويات المؤسسة المصدرة للأوراق المالية اذ تعطي ميول المستثمرين انطباعاً سيئاً اذا كانت متشائمة لاسيما في مواقع الشبكات الاجتماعية (social networking websites) وبالأخص في الوقت الحالي اصبحت هذه الشبكات هي المنفذ

الاسرع والاسهل للحصول على المعلومات عن اي شركة يراد الاستثمار فيها لذلك يكون لميول المستثمرين دور اجتماعي مهم لسمعة الشركة وتسويق استثماراتها (Vyas et al, 2017:330).

3- المدخل السيكولوجي (النفسي): ان للميول بشكل عام اثرا سيكولوجيا كبيرا في الافراد سواء اكان مستثمرا او مستهلكا العوامل النفسية للأفراد بشكل عام اذ ترتبط الشبكات الاجتماعية مثل فيس بوك وتويتر وغوغل بشكل متزايد لدرجة سهلت من معرفة الحالة النفسية للشخص عن طريق كتاباته ومنشوراته في هذا الموقع وهذا يساعد الشركات التي تريد طرح الاوراق المالية من تحقيق مستوى من الربحية عن طريق تلبية احتياجات المستثمرين.

ووجد (chiou et al,2010:104) ان البيئة القانونية تؤثر على الاداء والمخاطرة، وان التباين الثقافي بين البلدان قد تكون عنصرا من عناصر التحيز السلوكي، وقد يؤدي اتجاه سلوك معين (القطيع) بين المستثمرين غير المطلعين او السلوك الجماعي الى تكثيف العلاقة بين التغيرات بعوائد الاسهم وميول المستثمرين، في التسعينيات من القرن الماضي فصاعدا إذ بدأت ميول المستثمرين تجني اهمية تتماشى مع افتراضات منهج التمويل السلوكي، بمعنى ان نتائج السوق تتأثر بوجود المستثمرين غير العقلانيين (Ana Filipa,2018:78).

وبينت العديد من الدراسات التي اهتمت بتحليل بيانات مجموعة من الاسواق العالمية عن نتائج تختلف بين البلدان التي تم تحليلها. اذ وجد schmeling ان الميول له تأثير على العوائد في (9) بلدان من أصل (18) بلدا تم تحليلها. وقدم (schmeling,2009:65) المبررات التي تدور حول العوامل الخاصة بكل بلد، مما يوضح ان النتائج تعتمد وبشكل واضح على العوامل الثقافية الخاصة بكل بلد ومستوى الشركات. وركز على العوامل الخاصة بالبلد، مع اعطاء الاهمية للاختلافات في دقة المعلومات والانظمة القانونية او حوكمة المؤسسات. لذلك قد توضح ان هذه الاعمال الاخيرة تشير الى ان العوامل الخاصة بكل بلد، مثل مستوى تكامل السوق والعوامل الثقافية المعينة تحمل المفتاح لتفسير تأثير ميول المستثمرين في عوائد الاسهم المستقبلية، وكذلك وجد Chang ان تأثير ميول المستثمرين اكبر في الاسواق المتقدمة عما هي عليه في البلدان ذات الاسواق النامية (Chang et al, 2012:51).

وحلل (Baker & wurgler,2012:51) العديد من جوانب الميول (العالمي والمحلي) مع ملاحظة تأثير على عوائد الأسهم، وبرزت نتائج التحليل لبيانات السوق المالي بينت التأثيرات في اسواق الاسهم في البلدان المختلفة. وقد اوضحت دراسة (Gutierrez,at el,2009:89) ان عوائد الاسواق الاسيوية مرتبطة ارتباطا وثيقا بالسوق الأمريكي، مما يشير الى تأثيرات ميول المستثمرين واماكن التجارة. وكشف الدليل التجريبي عن خطين تكمليين، الاول من الدراسات بحثت في تأثير ميول المستثمرين على عوائد الأسهم أكثر حساسية للميول. ويحلل

الآخر تأثير الميول على عوائد الاسهم في بلدان مختلفة، مع التركيز على الاختلافات الهيكلية عبر البلاد كمصدر رئيس للتغير في قوة التأثير (schmeling,2009:61)،(Chang at el ,2012:34).

وأشار (Nofsinger,2005:158)، الى ان القرار البشري في المجتمع يتأثر بمجموعة من المعتقدات الثقافية والعاطفية، وان المستوى العام للتداول او التشاؤم في المجتمع عندما تتأثر فان معظم ميول متخذي القرار المالي تتأثر بذلك عند تطبيقها على مجال الاسواق المالية، ووفقا (Kumer&lee,2006:235) فان ميول المستثمرين تعد من الظاهرة العالمية على نطاق السوق المالي (Nerea,2017:46). لذلك من الممكن تسمية ما يشعر به الافراد بميول المستثمرين وتمت دراسة دور ميول المستثمرين في الاسواق المالية من باحثين واكاديميين مثل (De long,1990:733)،(Barberies,1998:332)، فقد عمل كل من (Baker & Wurgler,2012:72) بمراجعة مؤشر الميول وبناء على المعالجات الميدانية للأسواق المالية وبيانات السوق، فقد اكد ان ميول المستثمرين يؤدي دورا مهماً في تفسير العوائد على الاسهم التي يصعب تقييمها ومكلفة في التقييم والتحكيم.

ويمكن تفسير ميول المستثمرين بانها الميل الى المضاربة، وتزيد الميول من الطلب النسبي على الاسهم المعروضة في السوق للمضاربة التي تكون تقييمها ذاتية وليس من السهل تحديدها، وايضا عوائدها تكون اعلى مما يمكن، و يرى (Baker&Wurdler,2006:22) ان الاسهم الصغيرة والاسهم كثيرة التقلب والاسهم الناشئة والاسهم المتعثرة والاسهم غير الربحة هي الاكثر صعوبة في التسعير ومن ثم هي الاكثر التي تتعرض لميول المستثمرين، وكثيراً من المهتمين بالأسواق المالية ابدو رأيهم عن الميول على انها تفاعل او تشاؤم بشأن الاسهم. وبصوره عامة ان تأثير التغييرات في الميول سوف يكون موحداً، ولكن الصعوبة في المراجعة تختلف من سهم الى اخر، وظهرت الادبيات ان المراجعة مكلفة ومحفوفة بالكثير من المخاطر بشكل خاص مع اسهم مختلفة معينة كالأسهم الصغيرة والأسهم غير المربحة والأسهم الناشئة والاسهم المتعثرة وكان لمفهوم ميول المستثمرين معاناة كثيرة وطويلة حتى بدأ في جذب انتباه الباحثين والاكاديميين وتم اعتبارها تحدياً للتمويل الكلاسيكي (al,2013:45).

وبما ان الميول له ارتباط بالوضوء الحاصلة في الأسواق المالية والمضاربة والتقلبات في الاسهم وفقاعات الاسواق، وبذلك يؤدي الميول دورا حاسما في تفسير العوائد للاسهم من خلال دراسة سلوك المستثمرين (Ryu et al,2017:64). ومتداولو الضجيج هم المستثمرين الذين يركزون على الرسائل المنشورة والايخبار في الأسواق

المالية او وسائل التواصل الاجتماعي في المواقع الالكترونية إذ يتنبؤون عوائد مستقبلية للاسهم المالية (Renualt,2017:24).

Types of investor sentiment

ثالثاً: انواع ميول المستثمرين

يبدأ تحليل الميول باستخراج وجهات النظر والآراء في منشورات وكلمات الناس والاعلام في الانترنت. إذ تتمحور المهمة الاولى التي يتم النظر فيها التفرق والتمييز بين انواع الميول سواء كان ايجابياً او سلبياً او محايداً وتسمى بتحليل التقاطع polarity analysis ويتم تحليل هذا التفسير من اجزاء موضوعية من كلام ينشره الفرد في الشبكات الاجتماعية ويطلق عليه (بالتحليل الذاتي subjectivity analysis). وكذلك ادخلت مهام (التحليل العاطفي emotion analysis) وحدد الفئة العاطفية من النصوص (الغضب والاشمئزاز والفرح والحزن) بينما يركز (تحليل الكثافة intensity analysis) في تحديد مستويات مختلفة من القطبية او العاطفة (على سبيل المثال ايجابية جدا، حزينة جدا). ثم تم تطوير طرائق تحليل الميول الحالية لمعالجة النصوص غير المهية في وسائل الاعلام في شبكة الانترنت ومعالجة المهمة وتصنيفها كمشكلة لإيجاد حل لها (Denecke et al, 2015:6)، وقد تم تصنيف الميول بالنسبة الى التنبؤ تلقائياً بقطبية واتجاه الميول وفي هذا الاساس صنفت الى ثلاثة انواع رئيسية وهي كالاتي: (Liang et al, 2014:511) و (Lien et al,2017:3)

1- الميل التفاؤلي او الايجابي (Optimistic or positive): وهي عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية عندما تكون مخاطرة عدم التأكد بالأسعار والعوائد منخفضة او وجود محفزات تدفع المستثمرين للاستثمار كأن يكون سلسلة من العائدات السابقة مرتفعة للشركة التي تريد طرح الاوراق المالية او ارتفاع زخم المستثمرين للاستثمار في القطاع نفسه وغيرها، وهنا يكون ميول المستثمرين ايجابية عندما تكون التنبؤات او الاحتمالات بشأن ربحية عملية الاستثمار مرتفعة.

2- الميل التشاؤمي او السلبي (Pessimistic or negative): وهي عملية اتخاذ قرار الاستثمار بسبب ارتفاع مخاطرة عدم التأكد بالأسعار والعوائد اي عدم وجود محفزات تدفع المستثمر للاستثمار كان يكون انخفاض زخم المستثمرين الذين يريدون الاستثمار في هذه الشركة، وتكون ميول المستثمرين سلبية عند انخفاض التوقعات بشأن ربحية عملية الاستثمار او وجود عامل مؤثر اخر.

3- الميل المحايد او ذاتي (Neutral or subjective). هي عملية اتخاذ قرار الاستثمار على اساس النظرية العقلانية او نظرية كفاءة السوق وعدم تأثير قرار الاستثمار بالعوامل التي تؤثر بسلوك المستثمرين ويسمى هذا التصرف بالسلوك الرشيد او العقلاني (Rational behavior) كما يمكن تحديد نوع ميل المستثمر

على اساس نوع المعلومات وكذلك تفسير واستخدام المعلومات التي تحدده العناصر الداخلية للتعاقد النفسي، اي ان المعلومات هي التي تحدد نوع ميول المستثمرين سواء اكان متفائلا او متشائماً، وهي كصفات شخصية تحدد كيف سيصور الافراد احداثاً مختلفة، ويمكن عد الاجراءات والنتائج عوامل مهمة في تفسير المعلومات وتوقعات وتحديد نوع ميول المستثمر (Stoilkovska et al,2015:146).

وهناك من صنف الميول حسب هيكليتها وهي كالآتي: (El-Din et al,2016:3)

1. الميول المهيكلة او الرسمية (Structured sentiments): تكون هذه الميول عند تحليل واستهداف القضايا الرسمية ككتب او ابحاث تدور عن الكتب المعنية او اشعارات عن المسائل العلمية في الواقع.
2. الميول النصف المهيكلة (semi- Structured sentiments): تكون هذه الميول بين مدى الميول المهيكلة او الرسمية والميول غير المهيكلة، هذا النوع يتطلب فهم العديد من القضايا عن الموضوع. ويعتمد في ايجابياته وسلبياته وايضا هو سرد بشكل منفصل لدى الكاتب في الايجابيات والسلبيات وعادة ما يكون المحتوى عبارات قصيرة.
3. الميول غير المهيكلة (Unstructured sentiments): هي عبارة عن تحليل نصوص غير رسمية وعادة ما تكون مجانية وكذلك لا يوجد فيها فصل بين ايجابيات وسلبيات الموضوع، والمحتوى يتكون من جمل وليس من عبارات قصيرة اذ تحتوي كل جملة عن معلومات مفصلة ومختلفة عن الاخرى.

رابعاً: العوامل التي تؤثر في ميول المستثمرين Factors that influence investor sentiment

ان سلوك المستثمر يتغير بسبب عدد من العوامل التي سوف تؤثر في مزاجه ومن ثم تؤدي الى التغير في قرارته المتعلقة بالاستثمار سواء اكانت ايجابية او سلبية وهي ما تعد مخاطرة بحد ذاتها لأنها سوف تغير من عملية الاستثمار ومن المحتمل ان يتم الغاء الاستثمار.

وهناك عدد من العوامل التي تؤثر على سلوك المستثمرين وهي كالآتي (الكيم،2020:45):

- 1- الطقس (weather): يتوهم اغلب الناس بين مفهومي المناخ والطقس يستخدمونها للتعبير احدهما عن الاخر وبدون معرفة الفرق بينهما، وفي الحقيقة هما يختلفان عن بعضهما، يعد الطقس حالة الجو في المدى القصير، والمناخ حالة الجو في المدى البعيد، وان الطقس يؤدي دورا بارزا وكبيرا في حياة الناس وان التغيرات المعتادة التي تحدث في الطقس لها اثر على سلوك ومزاج الأشخاص، وهناك العديد من

المؤشرات التي توضح الطقس وهي شروق الشمس والامطار ودرجة الحرارة وسرعة الرياح واتجاهها والضغط الجوي والرطوبة وتساقط الثلوج (الحسنائوي،2015: 7).

2- الأعلام و الأخبار (The media & News): يعد سوق الاوراق المالية سوق نشط أذ يعتمد بصورة اساسية على المقالات الإخبارية المنتشرة في الاعلام والتواصل الاجتماعي وبشكل كبير أذ تعد هذه الاخبار احد مصادر المعلومات للأسواق المالية (Li et al,2014:2). ان قرار الاستثمار للمستثمرين والشركات يعتمد بشكل كبير في التقارير الاعلام والاخبار، وايضاً تتأثر بشكل كثيف بنوعية الاخبار، وهذا يعني اذا كانت الاخبار جيدة فأنها تعطي حافز للمستثمر الاستثمار في هذه المؤسسة، في حين اذا كانت الاخبار التي يتم تداولها في وسائل الاعلام عن المؤسسة بشكل سلبي فسوف يؤدي الى عزوف المستثمرين عنها، أذ تؤدي وسائل الاعلام دور المعلومات لأغلب الاسواق المالية في عصر الحداثة ويحل بعض مشاكل عدم التماثل بالمعلومات بين المستثمرين والمؤسسات الموجودة، هناك الكثير من الملاحظات الغير الرسمية توهي الى ان محتوى الاخبار المالية قد تكون مرتبطة بعلم الاجتماع والنفس ومع ذلك قد يكون من غير الجيد ان تعكس هذه الاخبار والأعلام المعلومات عن المستثمر بشكل جيد او تعكس سلوكهم بشكل جيد او تضخم هذه الاخبار (Tetlock,2005:2).

3- عدم التأكد (Uncertainty): هو التخوف من عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية او الجهل بعمليات الاستثمار ومن ثم سوف يؤثر بصوره سلبية في تحيزات وسلوك المستثمرين ومن ثم سوف تتعكس على قرارات الاستثمار، قد يعكس عدم التأكد ميول المستثمرين بشكل كبير سواء كان في الحالة المتفائلة او الحالة المتشائمة وترتبط ارتباطاً كبيراً في عوائد الأوراق المالية، كما من الصعب التوقع بعوائد بسبب حالة عدم التأكد من تكاليف المعاملات وعدم التماثل في المعلومات، وعدم تجانس بين الوكلاء مثل المتحوظين والمستثمرين والمضاربيين (Gupta et al,2014:368).

4- الاعراف والشرائع (Laws and customs): تعد الطقوس الدينية في البلدان المسلمة، مثل شهر رمضان المبارك والحج والاعیاد، عوامل تؤثر في سلوك المستثمرين وخلال فترة محددة عن طريق الاعراف الدينية، قد يؤكد المسلمون على ممارسة الانشطة الحلال (حسن العمل) والابتعاد عن الانشطة الحرام (المحظورة) وذلك لكي يكون اكثر قربة الى الله عز وجل، وذا السلوك الديني ينتج عنه مزاج ايجابي ويؤدي الى ان يكون المستثمر اقل تمييزاً بما يتعلق بالاستثمار في سوق الاسهم والسندات، قد يحصل هناك ميول متزايد للاستثمار في الأسواق المالية الإسلامية، يعد الحج ورمضان اكثر العادات التقليدية الدينية شهرة في العالم وله تأثير واضح على شريحة كبيرة من الناس، ان صيام شهر رمضان ينتج عنه نشوة لدى الافراد والتي

قد تؤثر في سلوك المستثمرين ومن ثم يكون لها اثر ايجابي في اسواق الأسهم والسندات في الدول الإسلامية، وبالتالي سوف يزداد الأقبال على الاسهم في سوق الأوراق المالية الإسلامية نتيجة لتلك الظاهرة (Abbes&Abdelhedi-zouch,2015:3).

5- الاحداث غير الاقتصادية (Non-economic events): ان الاحداث غير الاقتصادية الكبرى مثل الرياضة والعطلات وغيرها فأنها تؤثر على ميول المستثمرين والتحيز السلوكي الذي تسببها فأنها تنعكس على اسعار الأوراق المالية فقط الى الحد الذي يؤدي الى جذب انتباه المستثمرين الى انشطة السوق. ان الانشطة الرياضية لها تأثير كبير على اسعار الأسهم وعوائدها على سبيل المثال يرتبط الإقصاء من بطولة كبيرة لكرة السلة او كرة القدم بعائدات اليوم التالي في مؤشر سوق الأوراق المالية ويكون التأثير اقل لهذه الرياضات الاخرى اذا ما قارناها مع كرة القدم، تعد كرة القدم هي الرياضة الاكثر شعبية واهمية ومن ثم قد تسبب بتأثير قوي في تفاؤل أو تشاؤم المستثمرين، فأن اسعار الاوراق المالية تتغير نتيجة لهذه الاحداث (Edmans et al,2007:1968).

خامساً: تحليل ميول مستثمري الأسهم Sentiment analysis for investors

عند تفسير ميول المستثمرين من الافضل تناول مفهوم الحدس او التنبؤ، يمكن تعريف التنبؤ (بأنه التوقع بسلوكيات المستثمرين او تصرفاتهم والاحتمالات التي تقترح توضح نهج المستثمر من خلال البيانات الخاصة به). هناك عدة طرق المتعلقة بتنبؤ بأسعار الاسهم وهي كل من تحليل الميول والتحليل في العلاقة وتفاؤل او تشاؤم الميول او الميول المحايد (Hazan at el,2017:265).

التنبؤ بالأسعار يمر في ثلاث مراحل هي تحليل الميول ودراسة العلاقة بين المتغيرات والارتباط بينها، وبعد ذلك يمكن معرفة ميول المستثمر ايجابي ام سلبي، ان تحليل الميول هو معالجة اللغة الطبيعية وتقلبات تحليل النصوص لتحديد واخراج المعلومات و تحديد سلوك المستثمرين عن طريق تحليل البيانات والتنبؤ بسلوكهم وتصرفهم، وعملية تحليل الميول تدر بالفائدة إذ تمكننا من الحصول على اللحات العامة والمواقف وراءهم باستثماراتهم (Boudad,2017:12)، ويعتمد تحليل الميول على مجموعة من التفسيرات (Zhu et al,2017:1165):

- 1- تفسير وتوضيح ميول المستثمرين تمثل سلوك وتوجهات المستثمرين.
- 2- من خلال ميول المستثمرين يمكننا التعرف مدى تأثر المستثمرين بالعوامل المسببة لميولهم في الاستثمارات وايضاً تحديد اتجاه المستثمرين إذا كانوا متفائلين او متشائمين او محايدين.

3- من خلال الميول يمكن بناء نموذج رياضي (صيغة رياضية) وفق البيانات المتوفرة لتوضيح قوة تأثير هذه العوامل على الاستثمار.

4- عمل اختبارات والتقييم وفق النموذج الرياضي التي وفرتها البيانات الاحصائية وبعدها الوصول الى النتائج.

5- تفسير وتحليل النتائج التي سوف تظهر ومعرفة التغير الحاصل في الميول لغرض تحديد نوع ميول المستثمرين وهل هم متشائمين أم محايدين أم متفائلين.

ربما تستخدم المؤسسات المصدرة للأوراق المالية وسائل التواصل الاجتماعي من أمثلها الانستكرام والفيس بوك وغيرها بهدف معرفة خبرات ونوع المستثمرين، إذ يمكن معرفة ميول واتجاه المستثمر وقرارته من خلال الاستراتيجية التي يتخذها (Howelle et al,2017:22).

يتوجه الاكاديميون والباحثين في تحليل ميول المستثمرين ومعرفة تحيزهم وسلوكهم عن طريق التشاؤم او التفاؤل، وبسبب معرفة الميول يرجع ذلك الى معرفة السلوك ومزاج المستثمرين في المدى القصير، وايضا العاطفة التي تؤدي بالميول الى القرارات الاستثمارية المختلفة (Chau et al,2016:41).

وتتنبأ النظرية التقليدية السلوكية بأن الميول يمكن ان يؤثر على تسعير الأوراق المالية وذلك عن طريق شرطين اساسين: (Qui et al,2004:13).

1. الاحتفاظ بالأصول بسبب العواطف والميول والوضوءاء.

2. كلفة المعاملات لمنع المراجعة، إذا تم شراء الأوراق المالية بسعر عالي فإنه يعد ميلاً لأنه لا يمكن مراجعة في ظل الاسعار المرتفعة.

وهناك قضية رئيسة اخرى هي القياس الفعلي للميول، اذ تختلف هذه من دراسة الى أخرى، اذ يعتمد الباحثين على الكثير من المؤشرات المالية، واعتمد الباحثون في قياس الميول على نوعين من المقاييس اولا المقياس المباشر باعتماد الاستبانة، والثاني مقياس غير مباشر باعتماد نماذج كمية لبيان ميول المستثمرين في الاسواق المالية. وقد توصل المهتمون في دراساتهم باستخدام المؤشرات المالية عديدة وبينوا ارتباط الميول بعوائد الاسهم وما ينتج عنها من تأثيرات اضافية على كفاءة السوق المالي. (Kiarash et al, 2016:61) و (Jansen&Nahuis,2003) و (Frazzin&lamont,2008:22) و (Ljungqvist et al,2006:61)، واكدت دراسة (Huang et al, 2015:14) باستخدام مؤشرات اقتصادية لقياس الميول تنتبأ بعوائد الأسهم،

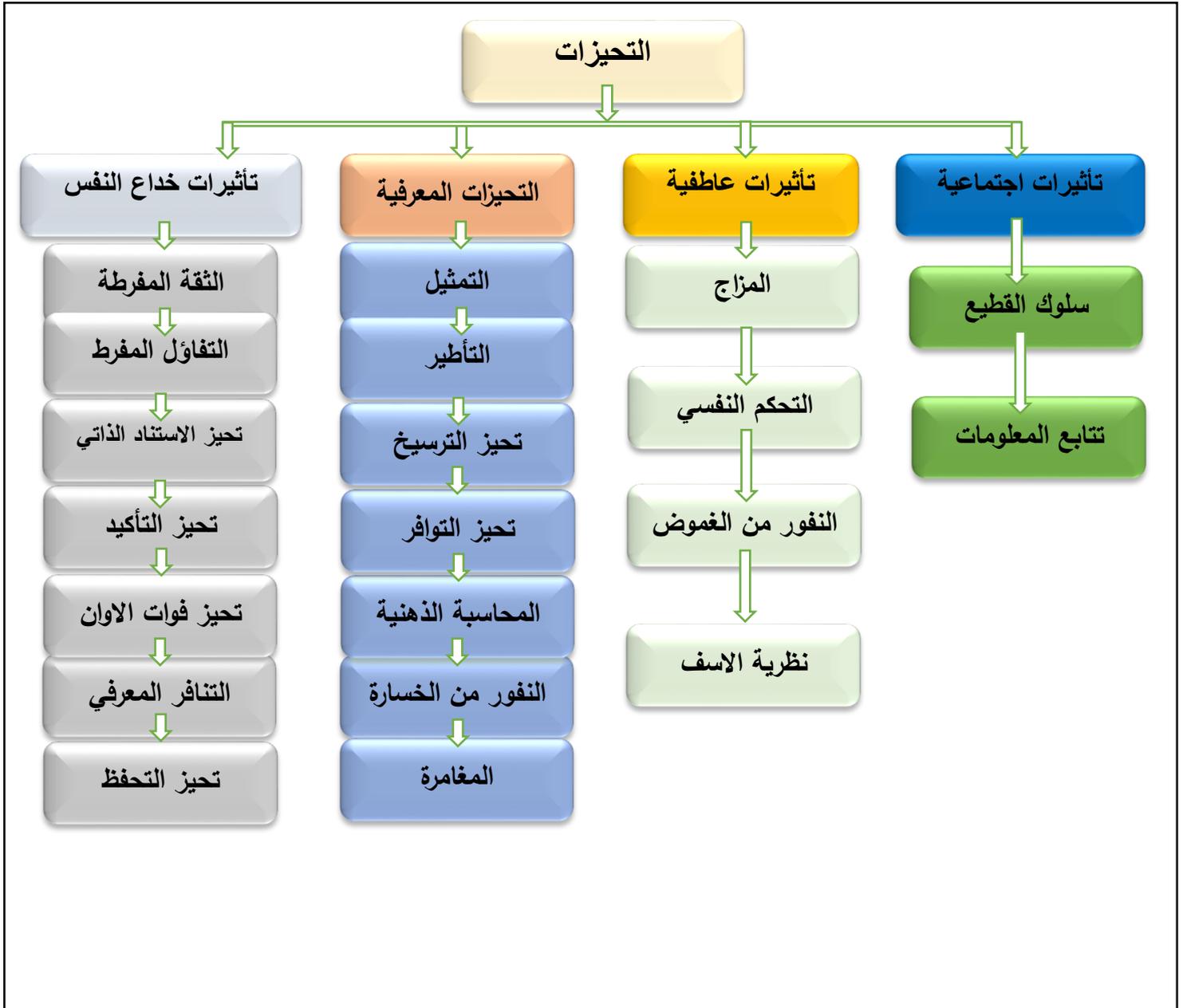
فارتفاع الميول للمستثمرين اليوم تتوقع انخفاضاً بعوائد السوق في المستقبل (Baker & Wurgler,2007)، وكذلك قد تتعزز عائدات السوق بارتفاع ميول المستثمرين (Yang&Copeland,2014).

سادساً: العوامل السلوكية التي تؤثر في عملية التداول Factors affect the trading process

العوامل السلوكية تعد ذات انطباعات عاطفية ونفسية على المتعاملين في الاسواق المالية تؤدي الى سلوك سلبي اذ سوف يؤثر على القرار الاستثمار، ومن ثم على القرار الاستثماري في الأسواق المالية. فالرغبة الاجتماعية والنفسية هي التي تتصدر الاحداث المالية في سوق الأوراق المالية، وان الميل عن النموذج القياسي من سلوك الاقتصادي له اثر واضح لتوضيح الاقتصاد الكلي لمثل هذه الامور او السياسيات (Shiller&Akerlof,2009:54).

واجه المستثمرين الذين يتخذون القرارات المالية العديد من الظروف التي ستؤثر في قراراتهم، وقد أكد الاقتصاديون بأن الاخطاء التي يقع بها الافراد في صنع القرار كانت مستقلة عن بعضها. كانت الابحاث في مجال علم النفس (التجريبي) يبين ان الافراد لديهم تحيزات سلوكية متشابهة وان الاخطاء تقع متشابهة، ارتكزت الاخطاء التي يرتكبها الافراد في عملية اتخاذ او صنع القرارات الى اربعة اسباب اساسية. وتشمل هذه الاسباب هي الخداع الذاتي، التحيز المعرفي، والعاطفة، والتفاعل الاجتماعي (Hirshleifer,2001).

ويوضح الشكل الاتي تصنيف التحيزات التي تسبب الاخطاء وتظهر في مجموعة واسعة من تلك التحيزات وسوف يتم تعريفها.



شكل (2-1) التحييزات والتأثيرات التي تواجه المستثمرين (اعداد الباحث) بالاعتماد على المصادر

Self-deception

1-6: تأثيرات خداع النفس

يعتقد الاقتصاديون ان الافراد يستخلصون الدروس من الاخطاء التي يقعون بها في الماضي ويقومون بتوليد سلوك في المستقبل بحسب هذه الاستنتاجات، وقد بين علماء النفس ان التعلم من مواقف واخطاء الماضي عملية تحتوي على مواقف احتمالية، فإنه يعيق قدرة خداع الناس على اخذ مواقف من اخطاء الماضي. ولأن هذا الاتجاه يجعل الافراد لا يفهمون وضعهم تماماً. ويعتقدون أنفسهم في وضع أفضل مما هم عليه. إذ أن الخداع الذاتي يؤدي

الى ظهور اتجاهات جديدة لدى الافراد (Hirshleifer,2001:1534)، ومن الافضل ان ندرج التحيزات التي تندرج وفق خداع النفس وهي الثقة المفرطة والتفاؤل المفرط وتحيز الإسناد الذاتي وتحيز التأكيد وتحيز فوات الاوان والتنافر المعرفي وتحيز التحفظ. سوف نعرف هذه التحيزات وما تشير اليه:

1-1-6: الثقة المفرطة overconfidence

وهي الوهم المعرفي (الأيمان غير المبرر بالقدرات والاحكام)، أذ تؤدي الى المبالغة في تقديرهم لفهمهم والسيطرة على الامور والاحداث، وتقليص حجم المخاطر (Pompian,2005:51)، المستثمر الذي يثق بقدراته بشكل مفرط يركز على المعلومات التي لديه ويعتقد ان ادوات الاستثمار التي يختارها ستعمل جيداً، وقد تؤدي الثقة المفرطة الى التقدير غير صحيح لمستوى مخاطر الاستثمار (Peterson,2007:457).

2-1-6: التفاؤل المفرط excessive optimism

يعد استخدام افضل التوقعات لنتائج القرار الاستثماري الفردي هو التفاؤل، وهذا التحيز هو تحيز يؤدي الى المبالغة او الافراط في الاعتماد على المعلومات والافراط في تقدير المعلومة وايضاً المبالغة في تقدير النتائج، وبالتالي فقدان السيطرة على الاحداث، والتقليل من المخاطر (Iqbal,2015:79). يعد الزيادة او الافراط في التفاؤل سبباً للكثير من الاكتشافات العلمية والحروب والأنشطة الاقتصادية، فضلاً عن ذلك تعلقه بالاستثمارات ففي الغالب يؤدي الى قرارات خاطئة (الصدقي،2012: 14).

3-1-6: تحيز الاسناد الذاتي Self-attribution bias

ان التحيز الذاتي هو مفهوم ليس بالجديد في علم النفس ويشير الى ميول الفرد الى إسناد النجاحات الى الإخفاقات والمهارات الشخصية الى عوامل خارج عن إطار ارادته. ويتم دراسة هذا التحيز في بحوث التمويل ويعزز الاستثمار ويعد اساسياً (Arvid O.I. Hoffmann, at el,2014:28).

4-1-6: تحيز التأكيد confirmation bias

أخذ الانطباع الأول عند معرفة شخص لأول مرة، يحب الافراد الى اخراج المعلومات والوقائع المخالفة لأفكارهم ومعتقداتهم، ويميلون الى من يؤيدهم بأرائهم، ان التحيز التأكيد يجعل المستثمرين يبحثون دائماً عن الذي يؤكد آرائهم الاقتصادية بدلاً من الذي يناقضهم بمعتقداتهم ومعلوماتهم (Dave and Wolfe,2003:187).

Hindsight bias**5-1-6: تحيز بعد فوات الاوان**

يتم التعبير عن التحيز بعد فوات الأوان بالانحياز المتأخر، ان الافراد يضمنون ان هذا التحيز يمكن التنبؤ به عندما يتم حدوثه في الماضي. ويتم هذا السلوك نتيجة لأدراك او فهم ابسط للنتائج و للنتائج غير محدودة التي لم تحقق افكار الافراد، ومن ثم سيؤدي بالمستثمرين الى التأكيد بصحة ما تم التنبؤ به (Pomoian,2006:823).

Cognitive dissonance**6-1-6: التنافر المعرفي**

ان الافراد يكونوا متناقضين مع المفهوم في ذهنهم، أن التنافر المعرفي له دور اساسي، يعاني المستثمرون من قلق وانزعاج داخلي بسبب هذا التنافر، ان المستثمرين الذين لديهم تنافر إدراكي يحاولون تغيير المشاعر أو القيم أو الأفكار السابقة أو تبرير قراراتهم الخاصة. وفي مجال هذه الخلفية المستثمرون قد يختارون استثمارات خاطئة وبالتالي هذه القرارات الخاطئة سوف تؤدي الى حدوث خسارة (Ricciardi and Simon,2000:9).

reservation biases**7-1-6: تحيزات التحفظ**

يمكن توضيح مفهوم انحياز التحفظ حيث ان المستثمر يطع على المعلومات عندما تتعارض المعلومات التي يتم اتخاذها مسبقا مع المعلومات الجديدة، القرارات التي تم اتخاذها بوجود معلومات متوافقة مع هذه القرارات، ان تقييم المعلومات تساعد الافراد على اتخاذ القرارات، التحفظ يميل الى جعل الافراد غير متفاعلين بشكل كبير الى معرفة جديدة (Dave and Wolfe,2003:197).

Cognitive biases**2-6: التحيزات المعرفية**

العقل البشري يحلل الاشارات التي يستقبلها من خلال المعلومات باستعمال بعض الاختصارات لتخفيض عملية التحليل، على الرغم من انها مميزه من حيث الوقت الوفير، إلا أنها تزيد القدرة على ارتكاب الأخطاء، أذ لا يجوز تمرير كل المعلومات عن طريق مرشح التقييم. ويمكن توضيح اكثر الأمور المتكررة للتحيز المعرفي وهي كالاتي: (Boyukaslan,2012:78).

representation bias**1-2-6: تحيز التمثيل**

يمكن توضيح التحيز التمثيل هو حالة عدم التأكد أو عدم اليقين، او احتمالية تقييم لحدث ما أو حالة غير مؤكدة (Kahneman and Tversky,1972)، وفي سوق الأوراق المالية، يستنتج المستثمر الخاضع للاستلال

التمثيلي الأداء السابق للمؤسسات مفسر للأداء الذي تستمر الشركة في تحقيقه للمستقبل، يمكن التفكير بسهولة بأن الشركة لديها ارباح متتالية ايجابية سوف تستمر في اداء مماثل على الرغم من ملاحظته للأداء الذي تم في الماضي انه لا يمثل الشركة. وكذلك ان الشركات التي لديها ارباح سلبية مستمرة تعد شركة فاشلة وسوف تستمر في الاداء الضعيف (Ramzi Boussaidi,2013:79).

2-2-6: التأطير framing

التأطير يعرف بأنه الطريقة التي يتفاعل بها الأفراد وبالشكل المختلف لفهم أو إدراك واستجابة لمشكلة، ويتم تفسيرها بشكل مختلف للمشكلة نفسها، من الممكن تقييم الخيارين اللذين احتمالية الحدوث نفسه والشيء نفسه وبالشكل المختلف بسبب الاختلافات في التعبير، فبالرغم لقيمة ما تقابل ربح نصف القيمة لمرتين أو من مكانين، ولكن يكون من الافضل اخذ الطريقة الثانية لأنها تزيد من المنفعة وايضاً لأنها تعبر عن تحقيق الربح من اكثر من مكان واحد أو لأكثر من مره واحدة (Pompian,2006:82).

3-2-6: تحيز الإرساء أو الترسيع Anchoring bias

عندما يقوم العقل البشري بتحليل المشكلات المعقدة، فإن التحيز لتشخيص نقطة مبدئية مرجعية و لترتيب هذه النقطة في اتجاه المعلومات المستقبلية الاضافية يسمى استدلال الإرساء، وبالتالي قد يقوم هذا التحيز بالتسعير بشكل غير صحيح للأصول المالية (Kahneman and Tvesky,1974:68).

4-2-6: تحيز التوفر Availability bias

يقوم العقل بالتوجه الى المعلومات البسيطة عن طريق تكبيرها (Kahneman and Tvesky,1974:73)، ان الحيوية والدرابية والسلبية هي عوامل تجعل المعلومات اكثر اتاحه، فأن الافراد يمتلكون قدرة معالجة معرفية قليلة ومحدودة، ان سعة العقل تعالج وترتكز المعلومات قيد التركيز وبسهولة في الذاكرة (Nadia at el,2018:24).

5-2-6: المحاسبة الذهنية Mental accounting

يمكن تعريفها بأنها نوع من التأطير التي يكون الافراد حسابات روحية ونفسية للفوائد المتعلقة بخياراتهم والتكاليف (Thaler,1980:60)، المحاسبة العقلية تساعد الافراد على مراقبة العمليات المالية وترتيب استهلاكها، فأن التفاعل المتبادل بين الاستهلاك و الدفع (يعرف باسم الاقتران)، تعتمد على ان الفائدة الايجابية للاستهلاك تتعدى الفائدة الدفع السلبية، عندما يقوم الافراد بالدفع فأنهم يشعرون بألم الدفع، فأنهم سوف يشعرون بألم التكلفة

التي يتحملها وبالتالي قد يقلل من مشاعرهم الايجابية المتعلقة بالاستهلاك في المستقبل، ومن ثم قد تقل متعة الاستهلاك بسبب التفكير في الدفع المستقبلي (Ali Besharat,2012:36).

6-2-6: النفور من الخسارة Loss aversion

يعرف النفور من الخسارة بأنه ما هو الموقف الذي يحدد المستثمرين الافراد نحو المخاطرة، وهي احد الافتراضات الاساسية للتمويل السلوكي هو ان المستثمر يتردد في الخسارة، وليس للمخاطرة، وقد بين ان المستثمرين مستعدين تحمل المزيد من المخاطرة للتخلص من الخسارة المحتملة، وبتوضيح اكثر ان التأثير السلبي للخسارة هي اكثر اهمية من التأثير الايجابي (الريح) بالنسبة للأفراد، وتسمى النفور من الخسارة (Benartzi and Tryan,2012:98).

6-2-7: مغالطة المقامر Gambler fallacy

تعني مغالطة المقامر الاعتقاد المخطئ بأن حدث ما سوف يحدث بشكل عشوائي ومستقل ويكون اقل احتمال لحدوثه ومن الغير المؤمل ان يحدث مرة ثانية، فأن الاشخاص الذين يلعبون لساعات متواصلة في المقامرة، يعتقدون ان كل الالعاب مستقلة عن بعضها، ويتصورون انهم قريبين من الفوز بالجائزة الاكبر في كل مرة يخسرون فيها، وهذه المغالطة تشمل المستثمرين الافراد وتطبق عليهم ايضاً (Suetens and Tryan,2012:98).

6-3: التحيزات العاطفية Emotional biases

العاطفة هي إدراك العمليات الذهنية أو المحفزات الجسدية، وبما يخص الاتجاه العاطفي هو فهم واستيعاب القرارات الناتجة من العوامل العاطفية، ويمكن اعتبار الموقف الذي له تأثير سلبي فعلي بسبب التحيز العاطفي وكذلك له تأثير إيجابي، في القرارات قصيرة الأجل يكون اتجاه المعرفة أكثر فعالية أما في القرارات طويلة الأجل فأن الاتجاه العاطفي هو الأكثر فعالية في اتخاذ هكذا قرارات، ان التحيزات العاطفية تجعل الناس تفسر الاحداث بشكل غير صحيح أو خاطئ وبالتالي سوف يتخذون قرارات خاطئة على ضوء التفسيرات الخاطئة. هناك أنواع عدة رئيسة للتحيزات العاطفية هي النفور من الأسف النفور من الغموض والتحكم الذاتي والمزاج (Ozan,2010:24).

6-3-1 النفور من الأسف Aversion to regret

من ناحية الاستثمارات، يمكن تعريف الأسف هو الألم الذي يشعر به المستثمر عندما يعلم ان لديه نتيجة افضل لاختيار بدائل في الماضي وانه اصبح متأخر لتغييره، فأنه يعد عاطفة سلبية قوية، يدعي النفور من الأسف يتحرك الافراد عن طريق اضافة الندامة على أنهم يستطيعون العيش في المستقبل، وينظر المستثمرون هذا الشعور على انهم يمتلكون الاسهم في محافظهم، ويبيعون الاسهم التي تعود عليهم بالأرباح ولا يندمون على قراراتهم بما يخص استثماراتهم (Ozan,2010:25).

6-3-2: النفور من الغموض Aversion to mystery

النفور من الغموض هو ان المستثمرين يحبون او يفضلون المجازفة بدلاً من الخيارات المجهولة او غير المعروفة، يحاول المستثمرون تجنب حالات عدم التأكد أو المواقف التي يصعب التوقع بالنتائج، يستطيع المستثمرون شراء الأصول المالية التي بواسطتها يمكن تقدير الاحتمالات وتوزيعها ويفضلون اقل المخاطرة في نفس مستوى العائد كمثال لسلوك النفور من الغموض (Ahn et al,2014:212). والتفضيل المعتاد والمألوف هو ان المستثمرين يفضلون الاستثمار في الشركات المحلية بدلاً من الاستثمار بمنافع التنوع العالمي. ومن ثم اقل خطورة (Berger,2013:109).

6-3-3: التحكم الذاتي Self-Control

هناك بعض الصعوبة في اتقان السلوكيات والحركات والافكار الخاصة للأفراد، ان الامور التي تحدث للأفراد في حياتهم سوف تجعلهم يتركون تلك الامور أو الاحداث بالتطور وبالتالي سوق يقع عدم التحكم في الحركات والسلوكيات وغيرها، أي ان الناس سوف يواجهون صعوبات في السيطرة على أنفسهم، ومن ثم ان عدم التحكم في أنفسهم او السيطرة عليها سوف يدل على عدم الارتباط الذاتي الداخلي، يمكن للناس الذين يواجهون صعوبة في التحكم في أنفسهم ان يرتكبون الأخطاء التي هي ليست من صالحهم في المستقبل، مثل الاهتمام بأهداف قصيرة الاجل (Boyukaslan,2012:48).

6-3-4: المزاج Mood

تتأثر التنبؤات المستقبلية للأفراد الذين يعانون من عدم التأكد بالمزاج، ويكون الناس سعيدين ومتفائلين بروح جيدة وسعيدة ومتشائمين إذا أصبحوا بمزاج حزين، ومن ثم سوف ينعكس هذا المزاج على توقعات السوق وتفسيراته،

ويعتقد المستثمرون انهم إذا كانوا في مزاج جيد فسوف تكون هناك عوائد جيدة، أما في حال المزاج السيئ تكون اسعار الأصول التي يمتلكونها منخفضة (Wright and Brower,1992).

4-6: التحيزات الاجتماعية Social Bias

يمكن تعريفها على انها ميول سلوكي فأن غالبية المجتمع يتقاسمها، أذ تؤثر على قرارات وافكار وانشطته الاشخاص حتى تقيدها، بدلاً من كفرد منعزل أو منفرد يميل الأفراد الى التصرف كمجموعة ينتمون اليها، وبسبب التخوف من العزل أو الابتعاد عن المجموع فإنه يعتقد ان قرارا الأغلبية هو الصح، ومن ثم يشعرون المستثمرون بالفضول بشأن ما يعملونه اغلب الأفراد ويميلون الى ان تكون استثماراتهم موازية لهذه الحالة إذا كانت تعدد الأغلبية وقد استثمر في هذا الاتجاه فأن المستثمر سيكون متأكد من قراره (Ozan,2010:29). وتشمل التحيزات الاجتماعية تابع المعلومات وسلوك القطيع.

1-4-6: تتابع المعلومات information relay

إنّ المستثمرين يميلون الى اهمال معلوماتهم الخاصة عند اخذ القرارات ويميلون الى متابعة هؤلاء المستثمرين مع الاخذ بأن المستثمرين الذين اتخذوا القرارات الفعلية للاستثمار يستعملونه معلومات اكثر فائدة (Bikhchandani et al,1992:32). يعد تأثير المعلومات المتتابعة على مراحل، في سبيل المثال اذا انخفض أو ارتفع سعر السهم بطريقة يصعب تفسيرها في اي حدث اقتصادي، ومن ثمّ البعض المستثمرين يعتقد ان المستثمرين الاخرين لديهم معرفة مختلفة أو أكثر، وان هذه النقصان أو الزيادات ناتجة عن (المبيعات أو المشتريات) و وفق هذه الاعتبارات الى استمرار النقص أو الزيادة في سعر السهم، تضمن هذه الحركة ان المستثمرين الذين لم يتأثروا حتى الآن بمقدورهم رؤية أن اتجاه النقصان أو الزيادة فسوف يستمر وهذا يجب أن يكون سبب وجيه واتخاذ الإجراءات اللازمة، فأن اسعار النقصان أو الزيادة مرة أخرى، وتستمر النقصان أو الزيادة في الأسعار لفترة من الوقت بمساهمة المستثمرين جديدين في عملية التأثير المتتالي (Ozan,2010:43).

2-4-6: سلوك القطيع Herd behavior

يعني سلوك القطيع ان المستثمرين يعملون ويتصرفون حسب تحركات المستثمرين الآخرين، وليس على اساس تقييماتهم و معرفتهم، وبسبب سلوك القطيع، يتخلى المستثمرين عن معتقداتهم ومعارفهم لتقليد سلوك المستثمرين الآخرين (Chang et al,2000:58)، والسبب وراء ذلك بأن المستثمرين الاخرين لديهم معرفة مختلفة لا تتشابه مع ما يعقدونه، وبالتالي يقلدون المستثمرين الأكثر احترافاً منهم واتباعهم، وهذا الذي يحرك العقل الباطن للمستثمرين

الذين يقدرهم الشخص بطبيعته (Rizzi,2008:86). ويعتبر العمل الناشئ المشترك نتيجة لتحليل الاخبار والمعرفة من قبل الأفراد سلوكاً مزيفاً في القطيع، يصعب التمييز بينه وبين سلوك القطيع الحقيقي دون وضوح اسباب منطقية والتحليل وذلك بسبب لأن هناك الكثير من المتغيرات التي تؤثر على (سلوك القطيع، السوق، والفرد)، يمكن ان يظهر سلوك القطيع الحقيقي ليس فقط عن طريق التحليل العقلاني للبيانات والمعلومات وايضاً عن طريق تقليد المحترفين و المهنيين، إذ يتأثر سلوك القطيع المزيف باستمرار بالعوامل النفسية (Chang et al,2000:64).

سابعاً: تأثير ميول مستثمري الأسهم في الأسواق المالية **The role of investor sentiment in the financial markets**

نظرية السوق هي التي تجعل المستثمرين عقلانيين وهي لا تأخذ الميول بمدة زمنية معينة اي بمعنى لا وجود للميول مع نظرية السوق الفعالة، ان نماذج اختيار المحفظة التقليدية (الافتراض الأساسي) هو ان المستثمرين لا يتأثرون بالميول، ان الدراسات الحديثة رفضت هذه الافتراضات، واكتشفت ان الميول يؤثر بدرجة كبيرة في عائدات الأسهم في السوق (Brown & Cliff,1998)، (Baker & Wurgler,2006)، (Shleifer,Barberis & Vishny,2007)، (Yang & Copeland,2014). وقد قدم Barneris et al (1998) نموذج الى الميول باستخدام الثقة الزائدة أو المفرطة نموذج لسلوك المستثمر، أما (Arik,2011:23) وقد وضح في دراسته لميول المستثمرين في عام 2010-2011 ان 55% متفائلين كانوا في تلك المدة.

اهتمت النظرية السلوكية على المتداول العاطفي بدلاً من المتداول العقلاني، وبالتالي فإن ميول المستثمرين لها دوراً مهماً في الاسواق المالية، يتم التحقيق في دور الميول لدراسات المالية، وتم تقسم النتائج الى مجاميع أربعة، قدمت المجموعة الأولى اذا زاد الميول الإيجابي، فإن عائدات الأسهم ستزداد، وايضاً ارتفاع الميول السلبي سوف تقل عائدات الأسهم، فإن ميول المستثمرين له تأثير قوي ومباشر على عائدات الأسهم (Yang&Copeland,2014:66)، وان المجموعة الثانية تعتقد بأن ميول المستثمرين يؤدي دوراً مخالف او معكوساً في السوق، سوف يؤدي تحسين ميول المستثمرين الى خفض عائدات الأسهم في المستقبل (Baker,2007:45)، والمجموعة الثالثة تظهر ان الميول لا يؤثر على عائدات الاسهم والتقلبات فقط ولكنها ستتأثر به ايضاً (Antoniou et al ,2013:78). المجموعة الرابعة بخلاف جميع الدراسات تبين لميول المستثمرين لا تعدّ مهمة جداً بالنسبة لأنشطة اصدار الأسهم.

أوضحت الدراسات التي تخص ميول المستثمرين في السوق المالي البريطاني ان تفاؤل بالميول ادى الى الفائض في العوائد المالية، والميول المتشائمة فأنها ادت الى خفض العوائد الفائض بفترة 6 الى 12 شهراً (Copeland,2014:34). في حين تطرق الباحث (Antoniou et al,2013:54) تم تقييم استراتيجية الزخم و العمل بها ووجد ان الميول في حالة التفاؤل بفترة ستة اشهر أو في المدى القصير يحدث ارباحاً جيدة، زيادة 2% من العائد الشهري الاعتيادي، بعكس التشاؤم في الميول قد ولد خسائر تقدر 32% من العائد الشهري، اذ ان استراتيجية الزخم لا تجني الارباح في حالة الركود، لها تأثير عكسي على هبوط الأسعار، في حين ان الزخم في النمو له تأثير ايجابي على العوائد.

وقد اوضح (Wurgler,2007:76) ان الميول كان عالياً فأن العوائد المتحققة قليلة، في السوق المتفائل كان هبوط العوائد بمقدار 14% من الطبيعي، وقد بين في الشركات اليافعة الصغيرة، وقد وضح في دراسته (Baker&yuan,2012) ارتباط التفاؤل في هبوط عوائد الأسهم، وهذا ما ينطبق على دراسة (Schmeling,2009:74) تأثير الميول في العوائد وتأثر العوائد بالميول وهو مؤشر بأن التفاؤل عند المستثمرين يؤدي الى تقليل العوائد في المستقبل، فدراسة (Feldman,2010:42) وضحت تقلبات الميول في العثر على الأزمات والتقلبات في السوق المالي.

الدراسة التي قدمها (Shu & Chang,2015,75) مفاده ان التفاؤل القوي للمستثمرين هو السبب الكامن في المبالغة بتقييم الأسهم، ومن ثم يؤدي الى التقلب في اسعار الأسهم وعند اختفاء الميول الإيجابي تذهب التقلبات في الاسواق مسببة ركود وانخفاض في سعر السهم المالي.

دراسات الميول المدعمة تخلق العلم بالأخطاء السلوكية للمستثمرين فسوف تولد لهم فرص لعوائد افضل، وهذا الدراسات اكدت ان هناك ارتباط قوي بين المعلومات التي يحصلون عليها و ميول المستثمرين، وايضاً هناك العديد من الدراسات اوضحت العلاقة السلبية بين العوائد والميول، فانخفاض أو ارتفاع عائدات الأسهم يرتبط بانخفاض أو ارتفاع الميول الايجابي (Agrrawwal,2015:64).

ثامناً: مؤشرات قياس ميول المستثمرين Indicators for measuring investor sentiment

استخدم الاكاديميون والباحثون مؤشرات كثيرة لقياس ميول المستثمرين في الأسهم، وان اختيار هذه المؤشرات لأنها تعتبر مفسرات للميول وتحدد قوة تأثيرها على كفاءة السوق المالي، اذا توجد طريقتان لقياس هذا الميول عن طريق الاستبانة وتعدّ مباشرة وغير مباشرة عن طريق الدراسات الاستقصائية (Wurgler,2006:44).

وقد اوضح Baker التقلبات التي تحصل في الميول من 1961-2004 اذ كان الميول منخفض ولكن اخذ بالارتفاع بين عامي 1968-1969 بسبب ظهور الالكترونيات ودخولها للأسواق العالمية وغزوها وايضاً اخذت بالانخفاض، وبعدها ارتفعت في عام 1980 بسبب التكنولوجيا و بعدها بدأت بالانخفاض في التسعينات وبعدها ارتفعت في نهاية التسعينات بسبب ثورة الانترنت (Robert at el ,2012:32).

وفي الاتي توضيح للمؤشرات (المتغيرات) لقياس الميول:

8-1: خصم الصناديق ذات النهايات المغلقة (CEFD) Closed-ended funds discount

والتي تعرف بالمحفظة الاستثمارية والتي تتكون من مجموعة اصول التي تجني مبلغاً من المال عن طريق الاكتتاب الأولي Initial Public Offering IPO وبعدها يتم عرض الأسهم للتداول، والصندوق يوجد فيه مدير جيد يراقب عمليات البيع والشراء (عمليات التداول)، ان اسعار الأسهم تتعرض الى التقلبات حالها حال الاصول، ان صندوق الاستثمار المغلق اذ يعد الاكتتاب الأولي IPO الشركة لا تصدر للمحفظة اي اسهم اخرى (Filipea,2018:34). يمكن حساب CEFD وهو الفرق بين صافي القيمة الحالية NAV و اسعار السوق (Wurgler,2006:87). وقد عرفت هي التداول في الموجودات المالية التي يمكن من خلالها يحدد سعر السهم عن طريق الطلب والعرض (Ahmedsahen,2016:12). ان أسهم الصناديق دائماً مخصومة Discount وهي تبين ميول المستثمرين في السوق المالي، ان اسمها وحركتها مربوطة بقرارات المستثمرين، ويمكن حسابها بالآتي:

الخصم = صافي القيمة - سعر الأسهم في السوق اصافي القيمة

$$\text{Discount} = \frac{\text{NAV} - \text{MP}}{\text{NAV}} \text{-----(1)}$$

NAV=net asset value , MP=marketing price

2-8: الطرح الأولي للاكتتاب Initial public offering (IPO)

تعني IPO الاكتتاب الأولي او الجديد، هو يعني عندما تريد الشركة بيع من حصتها من الاسهم فتقوم بعرضها وطرحها للبيع، وتسمى هذه العملية بـ"الاكتتاب" وهذه العملية هي امراً جديداً على الشركة بسبب لأن احد المالكين سيتخلى عن جزء من حصته في الشركة للمساهمين، ان ملكية الشركة تعتبر ملكية خاصة قبل اي عملية اكتتاب جديدة، وتصبح بعد عملية الاكتتاب ملكية عامة. وبعد هذا الاكتتاب يمكن تداول الأسهم بحرية في السوق المفتوحة، ان مصارف الاستثمار هي التي تتعهد بالاكتتاب العام والتي هي بصفتها شركة تأمين.

من اهم الاكتتابات الجديدة هي في شركة أرامكو Aramco في سنة 2019 في شهر November قد بلغه مبلغ الاكتتاب 31.4 مليار دولار أمريكي، وقد باع 4 مليون سهم للإيفاء بمتطلبات المستثمرين وبلغ سعر السهم 37 ريال سعودي وتم تسميتها بـ"Green shoe" (Green shoe,2019:90).

والجدول (1-2) الاكتتاب خلال السنوات العشرة الماضية

الشركة	سنة الاكتتاب	حجم اموال الاستثمار
أرامكو السعودية	2019	31.4 مليار \$
شركة علي بابا الصينية	2014	25 مليار \$
شركة سوفت بنك	2018	23.5 مليار \$
البنك الزراعي الصيني	2010	22.1 مليار \$

المصدر: الجدول إعداد الباحث، والاعتماد على موقع Green shoe

يعد الاكتتاب الأولي حساس جداً لدى المستثمرين وميولهم، فأن عائدات اليوم الأول وعدد الاكتتابات هو يعد مقياساً لميول المستثمرين، وتم ادخال كل من الاكتتاب الأولي ومعدل العائد الأول في المقاييس (Baker,2006:39).

1-2-8: عدد الاكتتابات الأولية Number of IPOs

عندما تقوم الشركة الخاصة بطرح الأسهم العامة للجمهور، يحث طرح عام اولي او اكتتاب عام، إذ تصبح الشركة التي كانت خاصة الى عامة بعد الطرح، وبعد هذا الاكتتاب قد يحدث زيادة في رأس المال بسبب اصدار

اسهم جديدة، وايضاً الاخذ بعين الاعتبار ان الشركة عنها تداول عام ويسمى الطرح للأسهم الثاني باسم "الأسهم الثانوية أو الأسهم الموسمية" (Farnades et al,2013:24)، والشركات ايضاً تتأثر بفرص الاستثمار الموجودة وذلك بسبب ان الشركات عادة ترغب في زيادة رأس مالها باعتقادها بمستقبل باهر (Baker,2006:77).

2-2-8: معدل عوائد الاكتتاب الأولي أو اليوم الاول The rate of return for the initial subscription

الطرح الاولى او العرض الاولى يجني العوائد الكثيرة في اليوم الاول من السنة والشهر والاسبوع ومن الصعب ايجاد توضيح وتفسير للاكتتاب الاولى نفسه بسبب المستثمرين غير العقلانيين انهم مستعدين لدفع مبلغ كبير للاكتتاب العام وهذه قد ظهرت اثناء تحليل التداول، وهم يظهرون مصلحة لا وجدود لمبرر لها لمكاتبه الملكية الأولية، والآن هذا الاندفاع الغير رشيد وغير العقلاني يصبح المستثمرون على استعداد للدفع الى الاكتتاب مبلغ اعلى من قيمته الاساسية (Oehler et al ,2005:4).

3-8: أسهم الملكية إلى الدين Equity shares to debt

وهو مؤشر يستخدم لقياس النشاط المالي الذي عن طريقة نتمكن من قياس الميول لدى المستثمرين، ويمكن ان يتم حسابها من خلال المعادلة الآتية (الكيم،2020: 23):

أسهم الملكية الى الدين = اجمالي ملكية الأسهم ا (اجمالي ملكية الأسهم + اجمالي الدين طويل الاجل)

property rights to debt= Total Equity (Total Equity + Total Long Term Debt)----- (2)

4-8: مقسوم الأرباح Dividend

وتعرف بأنها توزيعات التي تعمل بها الشركة الى مساهميها، فعندما تجني الشركات الارباح، فان الشركة سوف تقوم باستثمار هذه الأرباح وتسمى "اعادة استثمار الأرباح" أو تسمى الأرباح المحتجزة، و تستطيع الشركات ان تدفع من الأرباح كمقسوم للمساهمين، وقد تكون على شكل نقد تودع في المصارف، ان الشركة اذا كانت مخططة لاستثمار الارباح تستطيع اصدار الكثير من الأسهم او شراء الأسهم ان دفع ضرائب الدخل هي مرتبطة في توزيع الارباح ومرهونة بها وهو مبلغ ثابت للسهم الواحد ويحصل المساهمون على الارباح من توزيعات الارباح وذلك بالاعتماد على عدد حصصهم في الأسهم، ان الارباح ترفع الروح المعنوية للمساهمين لأنها تعطي دخلاً ثابتاً (Mertt cam,2019:24).

تم تبين علاوة المقسوم من قبل (Sigtas karpavicius&Fan,2015:31) بأنها مقسوم القيمة السوقية للموجودات الى القيمة الدفترية للموجودات "ME/E" أو "MA/A" وهي تمثل القيمة السوقية لحقوق الملكية الى القيمة الدفترية لحقوق الملكية وتحسب بالاتي:

$$ME/E = \text{Market value of equity} / \text{Book value of equity} \text{-----}(3)$$

$$MA/A = \text{Market value of Asset} / \text{Book value of asset} \text{-----}(4)$$

أي أن:

$$\text{علاوة الارباح} = \text{القيمة السوقية للملكية} / \text{القيمة الدفترية للملكية}$$

أو:

$$\text{علاوة الارباح} = \text{القيمة السوقية للموجودات} / \text{القيمة الدفترية للموجودات}$$

فقد اشار عدة باحثين الى هناك متغيرات اخرى تدخل في قياس ميول المستثمرين، مثل:

5-8: تداول مستثمري التجزئة Retail investor trading

مستثمرو التجزئة هم المستثمرون الذين يدخلون الاسواق ويتداولون فيها بشكل فردي، ولهم تأثير كبير على السوق، عندما يكون متفائل يعتقدون المستثمرون ان افضل وقت للشراء، والتشاؤم هو وقت البيع لديهم، وذلك ان لمستثمري التجزئة اثر قوي جداً على حجم التداول، وهذا التداول له اثر على الشركات ايضاً ومن ثم سوف تؤثر على القرار المالي للشركة، من خلال التأثير على اسعار الموجودات المالية (Kumer,2012:21).

ان هؤلاء المستثمرين غير العقلانيون سوف يخسرون وباستمرار أسعار اسهمهم وعند ارتفاع اسهمهم سوف يقومون ببيعها، دائماً الأسهم ذات الاداء الجيد هي الأسهم التي يشترونها المستثمرين التجزئة، ان المستثمرين الذين لديهم الأسهم الرابحة هم الذين لديهم توجه لشراء الأسهم الاضافية ولكن يجب ان تكون اقل من سعر الشراء الأصلي، ومن المهم جداً معرفة حجم التداول لأنه مهم بالنسبة لقياس ميول المستثمرين (Barber,2016:34).

8-6: تدفق صناديق الاستثمار Flow of investment funds

من أدوات الميول هي التدفقات النقدية وبعدّ السعر أهم عامل للميول (Brown,2002:22). ان العمل المهم بالنسبة للميول للمستثمرين هو التدفقات الاستثمارية للصناديق وذلك من خلال ما تبين ان كلما ارتفعت التدفقات للأسهم الصندوق فكانت العائدات المستقبلية اقل (Lemmon,2011:365).

8-7: تداول خيارات البيع أو الاستدعاء Trade put or call options

اذا توقع المتداول ارتفاع سعر السهم في فترة زمنية محددة هذا ما يسمى خيار الاستدعاء call option، اما اذا انخفض سعر السهم في فترة زمنية معينة فيسمى خيار البيع put option، وهو يعدّ احد مؤشرات قياس ميول المستثمرين في السوق المالي، اذ يمثل هو حجم التداول لخيار البيع الى خيار الاستدعاء أو الشراء (Yong,2014:66).

8-8: نسبة تغير القرض الحدي Marginal loan change ratio

هو مقياس يقيس التفاؤل بتغير مستويات الاقتراض من اجل الاستثمار للمستثمرين (Yong,2014:75).

8-9: مؤشر نسبة الأسهم المرتفعة الى الأسهم المنخفضة Index of the ratio of high shares to low shares

هو مؤشر التداول في سوق الأوراق المالية لتحليل الفني قصير الأمد اذ طور هذا المقياس من قبل Richard، ويعدّ ايضاً مؤشراً للتفاؤل، ويتم قياسه بعدد اصدارات الأسهم المرتفعة "Advanced issue" الحجم المتداول للأسهم المرتفعة الى عدد اصدار الأسهم الهابطة او المنخفضة "declined issue" (Yan,2014:43). وان هذا المقياس يكون اما أكبر من واحد أو اقل من واحد لكي يبين درجة التفاؤل والتشاؤم، إذا تساوى الى الواحد فإنه لا يدل على التشاؤم أو التفاؤل، ان ذروة شراء الأسهم هو عندما يكون اعلى من واحد، اما إذا كان منخفضاً فإنه يشير الى التشاؤم ويجب بيع الأسهم (Mehwish kahn,2018).

نسبة الأسهم المرتفعة الى الأسهم المنخفضة = اصدار الأسهم المرتفعة / اصدار الأسهم الهابطة أو المنخفضة

AVDC=advanced issue/declined issue------(5)

8-10: مؤشر نسبة السعر الى العائد للسهم (P/E) Price-to-earnings-per-share index

وهي تمثل رغبة المستثمر لدفع من الارباح الحالية لكل وحدة و يوضح عن تنبؤات السوق بما يخص تطور الشركة، ان التقييم العالي في اسعار الأصول هو يدل على ارتفاع مؤشر P/E، وبالتالي ارتفاع الميول (Mehwish, 2018:35).

8-11: القيمة السوقية Market value

إنّ الرسملة في السوق هي احد المؤشرات المهمة لقيمة الشركات والأسهم (Dias, 2013:12)، وهي طريقة سريعة وسهلة لتقدير قيمة الشركات وبما يعتقد السوق انه من المهم والجدير ويستحق التداول للشركات علناً، و توضح بعض الأبحاث الى ان بيئة الاقتصاد الكلي بها تأثير عالي على معدلات الرسملة في داخل الأسواق (Kurihara, 2006:19)، تعكس اسعار الأسهم عوامل خارجية وداخلية المتعلقة بالأداء الاقتصادي العام. ويمكن العمل بمقياس الرسملة كمؤشر للرأي العام الذي يخص صافي القيمة للشركات، وهو عامل محدد مسبقاً في تقييم بعض اشكال الأسهم (Pavone, 2019:39).

ويتم حساب القيمة السوقية من خلال العلاقة الآتية:

"القيمة السوقية = سعر السهم * الأسهم المدرجة للشركة"

Market capitalization=share price * listed share------(6)

8-12: حجم التداول Trading volume

إنّ حجم التداول هو في الاساس قيمة الأسهم التي تتداول في الأسواق المالية خلال فترة معينة، وهو الذي يوضح ويكشف قوة السوق الحالي سواء أكان منخفضاً او عالياً به عمليات التداول اي البيع والشراء (السلماي، 2019: 66)، ان مضاربة الأسهم هي بشكل اساسي معتمدة على حجم هذا التداول، ومن اهمها التحليل الفني، وهو أحد العوامل المهمة التي تهتم في ارتفاع وانخفاض مؤشرات الأسواق، وهو يعد اهم العوامل التي يراقبها المستثمرون لمعرفة الأسهم المطلوبة والمعروضة (مطلبك، 2019: 72).

وقد اعتمد الباحث على اربعة مؤشرات أو مقاييس لقياس ميول المستثمرين في الأسواق المالية ويعود ذلك بسبب توفر مدخلات التحليل السوق المبحوث (سوق العراق للأوراق المالية)، وبالتالي:

- 1- حجم التداول (Trading volume) قيمة الأسهم المتداولة في السوق.
- 2- القيمة السوقية (Market capitalization) قيمة الأسهم المدرجة.
- 3- مقسوم الأرباح (Dividend) مؤشر قياس الأرباح المحتجزة ونسبتها للمساهمين.
- 4- مؤشر نسبة السعر الى العائد للسهم (Price-to-earnings-per-share index).

المبحث الثاني

كفاءة السوق المالي Financial Market Efficiency

توطئة

يعد السوق المالي أحد ركائز الاقتصاد في دول العالم، ان السوق المالي الكفوء هو السوق الذي تعكس فيه اسعارها في أي وقت وبشكل كامل جميع المعلومات المتوفرة. في السوق المالي الكفوء تكون القيمة الاسمية للورقة المالية (السهم) قيمة عادلة انها تعكس قيمته الحقيقية وان سعر السهم في السوق يعكس ما يتوقعه المستثمرين بما يخص العوائد المستقبلية وايضاً لمخاطر تلك العوائد، ان المعلومات متاحة للجميع هذا لا يعني ان تقديراتهم وتوقعاتهم للعوائد المستقبلية متطابقة، فأن قرارات بعض الموجودين في السوق المالي قليلي الخبرة قد تأخذ الأسعار بعيد عن قيمتها الحقيقية الا ان المستثمرين الذين لديهم الفطنة سوف تكون قراراتهم تدفع الاسعار الى قيمتها الحقيقية.

اولاً: لمحة تاريخية عن كفاءة السوق المالي A historical overview of the efficiency of the financial market

يشار الى الشروط الاقتصادية (السوق المالي الكفوء) التي تمت في نهاية القرن التاسع عشر من قبل Gibson هو مؤسس نظرية السوق المالي الكفوء وكان ذلك في عام 1889 أذ نشر كتاباً عن السوق المالي في باريس ولندن ونيويورك، اذ وضح ان أسعار الأسهم تعكس آراء المستثمرين (المشاركين) Smartest participants في السوق المالي، وقد وضح Gibson 1889 تقييم الأسهم هو عملية تصويت voting process يصوت المشاركون على سعر السهم الى أي اتجاه سيتغير وفي النهاية يحصل المشاركون الانكفاء على أكثر الأصوات للتنبؤات الصحيحة وبالتالي تسمح لهم بتحقيق الكثير من العوائد (De Moor, 2013:68).

ايضاً يعد Bachelier رائداً في نظرية السوق المالي الكفوء من خلال نظريته (نظرية المضاربة Speculation theory) في عام 1900 اذ وضح ان العائد المتوقع للاستثمار يساوي صفر دائماً وأوضح مفهوم السوق المالي الكفوء بأطروحته للدكتوراه في الرياضيات فقد اكتشف ان أسعار السلع تتذبذب بشكل عشوائي، ولكن قد تم تجاهل هذا العمل مدة نصف قرن (Shefrin, 2007:31). في بداية القرن العشرين كان هناك محاولات لإظهار عشوائية أسعار الأسهم، وفي عام 1905 أصبح Pearson أول من استخدم "السير العشوائي" ولكن لم يستخدمه في التمويل

قد استخدمه في علم النبات (Al-Jafari,2011:63). في عام 1925 قارنت شركة MacCauley سوق الأسهم عن طريق لعبة قذف العملة coin-tossing game في خلال فترة قليلة أي في عام 1933 قام Cowles اخصائي في الاقتصاد الأمريكي بتحليل الإحصاءات التجارية للمستثمرين (المحترفين) واستنتج ان المستثمرين (المحترفين) لم يستطيعوا التنبؤ بالأسعار المستقبلية والحصول على ارباح كبيرة، وتوصل الى هذه النتيجة مره أخرى وذلك من خلال تحليل بيانات السوق الأمريكي للأسهم (Dimson,2000:708). الابحاث التي تم نشرها بعد فترة الكساد الكبير تأثرت بشكل كبير بسبب عدم الثقة لدى المحللين الماليين والاسواق المالية وقد تطورت النظرية الاقتصادية في هذه الاثناء وتأثرت بشكل كبير بعمل Keynes، عندما كان يريد شرح التطورات في الاقتصاد قدم بعض الأفكار حول أسعار الموجودات والسوق المالي، في عام 1923 وضّح ان العوائد لا ترتبط بالقدرة الأفضل على التنبؤ بل هي نتيجة لارتفاع المخاطرة التي ترتبط بالأوراق المالية. ومن جهة أخرى في عام 1936 كان هناك جدل في "النظرية العامة للتوظيف The general Theory of Employment، والفائدة والمال Interest and Money" ان التداولات في الأسهم تدفعها "الغرائز البرية Wild instincts" بدلاً من الاعتبارات العقلانية وهذا قد يتناسب مع مبادئ التمويل السلوكي بكثير عن نظرية السوق المالي الكفوء (Chadha,2012:181)، اذ زادت بعد الحرب العالمية الثانية الأبحاث التي تدعم فرضية السوق الكفوء، في عام 1953 قام Kendall بتحليل سلسلة زمنية تتكون من 22 سهماً وقد توصل الى ان حركة الأسهم كانت بصورة عشوائية بما يخص العوائد وجاءت هذه النتيجة مفاجأة للكثير من الاقتصاديين (De moor,2013:356). وايضاً في وقت لاحق قام كل من Roberts (1959)، Larson(1960)، Alexander(1961) التأكيد على النتائج التي توصل اليها Kendall ولكن النتائج التي توصلوا اليها لم تتشابه من حيث الدلالة الإحصائية (Shefrin,2007:75). ايضاً وجدت نتائج معاكسة التي ذكرها بعض الباحثين ففي عام 1964 توصل Alexander الى ان مؤشر S & P (Standard & Poor's) لا يتبع السير العشوائي، أما Steiger توصل الى ان الأسعار الأسهم يمكن التنبؤ بها عن طريق توقعات المستثمرين (Moon,2001:113). وقد ازدادت الدراسات التي تتعلق بفرضيات السوق المالي الكفوء بالأخص في فترة الحرب العالمية الثانية ولكن هذه الدراسات لم تؤكد على صحة مبادئ الفرضية، في هذه المدة بقية فرضية السوق المالي في ظل "نظرية التوقعات العقلانية Rational expectations theory وأنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM" (Shiller,2013:92). ان الخبير الاقتصادي الأمريكي Fama الذي ساهم بشكل كبير في مجال كفاءة السوق المالي و أصبحت أحد أعماله الاساسية، ولأول مره حدد مفهوم "السوق المالي الكفوء" وايضاً أكد على عشوائية أسعار الأسهم وأشار الى وجود فرضية السوق المالي الكفوء وكانت قوية وذلك من الصعب اهمالها (Fama,1965:55-59).

ثانياً: مفهوم كفاءة السوق المالي The concept of financial market efficiency

يعد الباحث paul samuelson 2006 من اوائل الباحثين الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية وارتباطها بالسلوك العشوائي للأسعار، الا ان مفهومه اتسم بالتشدد وعدم الواقعية (Elory,2010:91).

إنّ السوق الكفوء هو الذي يعكس المعلومات كافة عن سعر السهم مهما كانت هذه المعلومات سواء كانت قوائم مالية أو معلومات تبنيتها وسائل الاعلام أو التسجيل التاريخي لسعر السهم، قد يكون مصدر المعلومات تحليلات أو تقارير عن الاثار الاقتصادية العامة على أداء الشركة أو أي شيء من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم (مصطفى، 2013:10).

إنّ السوق الكفوء هو الذي يعكس سعر السهم عن طريق توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وأيضاً بشأن المخاطر التي تتعرض لها المكاسب، ان اتاحة المعلومات للجميع لا تعني بان تقديراتهم بما يخص المكاسب المستقبلية والمخاطر متطابقة (عبد الغفار، 2013: 75)، ان قرارات المستثمرين قليل الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية، ان قرارات المستثمرين الجيدين سوف تدفع الأسعار الى قيمتها الحقيقية ومن ثمّ هذا ليس المهم بالنسبة لمفهم كفاءة السوق، فالمهم قناعة المستثمرين بتقديراته بلا مبالغة.

يقصد بالكفاءة من ناحية سوق الأوراق المالية انه ذلك السوق الذي يتمتع بدرجة عالية من المرونة الذي يسمح باستجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية وذلك تبعاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة الى السوق، فسوف يؤدي في النهاية الى تعادل بين القيمة الحقيقية والسوقية للأوراق المالية، اذ يكون السوق كفوء إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات في الشركات المصدرة للأوراق المتداولة في السوق (Hadi,2014:14).

كفاءة السوق المالي هي الاسواق التي يظهر فيها ما يسمى بالسعر العادل للورقة المالية والذي يعكس القيمة المحورية لهذه الورقة، إذ تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للعوائد المتوقعة والمكاسب والتي بدورها تكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر المنطوية عن الاستثمار في الورقة المالية (السيسي، 2015: 23)، وهي الأسواق المالية التي تقوم أسعار الأوراق المالية فيها برد فعل فورية وسريعة على استيعاب المعلومات الجديدة كافة بطرقه غير متحيزة وسريعة اذ لا تترك فرصة للمشاركين ان يكسبوا عوائد استثنائية (مثنى، 2015: 4)، وهو السوق الذي يعكس بشكل واضح المعلومات جميعها سواء أكانت معلومات تثبت من التواصل الاجتماعي أو قوائم مالية أو الأسعار التاريخية للأسهم (Arshad,2019:65).

ثالثاً: أهمية السوق المالي الكفوءة The importance of an efficient financial market

ان الشكل القوي من كفاءة السوق المالي له أهمية كبيرة لكل من له علاقة بالسوق المالي المستثمرين والاقتصاد أذ يمكن إيضاح الأهمية بالنقاط الآتية (Brown&Reilly,2009: 150) و (Jitaraa&wisutorn,2015:26):

1. المعلومات متوفرة ومتاحة للجميع في السوق المالي الكفوءة وايضاً انعكاسها على أسعار الأوراق المالية في السوق والقيمة السوقية للأوراق تساوي القيمة الحقيقية والفرص للمستثمرين سوف يكون لديهم الخيارات الاستثمارية.
2. الاستفادة من المعلومات في تقييم الأوراق المالية بشكل كامل وايضاً تحديد أسعارها.
3. ان القيمة السوقية للأوراق المالية في السوق الكفوءة هي مساوية للقيمة الحقيقية ومن ثمّ فهو سعر عادل وان المستثمر سوف يدفع سعر عادل لشراء الأوراق المالية والبائع ايضاً يتوقع الحصول على سعر عادل لقاء بيعة الأوراق المالية ومن ثمّ غير الممكن ان يحقق عوائد غير اعتيادية أي ان فرصة المراجعة في هذا النوع تكون غير ممكنة.
4. انخفاض تكاليف التعامل داخل السوق المالي الكفوءة والذي يضمن انسيابية أوامر البيع والشراء للأوراق أي ان رأس المال يتحرك باتجاه المجالات الأكثر إنتاجاً.
5. المعلومات في السوق المالي الكفوءة تكون متماثلة اذ لا يوجد مشتركين مطلعين في السوق أو لديهم معلومات خاصة وغير متوفرة للجميع.
6. لا يوجد مضاربة لان الكفاءة تحقق التوازن للسوق المالي اذ تحد من حالات المضاربة المالية وان الاستجابة للمعلومات الصحيحة الجديدة وليس للمعلومات غير الصحيحة اذ لا توجد فرصة للمضاربة والحصول على عوائد غير اعتيادية.

Efficiency types of financial markets رابعاً: أنواع الكفاءة للأسواق المالية

1-4: الكفاءة الكاملة Efficiency types of financial markets

وهي بمعنى عدم وجود فاصل زمني بين الوصول الى النتائج المحددة وتحليل المعلومات بشأن سعر السهم اذ يؤدي الى تغير سريع بالسعر، فتنبؤات المستثمرين متماثلة، وايضاً المعلومات متاحة للجميع ولا تحتاج الى تكلفة (Levine,2016:34)، وهناك عدة شروط لتطبيق الكفاءة الكاملة وهي الاتي:

1. سرعة انتقال المعلومات وشفافيتها للجميع وبدون تكلفة.
2. حرية المعاملات من أي قيود كالضرائب وتكاليف المعاملات، والقيود على دخول وخروج أي مستثمر من السوق، أو على شراء كمية من الأسهم وللمؤسسة التي يرغب بها.
3. وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق، أي من غير الممكن لأي مستثمر أن يؤثر وحدة على أسعار الأوراق المالية المتداولة.
4. رشادة المستثمرين، وسعي كل منهم في تحقيق أكبر منفعة ممكنة.

2-4: الكفاءة الاقتصادية Economic efficiency

يتوقع على وفق مفهوم الكفاءة وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، ومن ثم يعني ان القيمة السوقية أكبر او اقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت وهذا بدوره يؤدي الى فرض بعض التكاليف منها الضرائب وتكاليف المعاملات المتوقع وجودها والمسموح بها وفق حد معين (اقتصادياً) بسبب الفرق في السعر، والكفاءة الاقتصادية تقوم على أساس سعي الغالبية من المتعاملين في السوق الى تعظيم ثروتهم.

ولتحقيق التخصص الكفوء للموارد المالية المتاحة ينبغي تحقيق سمتان تعدان متطلبات أساسية لتحقيق كفاءة السوق المالية وهما: (Arnold et al,2011:43).

1-2-4: كفاءة التسعير " الكفاءة الخارجية"

والمقصود هنا سرعة وصول المعلومات الجديدة الى المشاركين في السوق دون أي فاصل زمني، وبدون أي تكاليف للحصول على هذه المعلومات مما يجعل أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتوفرة، وان الفرص متاحة لكل المستثمرين للحصول على هذه المعلومات وبنفس مستوى الأرباح، اذ يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق ارباح غير اعتيادية وهذا يعتمد على تحليل المعلومات، في ظل السوق الكفوء ومع وجود عدد من المستثمرين

في السوق لا يمكن ان يحصلوا بشكل دائم على تلك المعلومات فيحصلون من خلالها على أرباح غير اعتيادية وعلى حساب المستثمرين الآخرين وذلك لان أي وسيلة مميزة في الحياة تدمر نفسها بمجرد ان تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين (W. Becher,2013:23).

4-2-2: كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية"

وهي قدرة السوق على ايجاد التوازن بين العرض والطلب وبدون ان يتحمل المتعاملون تكلفة كبيرة للسمسة ودون ان يتاح للمتخصصين (صناع السوق) والتجار فرصة تحقق هامش ربح غير اعتيادي، اذ تعتمد كفاءة التسعير بشكل كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني ان تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات التي تأتي الى السوق على ان تكون التكلفة التي يتكبدها المتعاملون لإكمال الصفقة على حدها الأدنى وهذا يشجع على بذل الجهد من اجل الحصول على معلومات جديدة وتحليلها مهما كان التأثير الذي تحدثه هذه المعلومات على السعر الذي يتبع به الورقة المالية (FRASER,2017:211).

خامساً: أشكال السوق المالي الكفوء Efficient financial market forms

أظهرت العديد من المحاولات لجعل موضوع السوق المالي الكفوء مصاغ بشكل نظرية والعمل على تحويل تلك النظرية الى واقع عملي ومن اهم تلك المحاولات من قبل (Fama 1970-1976) قد حاول صياغة نظرية السوق المالي الكفوء بوساطة الأدلة التجريبية عن طرين عرض نموذج اللعبة العادلة (Fair Game Model)، قد أوضح فيها الى ان سعر السوق الحالي يعكس جميع المعلومات المتوفرة المتعلقة بالورقة المالية ومن ثمّ يستطيع المستثمرون الوثوق بذلك السعر، وان هذا العائد سوف يتوافق مع مخاطرتها، ان fama قسم فرضية كفاءة السوق الى ثلاث فرضيات فرعية للكفاءة وكل من هذه (الاشكال) يستند على معلومات تكون متوافقة مع افتراض ان كل المعلومات هي متوفرة وملائمة سوف تنعكس في الأسعار (Magnus,2008:12) وهذه الفرضيات هي كالآتي:- (Fama,1970:93)

5-1: الشكل الضعيف (لكفاءة السوق المالي) Weak Form

يوضح الى ان معلومات الأسعار التاريخية مثل احجام التداول والعوائد للأسهم تنعكس بالأسعار الحالية للأوراق المالية وبالتالي يعني ان الاخبار الحالية هي التي يمكن ان تؤثر بتقييم الأوراق المالية سواء أكانت سلبية او إيجابية، ومن ثمّ تؤدي الى ارتفاع او انخفاض الأسعار (Stivers & Sun ,2009:79).

عند ظهور الشكل الضعيف يصبح من الصعب والمستحيل تحقيق عوائد غير اعتيادية وذلك بالاعتماد على التحليل الفني الذي يستند الى تحركات الأسعار التاريخية، اذ يشير الى انه من غير الممكن وجود نمط من الممكن التنبؤ به بوجود أسعار تاريخية فضلاً عن ذلك ان معدلات العائد تكون مستقلة وهو ما يسمى "بالسلوك العشوائي للورقة المالية" ان استقلالية العائد ومعدلاته والسلوك العشوائي وغير المتوقع للأسعار هي العوامل التي تدل على ضعف كفاءة السوق (Magnus,2008:54).

ان فرضية السوق المالي ضعيف الكفاءة لها صلة وثيقة بفرضية السير العشوائي والتي بدورها تنص على ان أسعار الأسهم او تحركات الأسعار المستقبلية تكون مستقلة وعشوائية وغير مرتبطة بالتحركات السابقة للورقة المالية أي انها تتبع السير العشوائي، ومن المستحيل توقع او التنبؤ بالمتغيرات المستقبلية بالأسعار وتحليل تحركات الأسعار التاريخية (Yavrumyan & Evgenia,2015:4).

اذ كان تقييم الأوراق المالية يعتمد بالأساس على المعلومات التاريخية فان المتغيرات اللاحقة في الأسعار سوف تعكس المعلومات الجديدة وهي التي يستلمها السوق دون أي سابق انذار فان المستثمر الذي يعتمد على الأسعار التاريخية لا يستطيع تحقق ميزة على المشتركين الاخرين في الحصول على عوائد غير اعتيادية لطالما ان المعلومات متوفرة للجميع، ان الأسعار السابقة للأوراق المالية لا توفر معلومات تستخدم للتنبؤ بالأسعار المستقبلية وبالتالي تسمح للمستثمر الحصول على عائد اعلى من المعتاد في المدى القصير والذي يمكن الحصول عليه باستخدام "استراتيجية الشراء والمسك البسيطة" (Blume & Durlauf,2008:88)، ولطالما ان هذا الشكل من اشكال كفاءة السوق (الضعيف) مهتم بتحديد القدرة على التوقع بالعائد المستقبلي بالاعتماد على العوائد السابقة فقد سماها (Fama 1991) "اختبار قابيله التنبؤ بالعائد" (Tests for Return Predictability)، في ظل الشكل الضعيف للكفاءة ان المشاركين في السوق لا يستطيعون تحقيق عوائد غير اعتيادية وذلك بسبب لان تحركات الأسعار في هذا الشكل الضعيف تتميز بالاستقلالية تماماً عن التحركات التاريخية الماضية، اذ يدل على ان عدم وجود تحركات دورية وتنبؤيه يمكن الاستقادة منها عن طريق الاليات الاسس الفنية التي تعتمد على المعلومات التاريخية وذلك بسبب لان أسعار الأوراق المالية تكون معتمدة ومستجيبة فقط على الأحداث و المعلومات الحديثة فقط التي تصل للأسواق المالية (Kuo,2000:525).

وجود مضاربين ومشاركين في السوق المالي الكفوء بشكله الضعيف يعني عدم قدرتهم على تحقيق عوائد إيجابية وبسبب استنادهم على المعلومات التاريخية، ان المعلومات التي بحوزة المشاركون في السوق المالي غير مؤهلة لتجعلهم متفوقين بإمكانية انتقاء الأوراق المالية بسبب أن هذه المعلومات متاحة للجميع (scholes, 1972:211).

ان اهم سمات السوق المالي الكفوء بالشكل الضعيف تميزه معلوماته انعكاس اسعاره بشكل كامل، سريع، دائم، وغير متحيز من ناحية الأسعار التاريخية من حيث المخاطرة او العائد أي ان هذه المعلومات لا تكفي أو غير مؤهلة لتحقيق عوائد غير اعتيادية (Xu & Chen,2012:67). ان تعديل أسعار الأسهم في الوقت المناسب هي أحد الحجج للكفاءة الضعيفة وهذه يكون بعد الإعلانات الرئيسية مثل التصفية، تقسيم الأسهم، عمليات الاستحواذ والاندماج، "دراسة الاحداث event studies" هي في الغالب دراسة تشير الى تغير أسعار الأسهم بعد الإعلان الرئيسي وقد اثبتت الدراسات من وجود السوق المالي شبه القوي (Milieška,2004:543).

5-2: الشكل شبه القوي (لكفاءة السوق المالي) Semi-strong shape

الشكل الشبه القوي يشير الى أنّ المعلومات المتوفرة للمشاركين في السوق مثل الإعلانات والبيانات المالية هي تعكس أسعار الأسهم الحالية اذ لا يمكن استخدام أو استعمال التحليل الأساسي والتحليل الفني، الذي يستند على المعلومات المتوفرة واستخدامها للتنبؤ بتحركات الأسعار المستقبلية، ان الشكل شبه القوي من كفاءة السوق المالي ينطوي على "ضعف الكفاءة" وذلك لان جميع المعلومات المتوفرة والمتاحة معلنة لجميع المشاركين وايضاً ان الشكل شبه القوي يوضح سرعة تعديل الأسعار بالاعتماد على المعلومات الجديدة المتوفرة للجمهور، وفق لذلك يتم تعديل الأسعار فوراً (Malkiel,2011:77). وهو ذلك السوق الذي لا يمكن للمشاركين تحقيق عوائد غير اعتيادية بالاستناد على تحليل المعلومات، أي ان المعلومات الموجودة في هذا السوق تكون منعكسة بشكل كامل، سريع، دائم، غير متحيز، أي أنّ السوق الذي تكون فيه جميع المعلومات متاحة بشكل علني ومتوفرة لجميع المشاركين الذين يتداولون بالاعتماد على هذه المعلومات (Stivers & Sun,2009:121). قد يتم طرح سؤال معين وهو هل يمكن لهذا السوق ان يحقق عوائد غير اعتيادية؟ وان الإجابة تتمحور حول اشخاص يطلق عليهم "المطلعين Insiders" الذين يتداولون وفق معلومات خاصة أو سرية وهي غير معروفة للأخرين المشاركين في السوق الشبه القوي وهذا بفضل المناصب والمهام التي يؤديونها يكونون أكثر اطلاعاً على المعلومات والاحداث السرية وهذا المعلومات قد تأثر بالأسعار السوقية مثلاً "أعضاء مجلس الإدارة، الصحفيين، موظفي الشركات" (Blume & Durlauf,2008:82). ان بسبب عدم وجود قاعدة تداول تستند الى المعلومات المتاحة المعلنة فإن المشاركين لا يحققون عوائد غير اعتيادية عن طريق التداول بالأوراق المالية.

إنّ سبب اعتماد هذا الشكل من كفاءة السوق المالي على معرفة الية استجابة السوق المالي للمعلومات المتوفرة لقد اشارة اليها Fama باسم "دراسات الاحداث event studies" لأنها تستند الى الاحداث التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، أي ان أسعار الأوراق المالية في الشكل شبه القوي لكفاءة السوق المالي تنعكس بشكل كامل، سريع،

دائم، غير متحيز، في ما يتعلق بالمعلومات العامة والمتاحة (Malkile,2003:78). ان فرضية السوق المالي الكفوء في شكلها الشبة القوي اذ تشير الى سرعة تعديل الأسعار بالاعتماد على المعلومات الجديدة وان دراسة الحدث تعتمد على متوسط الأداء التراكمي للأسهم بعدد محدد من الفترات الزمنية يتم قياس الأداء لكل سهم بعد تعديل الأسعار، أن اول دراسة للكفاء بشكلها الشبة القوي التي تم نشرها بواسطة Fama,Fisher,Jensen and Roll (Stivers & Sun,2009:65). أشار (Agnes,2016:63) ان انحراف أسعار الأسهم قد تتحرف قبل الإعلان الفعلي Acutal announcement اذ يدل على تسريب المعلومات أو توقع السوق المالي، وفي يوم الإعلان سنخفض أو يرتفع سعر السهم الى ان يصل الى قيمته الحقيقية الجديدة وسوف يبقى ثابتاً لمدة شهر واحد على الأقل وان التغير هذا لا يكون عادة سريعاً ولكن دقيقاً، ان المشاركين غير العقلانيين والوصول الى المعلومات بشكل غير صحيح و الاختلاف في كلفة التداول كل هذه هي عقبات تحول دون عملية تصحيح الأسعار في الوقت المناسب (Chadha,2012:58).

تستطيع دراسات الحدث ان تعتمد على "منهجية الاختبار العكسي inverse test methodology" لمعرفة اسباب استقرار سعر السهم في حال غياب معلومات الشركات وأخبارها (Wilcox & Gebbie,2018:67). ويعتقد Investopedia في ظل السوق المالي الشبة القوي لن يتم استخدام المعلومات كافة في حساب سعر السهم، ولا يستطيع المشاركون أو المستثمرون في هذا السوق على استعمال التحليل الفني أو الأساسي للحصول على عوائد غير عادية (Seyyed,2016:38).

3-5: الشكل القوي (لكفاءة السوق المالي) Strong shape

يوضح الشكل القوي من كفاءة السوق المالي على ان المعلومات جميعها الخاصة والعامة تنعكس في أسعار الأوراق المالية، أي إذا كان للمستثمرين معلومات خاصة مثل حجم الأرباح المستقبلية لا يستطيع المستثمر ان يحقق عوائد غير اعتيادية لان المعلومات جميعها تنعكس بسرعة بأسعار الأسهم ويجب ان تكون التغيرات عشوائية وغير متوقعة للأسعار (Alexakis,1992:466).

إنّ اهم ما يميز الشكل القوي لكفاءة السوق المالي هو عدم القدرة على تحقق عوائد غير اعتيادية لأنّ جميع المعلومات سواء أكانت سرية او علنية او خاصة تكون متاحة ومنعكسة في أسعار الأوراق المالية، وايضاً لا يوجد دور للمطلعين في هذا الشكل من كفاءة السوق المالي أي لا يمكنهم الحصول على المعلومات أو إمكانية الحصول على الأرباح غير الاعتيادية عن طريق التداول بالاعتماد على ما يمتلكون من معلومات غير متاحة للأخرين، أي

لا يوجد أي شخص يحتكر المعلومات الخاصة أو غير المعلنة التي هي مهمة بتحديد الأسعار السوقية (Hiremath & Kumari,2014:12).

يشار الى الشكل القوي من كفاءة السوق المالي ان معلوماته تعد متغير مستقل وعشوائي اذ لا تكون متماثلة أو ذات طبيعة تنبؤيه أي لا يمكن تحقق عوائد غير اعتيادية، أشار أحد الباحثين الى ان امتلاك أحد المستثمرين المعلومات السرية تكون بلا فائدة لأنّ الأسعار السوقية لا تحقق الانعكاس الكامل لهذه المعلومات في هذا الشكل من كفاءة السوق، ان الأسعار السوقية للأوراق المالية لها قيمة عادلة بمعنى لا يمكن لأي مشترك التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأوراق المتداولة (Lim,2008:13).

ان الشكل القوي من كفاءة السوق المالي تكون الأسعار فيها منعكسة بالكامل، غير متحيزة، دائم، سريع، اذ ينطبق على جميع المعلومات المعلنة والسرية والعامّة (Pradhan,2009:48). أشار Fama 1991 ان امتلاك بعض المطلعين على معلومات سرية وخاصة وغير متاحة أطلق عليه اسم " اختبار المعلومات الخاصة Test For Private Information" (Coval & Shumway,2005:47). اظهر العديد من الأبحاث على أهمية تحديد المعلومات الجديدة التي تمارس دوراً مهماً في تحقيق العوائد غير اعتيادية يكمن ذلك في إطار الشكل القوي من كفاءة السوق المالي، قدم Cowles 1933-1944 دراسة يوضح ان خبراء الاستثمار لا يستطيعون التغلب على السوق وحتى عام 1960 ضلت هناك فجوة معرفية للعوائد التي يحققها مديرو المحافظ المحترفين، مع ظهور إنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية عن طريق (Sharpe Treynor 1961- 1941) وقد اصبح هذا النموذج معيار لتحليل الأداء المالي وكانت اول دراسة حول إنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية وعلاقته بفرضيات السوق المالي الكفوء عن طريق المقارنة التي نشرها (Treynor,1965) في مجلة "Harvard Business Review" حول أداء صناديق الاستثمار التي تلتها دراسة (Sharpe,1966) و (Dimson,2000:90). إمكانية القصور في السوق الكفوء في حال عدم كفاءة السوق فالأدلة التي تراكمت خلال الستينات والسبعينات ظهرت متلاصقة بنطاق واسع مع هذا الرأي، من الواضح ان الأسواق المالية لا يمكن ان تكون كاملة في الشكل القوي من الكفاءة، وقد كان هناك دعم كبير للأشكال الضعيفة وشبه القوية وايضاً بالنسبة لأصدار الأسهم في الشكل القوي التي تركز على المستوى المهني والأداء لمدير الاستثمار ومن ثمّ لم تكن قابلة للتطبيق بشكل كامل أو مثالي (Lulia,2014:341).

سادساً: خصائص السوق المالي الكفوءه Characteristics of an efficient financial market

يمتاز السوق المالي الكفوء في خصائص عدة:

1. الخصائص العامة لكفاءة السوق المالي:

أ- السيولة:

المقصود بالسيولة انه يمكن للمشتري والبائع ان يعقد الصفقة بسرعة وبالسعر الذي يكون قريب على السعر الذي ابرمت اخر صفقة على الورقة نفسها وهذا على افتراض عدم وجود أي معلومة جديدة الى السوق أي بمعنى ان الأسعار مستقرة ومنتظمة ولم تتعرض الى التغير (VanHorne,2004: 429).

ب- استمرارية السعر:

إنّ أحد المكونات الرئيسة للسيولة هي استمرارية السعر اذ انها تعني أسعار الأوراق المالية لا تتعرض الى تغير كبير من صفقة الى أخرى فقط إذا كانت هناك معلومات جديدة للسوق اذ يجب تغير الأسعار وفق هذه المعلومات الجديدة، ان الأسواق التي لا تتغير فيه الأسعار من صفقة الى أخرى فهذا السوق يتميز بالسيولة (Findings,2009:8).

ت- دقة وسرعة وصول المعلومات:

يتوجب على السوق المالي توفير المعلومات في الوقت المناسب وبشكل دقيق والتي تخص الصفقات كاهه والتي عقدت من حيث السعر والحجم، وان يتم تزويدهم بالظروف السائدة في السوق التي تخص أسعار الأوراق المالية، التي تعكس مستوى العرض والطلب لكل ورقة مالية (Howells&Bain,2008: 374).

ث- عمق السوق:

يشير الى وجود عدد كبير من المستثمرين مشتريين او بائعين مستعدين للشراء والبيع فإذا حدث اختلال في التوازن بين الطلب والعرض فإنهم يدخلون السوق بسرعة لأحداث توازن بين العرض والطلب (Stefan,2009: 5).

ج- انخفاض عمولات الوساطة:

ان المستثمرين عندما يريدون استثمار ورقة مالية محددة (بيع أو شراء) فإن العملية صعبة ان يجد بنفسه مشترياً للأوراق التي يريد بيعها أو بائع للأوراق التي يريد ان يشتريها وفق للشروط والاسعار التي يعرضها وهذه العملية يجب ان يكون فيها وسيط مالي يكون دورة التنسيق بين المتعاملين في السوق وايضاً يوفر المعلومات لكل طرف وهذا العميل يأخذ عمولة عالية لقاء خدماته، ولكن في السوق الكفوء هذه العمولات يجب ان تكون منخفضة لان المعلومات هي متاحة للجميع والوصول اليها ايضاً سهل جداً (Ceccheti,2008: 48).

2. الخصائص الخاصة للسوق المالي الكفوءه (علوان، 2020: 45) و (عليوي، 2021: 32):

- أ- توجد هيئة عامة لأعضاء السوق المالي، والتي تتألف من وكلاء ووسطاء الذين يقومون بعملية التداول ويمثلون المؤسسات والبنوك والشركات والذي يسمح لها النظام بعضوية السوق.
- ب- توجد لجنة إدارية تضع أنظمة الأسواق المالية، والتي تشرف على تطبيقها وتحرص على استمرارها وتطويرها وتراقب عمليات التداول.
- ت- يوجد شروط لأدراج الأوراق المالية للمؤسسات على لائحة السوق المالي ومراقبة الاستمرارية أو إيقاف هذا الادراج.
- ث- توجد طريقة للتداول يتم عن طريقها تنفيذ الأوامر، وتحديد أسعار الصفقات بسرعة هناك طريقتان في المعتاد هي المفاوضة أو المزايدة، ويحدد سعر التبادل على الطريقة الأولى بمطابقة اعلى سعر طلب مع أدنى سعر عرض، فالطريقة الثانية يتم تحديدها بالتفاوض بين وكلاء الأسهم.
- ج- توجد هناك قائمة تجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار العرض والطلب والتي تشمل الأسهم المدرجة جميعها.
- ح- وجود صانعي الأسواق مثل المتاجرين والمختصين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشيطة في الأسهم.
- خ- يجب ان تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان لكي لا تؤثر على نشاط التداول وايضاً عند بروز أي فرصة للربح عن طريق الشراء أو البيع.
- د- السرعة في عملية إتمام تسوية التبادل للأسهم، ونقل ملكيتها وتسجيلها وتسديد ثمنها بسرعة لكي لا يتأثر بنشاط السوق.

ذ- يجب ان يخضع التداول الذي يقوم به المشاركون في السوق الى الأنظمة والقوانين، ويتم مراقبة المؤسسات للتأكد من عدم استغلالها للمعلومات المتاحة لهم وفق وظائفهم ولتحقيق أرباح غير اعتيادية.

سابعاً: الدروس الستة للكفاءة The Six Lessons of Competence

يكون سعر السهم عادلاً في السوق الكفوءة لأنّ المعلومات تنعكس بصورة تامة وهذه الأمور تقودنا الى الدروس الستة للكفاءة (Brealey et al,2007: 360):

1. الأسواق التي لا تمتلك ذاكرة Market have no Memory

ينصّ الشكل الضعيف لكفاءة السوق المالي ان التغيرات في الأسعار السابقة أي الماضية لا تتضمن معلومات تستخدم للتوقع بالأسعار المستقبلية وقد بين علماء الاقتصاد نفس الفكرة لكن بصورة أكثر ايجازاً ان الأسواق لا تملك ذاكرة فأن المديرين الماليين قد يملكون معلومات لم تصل الى السوق بعد معلومات داخلية عن أسهم شركات وعندما تصل هذه المعلومات الى السوق قد يرتفع سعر سهم هذه الشركات الى الضعف أي بمعنى لا يمكن استخدام معلومات الماضي للتنبؤ بحركة الأسعار في المستقبل.

2. الثقة بالأسعار Trust Market Prices

يمكن للمستثمرين الوثوق بالأسعار في السوق المالي الكفوءة لأنّ كل المعلومات تكون متاحة ومتوفرة للأوراق المالية في السوق المالي الكفوءة وهذا يدل على ان بعض المستثمرين لا يستطيعون تحقيق عوائد غير اعتيادية ان تحقيق عوائد غير اعتيادية لا يتطلب من المستثمر معرفة أكثر من أي شخص بل يحتاج معرفة أكثر من الجميع وذلك لأنّ كل شخص يستجيب الى المتغيرات أو المعلومات في الأسعار بصورة مختلفة فوحده الذكي هو الذي يعرف أي المعلومات صحيحة وايها اشاعات ويتصرف وفقها.

3. لا وجود للخداع المالي There are no Financial Illusions

في السوق المالي الكفوءة لا يوجد تضليل أو وهماً للمشاركين بشأن التدفقات النقدية للشركة وحصتها من تلك التدفقات والمدير المالي غير قادر على التأثير السعر السوقي للسهم عن طريق استخدام أساليب غير سليمة بسبب لان المستثمرين يفسرون بعقلانية تصرفات الشركة وما تتخذه من قرارات مثل قرار توزيع الأرباح أو تجزئة السهم ومن ثم لا يوجد تضلل أو وهم مالي.

4. البديل المتمثل ب قم بالشيء بنفسك The Do-it yourself Alternative

تساعد كفاءة السوق المالي المستثمرين على اتخاذ قراراتهم بصورة اقل تعقيداً بسبب قلة الحاجة الى خبراء ومحللين ذلك لأنّ السوق المالي يحقق التوازن والافصاح المالي للمستثمرين لا يدفعون للأخريين أي شيء على خدمات التحليل أو ترشيح بديل الأفضل للاستثمار.

5. انظر الى السهم واحد ترى كل الأسهم Seen one Stock Seen Them All

ان الطلب على أسهم شركة معين يرفع من سعر سهمها بسبب قانون (العرض والطلب) ومن ثمّ فإنّ المستثمر الذي ينظر الى السهم الواحد من هذه الأسهم فإنه ينظر الى جميع الأسهم.

6. قراءة الأمور المخفية Read The Entrails

إذا كان السوق كفاءة فإن السعر سوف يعكس كل المعلومات المتاحة في السوق لذلك فان المستثمرين تعلمهم لقراءة المخفي (الباطن) لأسعار الأوراق المالية تستطيع ان تخبرهم الكثير عن المستقبل وكمثال إذا قامت شركة مصدرة للسندات عائد اقل من المعدل يمكن ان يستنتج من ذلك ان الشركة في مشكلة ومأزق وهذا يسمى بقراءة المعلومات التي تكون غير معلنه للشركة عن طريق أسعار اوراقها.

سابعاً: نماذج سلوك الورقة المالية Securities Behavior Models

1-7: نموذج السير العشوائي Random walk models

اول ظهور لنموذج السير العشوائي The Random Walk Model وفق أطروحة دكتوراه عام 1900 لليوس باشيلير عالم رياضيات فقد بين دليل احصائي ان التغير في أسعار الأسهم هي سلسلة متراكمة غير قابلة للتجزئة، وقد اطلق على هذه التحركات انها تتبع السير العشوائي (Glen,1998:21).

ان من الأوائل الذين اهتموا بظاهرة السير العشوائي (Roberts 1959) عن طريق مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة وقد وصل الى الأسعار الحقيقية من خلال المؤشر وتحليل بيانات سوقية لمدة 52 أسبوع فقد استنتج من ذلك ان تحركات الأسهم هي تحركات عشوائية (Inegbedion,2009:132).

يرجع تاريخ السير العشوائي الى موريس فقد بحث سعيًا في أسعار الأسهم العادية للحصول على نمو مكرر لتلك الأسعار وفي مدة زمنية مختلفة (Inegbedion,2009:140). فقد توصلت نتائج هذه الدراسة للسير العشوائي الى ان من غير الممكن التنبؤ بسعر الورقة المالية (Gupta& Basu,2007:12).

ترتبط ايضاً فكرة السوق المالي الكفوءة مع "السير العشوائي". تم استعانة بظاهرة السير العشوائي وصيغت لاختبار سلوك الورقة المالية وذلك لمنح الاختبار التجريبي لفرضيات السوق المالي الكفوءة، ان تغيرات المستقبلية لسعر الاسهم تكون مستقلة تماماً عن المتغيرات الماضية، بمعنى ان الاسعار تكون لها استقلالية أي تعكس سعرها الحقيقي (Bernurd,1993:306). هناك تفسير منطقي لوجود ترابط بين السير العشوائي والشكل الضعيف لكفاءة السوق عن طريق عدم القدرة على التنبؤ بأسعار الاسهم وذلك بسبب المعلومات المتاحة للجميع التي تخص حجم التداولات واسعار الاوراق المالية بسبب استقلالية الاسعار وعدم وجود ترابط بينها (Fisher & Jordan,2005:15).

يعد اختبار السير العشوائي اختباراً مرتبطاً بفرضية كفاءة السوق الشكل الضعيف وليس اختباراً مباشراً، ان قبول فرضية السير العشوائي تعتمد على مدى كفاءة المعلومات، ان رفض الفرضية ليس مرادفاً لقلّة المعلومات ولهذا السبب يجب ان تكون الاختبارات مباشرة لكفاءة المعلومات، مثل التحليل الفني الذي له دراسات قليلة التي اجرية على التداول في المحيط الهادي واسيا (Jaffe,2014:712).

اول إنموذج لتفسير سلوك الورقة المالية والتي تعتمد على المعلومات الجديدة الواردة الى السوق وبشكل عشوائي التي تسبب تغير عشوائي للأسعار في السوق المالي الذي يؤدي الى انبثاق توزيع عشوائي احتمالي لأسعار الاوراق المالية، اذا كان هذا التوزيع العشوائي لسعر الورقة المالية متماثلاً خلال الزمن فهذا يدل على السير العشوائي والصيغة الرياضية لإنموذج السير العشوائي (Fama,1992:89) كالآتي :

$$f(r_{j,t+1}/\phi_t)=f(r_{j,t+1}) \text{-----} (7)$$

اذ إن :

$r_{j,t+1}$ = هو معدل العائد للفترة t+1 وبحسب الصيغة الآتية :

$$r_{j,t+1} = (P_{j,t+1} - P_{j,t}) / P_{j,t} \text{-----} (8)$$

$P_{j,t}$: سعر الورقة المالية (j) في الفترة الحالية $P_{j,t+1}$ سعرها في الوقت. (t+1)

ϕ_t = رمز ثيتا يشير الى مجموعة المعلومات التي يفترض انعكاسها بالكامل في السعر في الوقت. (t)

$f =$ الدالة الاحتمالية المتماثلة لجميع المدد الزمنية (t) .

يشر انموذج السير العشوائي الى تغير اسعار الاسهم من حيث الاتجاه والحجم ويكون بشكل عشوائي خلال مدة زمنية معينة وذلك من خلال مقارنته مع المعلومات المتاحة في تلك اللحظة يكون سعر الورقة الحالية مساوي للسعر الماضي مع اضافة المتغير العشوائي، وبالاعتماد على الصيغة الاتية: (Cibulskienė & Butkus,2009:89)

$$P_{jt} = P_{jt-1} + at \text{ -----(9)}$$

اذ ان: -

P_{jt} : - سعر الورقة المالية للفترة t

P_{jt-1} : - سعر الورقة المالية للفترة $t-1$

at : - المتغير العشوائي

يحتوي انموذج السير العشوائي على عدة فرضيات (Assumption) وهي تعتبر حجر الزاوية لمضمونة في الاختبار والقياس وكالاتي (Dia,1993:48):

1. المعلومات تكون عشوائية.
2. التغيرات السعرية تكون مستقلة ومتوزعة توزيع احتمالي متماثل.
3. تأتي المعلومات الى السوق بشكل عشوائي.
4. تغيرات عشوائية تحدث في اسعار الاوراق المالية.

ان هذا الأنموذج تم اختياره ليمثل كفاءة السوق المالي لم يكن هناك نظرية معدة من قبل ولم تجري عليها الاختبارات والتجارب بل تكونت عن طريق تراكم البحوث التجريبية منذ خمسينيات القرن الماضي والى الستينيات التي كانت هناك محاولات لإيجاد آليه لتفسير سلوك الاوراق المالية التي تمحورت حول إنموذج السير العشوائي (Flanegin& Rudd,2005:28-37).

وتم استخدام أساليب إحصائية لقياس كفاءة السوق المالي والمتمثلة بإيجاد النتائج المتوقعة لاختبار نموذج السير العشوائي وهي كالاتي (mehwish aziz khan,2018):

1. اختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation Test
2. اختبار جذر الوحدة Unit Root Tests، نموذج ديكي - فولر الموسع Augmented Dickey-Fuller
3. اختبار الدورات Runs Test
4. إنموذج غارج The GARCH Model

1. قياس الارتباط الذاتي Test the serial correlation

وهو يعد من الاختبارات الأولى التي يتم الاعتماد عليها في اختبار انموذج السير العشوائي عن طريق تحديد العلاقة بين تحركات الاسعار السابقة والحالية، وهذا الاختبار يستعمل ويوضح إذا كانت معاملات الارتباطات ذات دلالة احصائية مختلفة عن الصفر وان معادلة انموذج الارتباط الذاتي هي كالاتي (Flanegin& Rudd,2005:31):

$$\rho(k) = \frac{\text{cov}(r_t, r_{t-k})}{\sqrt{\text{var}(r_t)}\sqrt{\text{var}(r_{t-k})}} = \frac{\text{cov}(r_t, r_{t-k})}{\text{var}(r_t)} \text{-----}(10)$$

اذ ان :

K:- تمثل طول السلسلة .

rt:- العوائد على الورقة المالية في الفترة الزمنية t

p(k):- معامل الارتباط الذاتي للسلسلة الزمنية rt

var (r):- معامل التباين في عوائد الورقة المالية خلال الفترة (t-1,t)

cov (rt,-k):- التباين المشترك للعوائد على المؤشر خلال الفترة (t-1,t)

2. اختبار جذر الوحدة Unit Root Tests

يتم استخدام هذا الاختبار في دراسات السير العشوائي، عندما تحتوي السلسلة الزمنية على جذر الوحدة هذا يدل على أن السلسلة غير مستقرة، وانها تتبع السير العشوائي، ان الدراسة الحالية استعمله اختبار ديكي-فلر اذ يعتمد على العلاقات المحددة للانحدار (Fagerstrom,2008:63):

$$\Delta P_t = \gamma P_{t-1} + \sum_{i=1}^q \rho_i \Delta P_{t-i} + \varepsilon_t \quad \text{-----}(11)$$

تمثل نموذج حركة عشوائية دون وجود ثوابت او اتجاه للزمن

$$\Delta P_t = \mu + \gamma P_{t-1} + \sum_{i=1}^q \rho_i \Delta P_{t-i} + \varepsilon_t \quad \text{-----}(12)$$

تمثل حركة عشوائية متضمناً ثابت دون وجود اتجاه للزمن

$$\Delta P_t = \mu + \alpha_1 t + \gamma P_{t-1} + \sum_{i=1}^q \rho_i \Delta P_{t-i} + \varepsilon_t \quad \text{-----}(13)$$

تمثل حركة عشوائية متضمن ثابت واتجاه للزمن

اذ ان :

γ و ρ : يمثل المعاملات التي ينبغي قياسها.

Δ : تمثل الدلتا، q : عدد مجالات التأخر.

μ : تمثل الثابت، t : تمثل الاتجاه، : المؤشر المحدد للاتجاه.

P_t : لوغاريتم مؤشر السعر، والذي يدل ضمناً على مجال التأخر.

ε_t : مجال التأخر يبدو كأنه تشوه غير مؤثر او انه عرضي.

3. اختبار الدورات Runs Test

يستخدم هذا الاختبار لفحص السير العشوائي للسلاسل الزمنية وخاصة السلاسل الغير موزعة توزيعاً طبيعياً (Saad,2005:51).

4. إنموذج غارج The GARCH Model

يعتمد هذا الأنموذج على التنبؤ بالتباين المتغير مع الزمن ويعتمد على التباين التأخيري أو السابق، بمعنى أي زيادة أو انخفاض غير متوقع للعوائد خلال المدة زمنية الحالية سوف يؤدي الى الزيادة في التقلبات المتوقعة خلال المدة التالية ويستخدم المعادلة التالية للأنموذج (Giovanis,2009:37):

$$h_t = \omega + a\varepsilon_{t-1}^2 + \beta h_{t-1} \quad \text{-----}(14)$$

اذ ان ht التباين ، ω مساوي ل V_L معدل التباين طويل الاجل ، ε_{t-1}^2 الصدمة من الفترة السابقة مقاساً بالفترة التأخير لمربع البواقي the ARCH term ، h_{t-1} التباين المشروط من آخر مدة ω, β, a معاملات يتم تقديرها اذ ان $\omega > 0$ ، $a, \beta \geq 0$ يعد هذا يعني استمرارية التذبذب، بينما إذا كانت المحصلة قريبة من الواحد يدل ذلك على أن السوق غير كفوء أي أن هنالك استمرارية عالية في عنقودية التذبذب (Volatility Clustering) واثر الصدمات لا يختفي بسرعة.

2-7: إنموذج اللعبة العادلة او العائد المتوقع Fair game paradigm

منذ فترة الستينات قام الباحثون بتقديم نموذج أكثر واقعية اذ تم اعداد انموذج (اللعبة العادلة أو النموذج العام) Samuelson 1965 Mandelbrot, 1966 فقد كان الصيغة الرياضية لهذا النموذج كالاتي (Eakins, 2012: 69):

$$E(\tilde{P}_{j,t+1} | \Phi_t) = [1 + E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t)]P_{j,t} \text{ ----- (15)}$$

اذ ان:

E = هو عامل القيمة المتوقعة

الرمز (\sim) يشير الى ان كل من ($\sim P_{j,t+1}$) و ($\sim r_{j,t+1}$) متغيرات عشوائية في الوقت (t)

تكمن فكرة اللعبة العادلة للأسعار في مجموعة المعلومات أو محتوى المعلومات (\emptyset_t) أي توظيف المعلومات عن طرق مقارنة العوائد المتحقق والعوائد المتوقعة للورقة المالية عن طريق انموذج العوائد المختار، ان تساوي العوائد غير اعتيادية بعد الاعلان عن المعلومة فأنها تحقق الانعكاس الكفوء للمعلومات (\emptyset_t)، فاذا كانت العوائد غير اعتيادية غير مساوية للصفر فهذا يدل على ان المعلومات (\emptyset_t) لم تنعكس في اسعار الاوراق المالية بشكل كفوء، وبالتالي فأن المشتركين سوف يحددون الاوراق المالية المسعرة بصورة خاطئة بمعنى اعلى أو اقل من القيمة الحقيقية لها وهذا لان لا يوجد انعكاس صحيح وكفوء للمعلومات ومن ثم امكانية تحقيق عوائد غير اعتيادية (Fama, 1970: 34).

ان السير العشوائي يعد اختبارات لخصائص انموذج اللعبة العادلة، المعلومات التي يستخدمها السير العشوائي هي معلومات سابقة وتاريخية، أما انموذج اللعبة العادلة فأنه يهتم بمجموعه المعلومات (\emptyset_t) وهي تعد مهمة بعملية

التنبؤ بالأسعار (المستقبلية) يمكن ملاحظة الترابط بين الشكل الضعيف لكفاءة السوق وهو اختبارات للسير العشوائي بالأساس، وايضا الترابط المنطقي بين انموذج السير العشوائي و الذي يعد اختبارات لنموذج اللعبة العادلة (Cai,2014:57).

ان انموذج اللعبة العادلة هو عادلاً بسبب استخدام مجموعة المعلومات التي بدورها تشتق من كثرة المشاهدات التي بدورها تساوي العوائد الفعلية مع المتوقعة وبالتالي يصبح نمط الاسعار عادلاً (Agnes,2016:260).

ان مفرد اللعبة العادلة هي وصف ان عدم وجود طرائق لاستعمال المعلومات المتاحة في وقت معين يمكن استخدامها لتحقيق عوائد غير اعتيادية وذلك لان لا يوجد اختلاف بين التغير المتوقع والفعلي في مدة زمنية محدد لسعر الورقة المالية، ان انموذج اللعبة العادلة يعتمد على سلوك معدل العائد وليس على التوزيعات الاحتمالية (Berument,2014:109).

7-3: نموذج اللعبة العادلة للأسعار

ان نموذج (Sub martingale) وهو حالة خاصة من اللعبة العادلة، بافتراض ان جميع قيم t تعد ذات كفاءة، فإن قيمة $(P_{j,t+1})$ المتوقعة تكون مساوية أو اكبر لقيمة $(P_{j,t})$ الحالة كما موضح بالصيغة الاتية (Hassan,2015:907):

$$E(\sim P_{j,t+1} / \mathcal{O}_t) \geq P_{j,t} \text{ ----- (16)}$$

ومن منطلق امكانية تحقيق عوائد غير اعتيادية فإن النموذج يعتبر العوائد المتوقعة تعد غير سالبة، فإن التداول الذي يعتمد على المعلومات فقط لا يحقق عوائد متوقعة أكبر من العوائد المتوقع تحقيقها أي عن طريق استراتيجية الشراء والمسك البسيطة، لو كانت قيمة $(\sim P_{j,t+1})$ المتوقعة تساوي قيمة $(P_{j,t})$ فإن قيمة $(r_{j,t+1} / \mathcal{O}_t)$ تكون مساوية للصفر (Ito,2014:348).

ان النموذج يعد لعبة عادلة عندما يتوقع ان سعر الغد أكبر من سعر اليوم، فان نموذج (Sub martingale) رياضياً كالاتي (Tonchev,2007:130):

$$E(P_{j,t+1} / \mathcal{I}_t) > P_{jt} \text{ ----- (17)}$$

اذ إن:

E :- عامل القيمة المتوقعة

P_{j,t+1} :- السعر الفعلي للورقة المالية للفترة t+1

P_{j,t} :- سعر الورقة المالية للفترة t

n or Ø :- رمز عام يشير الى مجموعة المعلومات التي يفترض ان تتعكس بالكامل في السعر في الفترة t

انموذج اللعبة هو مستند الى مبدأ عدم القدرة على تحقيق عوائد غير اعتيادية بالاعتماد على المعلومات المتوفرة والمتاحة للجميع ولكن ان سعر اليوم هو الذي يعد تقدير لسعر الغد بالنمو المتوقع طويل الاجل، وان مضمون النموذج يدل على ان كل المعلومات يجب ان تكون منعكسة بشكل تام في أسعار الأوراق المالية. والتوضيح من خلال الصيغة الاتية (Yalcin,2010:178-180) :

$$E(P_{j,t+1}/n) = P_{jt} \text{ -----(18)}$$

اما في اطار صيغة العوائد فنكتب كالاتي:

$$E\left(\frac{P_{j,t+1}/n}{P_{jt}}\right) = E(r_{j,t+1}/n) = 0 \text{ -----(19)}$$

ثامناً: مؤشرات قياس كفاءة السوق المالي Indicators for measuring the efficiency of the financial market

استخدم الأكاديميون والباحثون مؤشرات لقياس كفاءة السوق المالي هما معدل دوران الأسهم وربحية السهم وعائد السهم ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم وان هذه المؤشرات مفسرة لكفاءة السوق المالي، وان قياسها يعتمد على بيانات من سوق العراق للأوراق المالية عن طريق تحليلها، سوف يتم توضيح هذه المؤشرات كالاتي (Baker et al,2006:38):

1-8: معدل دوران الأسهم stock turnover

هو قياس قوة السيولة في السوق (Wurgler,2006:5). وعرفها (Azizkhan,2018:62) وهي قسمة عدد الاسهم المتداولة الى عدد الأسهم المدرجة خلال فترة زمنية، وتسمى دوران الاسهم من خلال الحجم Turnover

By Volume أو التداول بالعملة المحلية أو الاجنبية الدولار مقسومة على المال المعنية خلال فترة محددة، وتسمى الدوران عن طريق القيمة Turnover By value في المعادلة الاتية :

$$\text{دوران الاسهم بواسطة الحجم} = \frac{\text{حجم الاسهم المتداولة}}{\text{الاسهم المدرجة}} * 100$$

$$\text{Turnover} = \text{Volume share / listed share} * 100 \text{-----} (20)$$

او دوران الاسهم بواسطة القيمة = قيمة الاسهم المتداولة / قيمة رأس مال السوق * 100

$$\text{Turnover} = \text{Volume share / market capitalization} * 100 \text{-----} (21)$$

ان Baker 2006 قد اقترح هذا التداول في الأسهم له تأثير على سيولة الأصل المالي، وهذا بوصفه مؤشر لكفاءة السوق، السيولة في الأصل تعتبر هي النفاؤل بالنسبة للمستثمرين، فإنه مؤشر لنشاط السيولة والسوق فكما كان حجم التداول عالياً فهذا يدل على سيولة الأصل المالي وعمل احسن للطلبات (coredoa,2013:93). ووضح (Jonas,2002:19) ارتباطاً بين العوائد المنخفضة وتحولات السيولة في الأسواق.

8-2: ربحية السهم Share Profit

ربحية السهم (Earnings Per share. EPS) يسمى أيضا إيراد السهم " ربح السهم"، وهو صافي ربح الشركة مقسوما على عدد الأسهم العادية المصدرة، ويعتبر مؤشرا الربحية الشركة يعطي عائد السهم المرتفع قيمة أكثر للشركة لأن المستثمرين سيدفعون مبالغ أكثر لشراء أسهم الشركة إذا اعتقدوا أنها تحقق أرباحا أعلى مقارنة بسعر سهمها. هناك صيغتان لحساب عائد السهم (Roderiguez,2018:27):

ربحية السهم = (صافي الدخل - توزيعات أرباح الأسهم الممتازة) ÷ الأسهم المصدرة في نهاية الفترة.

$$\text{EPS} = (\text{net income} - \text{Preferred Stock Dividends}) \div \text{shares issued at the end of the period.} \text{-----} (22)$$

أو

ربحية السهم = (صافي الدخل - توزيعات أرباح الأسهم الممتازة) ÷ المعدل المتوقع للأسهم المصدرة.

$$EPS = (\text{Net Income} - \text{Preferred Stock Dividends}) \div \text{Expected Average Shares Issued} - \text{-----} (23)$$

3-8: عائد السهم Return of stock

النسبة المئوية للزيادة أو النقصان في سعر السهم، والذي يستخدم للتعبير عن نسبة كيفية مقارنة السعر الأولية بنتيجة التغيير في السعر. فإن النقص في النسبة المئوية هو النسبة التي تصف الانخفاض في سعر ما بمعدل معين بينما زيادة النسبة المئوية هي النسبة التي تصف الزيادة في سعر ما بمعدل معين Gupta & Basu, 2013:57)

أسهل طريقة لتحديد ما إذا كان التغيير في المئة هو زيادة أو نقص هو حساب الفرق بين السعر الأصلي والسعر الجديد للعثور على التغيير ثم قسمة التغيير على السعر الأصلي وضرب النتيجة بـ 100 للحصول على النسبة المئوية، إذا كان الرقم الناتج موجباً، يكون التغيير هو زيادة، ولكن إذا كان سالباً، يكون التغيير عبارة عن نقص في النسبة المئوية وبحسب بالمعادلة الآتية (Ross, 2011:23):

$$\text{عائد السهم} = (\text{السعر الأصلي} - \text{السعر الجديد}) / \text{السعر الأصلي} * 100$$

$$R_i = (\text{original price} - \text{new price}) / \text{original price} * 100 \text{-----} (24)$$

4-8: نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم The ratio of market value to book value .per share

هو نسبة تشير الى النسبة التي تستخدمها الشركات لمقارنة السعر السوقي (Market Value) للسهم مع قيمته الدفترية (Book Value) وذلك عبر قسمة السعر السوقي للسهم الواحد على القيمة الدفترية لهذا السهم، ويمكن احتساب القيمة الدفترية للسهم الواحد عبر المعادلة الآتية (Ellis and Thomas, 2014:12):

$$\text{القيمة الدفترية} = (\text{اجمالي الأصول} - \text{اجمالي الالتزامات}) / \text{عدد الأسهم}$$

$$\text{Book value} = (\text{total assets} - \text{total liabilities}) / \text{number of shares} \text{-----} (25)$$

تعكس "نسبة السعر السوقي للسهم الى قيمة الدفترية" القيمة التي يربطها المشاركون في السوق بحقوق ملكية الشركة مقارنة بالقيمة الدفترية لحقوق المساهمين اذ تعتبر القيمة السوقية للأسهم مقياساً يعكس التدفقات النقدية المستقبلية

Future Cash Flows للشركة، أما القيمة الدفترية فتعتبر مقياساً محاسبياً يستند الى مبدأ التكلفة التاريخية Historic Cost Principle ويعكس اصدار الأسهم السابقة المعززة بالأرباح أو الخسائر، يمكن حساب النسبة من خلال المعادلة الآتية (Clotide,2015:43):

نسبة القيمة السوقية للسهم / القيمة الدفترية للسهم

M/B= The ratio of market value per share / book value per share------(26)

تاسعاً: تناقضات فرضية السوق المالي الكفوءة Contradictions of the efficient financial market hypothesis

أن فرضية وجود سوق كفوء لم تصمد مع التغيرات الموسمية التي تتعرض لها الاسواق المالية، لان تلك المتغيرات لا تتواءم مع مبادئ ذلك السوق وبالذات قلة عقلانية المستثمرين والذي يحلل من خلال مدخل التحليل السلوكي (Elton & Gruber,1995:406).

فضلاً عن ذلك خطأ المستثمر هناك العديد من الامور الغير طبيعية التي تتعارض مع فرضية السوق الكفوءة والاكثر شيوعاً منها (الثقة المفرطة والتحيز والتأطير والتنشيت والنفور من الخسارة) (Shefrin، 2007: 45). ان اتجاه المستثمرين للعوائد تتناسب عكسياً مع معدل العائد الحالي، وفي الحالتين ان للمستثمرين تصورات خاطئة لإمكانية التنبؤ بالعوائد المستقبلية، والذي تم دراسته في التمويل السلوكي الذي يطلق عليه "خطأ المضاربة" اذ توضح هذه الظاهرة تشويه ميل المستثمرين بتنبؤات الاحداث المستقبلية بواسطة الاستكشافات الماضية (Baker& Nofsinger,2010:68).

إن مؤيدي فرضية وجود سوق مالي كفوءة لا تعتمد على سيناريو واحد، وإنّ المستثمرين ليسوا عقلانيين لأنهم لا يتواصلون مع بعضهم، وايضاً عمليات البيع والشراء غير مرتبطة وعشوائية بسبب المتعاملين من هؤلاء المستثمرين لا يكون للمتاملين أي تأثير على أسعار الأسهم لانهم غير عقلانيين (Ritter,2003: 437).

يمكن الاهتمام بنظرية كفاءة السوق المالي بوساطة عوامل ترتبط بالربحية المستقبلية من منظور جديد، عن طريق دراسة علم النفس الذي يخص "المستثمرين" والذين لا يؤثرون على أسعار الأسهم، اذ يفترض الإستشهاد بأفكارهم عن طريق دراسة العلوم السلوكية، وفي العقود الأخيرة حدث تحدي افتراض سوق رأس المال الكفوء من

أتباع "المالية السلوكية" الذين اشدوا ان الأسواق غير كفوءة وان المشاركون غير عقلانيين ولا يرون المعلومات بنفس الطريقة ويختلفون في توزيع العوائد المستقبلية (89: 2014، William).

ان كل المعلومات الجديدة هي متاحة وغير مكلفة في السوق المالي الكفوءة، يستخدم المشاركون في السوق هذه المعلومات لغرض تقييم الأوراق المالية بشكل صحيح وعادل، وان هذه المعلومات يجب ان تنعكس في أسعار الأوراق المالية، وبالتالي هي قيمة عادلة تعكس القيمة الفعلية وتعكس تنبؤات المستثمرين للمخاطر والعوائد (Eakins& Mishkin,2012:54).

أوضح (fama) ان السوق الكفوءة هو السوق الذي يعكس المعلومات المتوفرة عن أسعار الأوراق المالية، ويمكنها ان تقييم أداء الشركة المستقبلي، يجب ان يساوي سعر السهم القيمة الفعلية له عند الاستلام، ان احد خصائص السوق الكفوءة هو استجابة السعر متعلقة فقط بالمعلومات الجديدة، التي تؤدي الى تقلبات غير متوقعة في الأسعار (Fama ,1970:90).

يشير (franks1985) ان توفر سوق مالي كفوءة هذا لا يعني تساوي المخاطر والتوقعات المستقبلية، والذي يؤدي الى انحراف السعر عن قيمته الحقيقية، باستثناء بعض المشاركين الذين يتميزون بالتنبؤ الدقيق في الأسواق المالية، مما يؤدي اتجاه الأسعار الى قيمتها الحقيقية (22: 2008، Magnus).

عاشراً: هناك عدة عوائق تقف في سبيل تطبيق نموذج السوق المالي الكفوءة نذكر منها

1. تأثير سعة الإنتاج: بعض من الشركات الصغيرة قد تحقق على المدى البعيد عوائد مرتفعة والتي بدورها قد يحدث اختلال في توازن المحفظة الاستثمارية، ان تكاليف المعلومات لهذه الشركة عالية لذلك من الصعب معرفة المخاطرة (33: 2015، Gitman).
2. تأثير التضليل الإعلامي: عندما يكون هناك تضخيم لأرقام المنتجات والارباح وبعدها يكتشف المشاركون انهم قد وقعوا في خدعة مالية، والذي قد يؤدي الى انعدام الثقة في الشركات أو المؤسسات المالية وايضاً الشركة المعنية ومن ثم السوق المالي ايضاً (57: 2014، Keown).
3. تأثير حساسية السعر: حساسية المستثمرين من السعر التي يكون تحديدها باستخدام المرونة أو معدلات التغير، توضح مدى الردود الإيجابية للأفعال (23: 2014، Madura).

4. تأثير ضعف التقدير: المعدلات الكاملة للمخاطر والعوائد تجعل التنبؤات عند مستويات أدنى وان الأسواق تشهد تقلبات في أسعار الأدوات المالية أكبر من التي يجري التنبؤ بها بالاعتماد على المعلومات الخاصة بالقيم الأساسية (Aggarwal,2019:64).
5. تأثير القيم المتوسطة: ان العوائد المتحققة تتقبل في المدى القصير أي عالية أو منخفضة، وان اعتماد القيم المتوسطة لتحديد الاتجاه المستقبلي كلياً أو جزئياً ربما يكون مضللاً (KALPANA,2014:12).
6. تأثير المدد زمني معين: هناك مدد زمني في السنة تشهد تقلبات في الأسعار، والذي يعرف بتأثير شهر كانون الثاني في الولايات المتحدة الأمريكية اذ يرتفع سعر السهم في هذا الشهر بسبب إن المستثمرين يبيعون اسهمهم في شهر ديسمبر أي قبل نهاية السنة وقبل ان يتحملوا ضرائب حصصهم التي تفرض عليهم، في العام الجديد يقومون بأعاده شراء الأسهم، ومن ثم ترتفع أسعار هذه الأسهم وفي الآونة الأخير تأثير شهر ديسمبر في الشركات الكبيرة قد قل ولكن لايزال في الشركات الصغيرة (Tas& Atac,2019:48).

أحد عشر: دلالات كفاءة السوق المالي Implications of Efficient Markets

تساؤلات هنا ان فرضية السوق وما تحملة من دلالات التي تؤثر على القرارات المالية، ان سعر السهم الذي سوف يعكس المعلومات المتاحة للجميع اذ لا يستطيع أي مشترك تحقيق عائد غير اعتيادي الا بالمصادفة، ومن الصعب تحقيق أداء اعلى من الجميع في السوق إذا لم يتم دراسة بعناية شديدة، والتي دعمت هذه الدراسات التجريبية فرضية السوق بشكها الضعيف والشبه القوي، وعلاوة على ذلك هناك افراد تتوفر لديهم معلومات قد لا تتوفر للأفراد الاخرين كالمدرء قد تتجاوز متوسط السوق (فتوح واخرون ، 2010: 473- 474).

إن أسعار الأسهم إذا كانت تعكس كل المعلومات المتاحة للجمهور بطرق ليست متحيزة، فإن العوائد والاسعار تكون ممثلة للسوق ورأي الجماعي عن التوقعات المستقبلية للعوائد والاسعار، ان هذه التوقعات يمكن ان تكون عرضة للخطأ وهذه الأخطاء قد تكون سالبة أو موجبة، ان الأسعار الجماعية المتنبئة يمكن ان تكون منخفضة أو عالية من العوائد الحقيقية في المستقبل، وان هذه الأخطاء هي متساوية ان تكون موجبة أو سالبة، فإن الحصول على توقعات دقيقة ايضاً قد يكون متساوٍ لأحتمال ان يكون خطأ او صحيحاً (Weston & Brigham , 2010:572).

توضح فرضية السوق المالي الكفاءة ان حجم التداول والاسعار التاريخية متاحة للجمهور بأقل تكلفة، وان المعلومات التي تم تحليلها في الماضي هي تكون قد انعكست في أسعار الأسهم، وان المستثمرين يستغلون معرفتهم العامة في تاريخ الأسعار لكي يتنافسون بها، وانهم يقومون بتوجيه أسعار الأسهم الى المستويات التي تكون معدل العائد المتوقع متناسب مع المخاطرة ومن ثم لا يمكن توقع عوائد غير اعتيادية (Bodie et al,2013:240).

بعض المستثمرين لديهم قدرات أفضل على التحليل، الذي يجعلهم أفضل استجابة من غيرهم ومن غير المعلومات الجديدة، وهؤلاء المستثمرين لديهم ميزة عن غيرهم ولكن مؤقتة، وان تحركات المستثمرين من بيع وشراء فأنها تعيد وضع التوازن لأسعار الأسهم (فتوح وآخرون، 2010:202).

يعتقد أصحاب نظرية السوق الكفاءة بأنه يجب على المديرين الماليين عدم إضاعة الوقت على محاولة التفوق على السوق وتوقعاته عن اتجاهات معدلات الفائدة وتكاليف التمويل النسبية في المستقبل بل يجب على المديرين المالية التركيز على تحسين وتطوير فاعلية الشركة وانجازاتها (Weston & Brigham, 2010:586).

ولكفاءة السوق دلالات يتوجب على متخذي القرارات اخذها بعين الاعتبار بالأخص دراسة إعادة شراء الأسهم المستقبلية أو عمليات اصدار الأسهم (فتوح وآخرون، 2010: 490).

المبحث الثالث

The correlation between the variables **العلاقة الترابطية بين المتغيرات**

أظهر علماء النفس والاقتصاديون السلوكيون أن الميول والمشاعر والمزاج تؤثر على الخيارات، والتي بدورها تؤثر على أسعار الأسهم، وقد اثبتت بعض الدراسات التطبيقية على أن المشاعر والمزاج يؤثران على أسعار الأصول، في هناك دراسات سابقة وجدت (Schwert, 2003:937) أن تأثير الحجم وتأثير القيمة (العائد إلى السعر) قد اختلفا. على الرغم من عدم إثبات السببية، إلا أنه Schwert لاحظ أنه في الوقت نفسه تقريباً، بدأ المستثمرون في استخدام أدوات الاستثمار التي نفذت الاستراتيجيات التي تنطوي على هذه الآثار. وجد Schwert أيضاً أن تأثير عطلة نهاية الأسبوع وتوزيعات الأرباح كان ضعيف بسبب فقدان القدرات التنبؤية، وبالتالي يثير احتمال أن أنشطة المستثمرين الذين ينفذون استراتيجيات للاستفادة من الفرص قد يتسبب هذا السلوك في اختفاء هذه الفرص. ومن ثم، قد يكون السوق غير فعال بسبب تأثير الميول (المشاعر)، ولكن يتم استعادة الكفاءة بمجرد أن تصبح المعلومات عن تأثير السوق عامة وليست خاصة ويصمم المستثمرون المتمرسون استراتيجيات استثمار تهدف إلى استغلال تلك الفرص.

أن العوامل غير الاقتصادية المرتبطة بالمناخ، والتي تؤثر على الحالة المزاجية للمستثمرين وصحتهم، مرتبطة بشكل كبير بعوائد السوق. أظهر (Kaplanski & Levy, 2010:174) أن التغطية الإعلامية لكوارث الطيران واسعة النطاق تؤثر بشكل كبير على ميول المستثمرين والتي بدورها تؤثر على أسعار السوق، وتحلل هذه الدراسة بعض خيارات الاستثمار غير العقلانية وأسلوب المستثمرين المتمرسين في استعادة كفاءة السوق. وإذا كانت هناك قيود على المضاربة، بسبب تكاليف المعاملات، والمخاطر التي ينطوي عليها استغلال الفرص. وفي مثل هذه الحالات، يكون السوق غير فعال، ومع ذلك إذا كان بإمكان المستثمر استغلال هذا الفرص لتحقيق أرباح غير طبيعية؛ بعد ذلك، وفقاً لفرضية كفاءة السوق، من المتوقع أن يختفي سوء التسعير في السوق. ويفترض أن السوق يتألف من متداولي الضوضاء الذين تتأثر خياراتهم، بالحالات المزاجية والمشاعر وكذلك المستثمرين المتمرسين الذين يستغلون الاحداث في السوق من خلال خيارات الاستثمار غير العقلانية، إن وجدت. ان تحليل تأثير تدفق المعلومات المتوافقة مثل تأثير العاب كأس العالم على كفاءة السوق، له فائدة كبيرة أولاً مناقشة هذا التأثير العاطفي بإيجاز قبل اكتشافه. وجد (Edmans et al, 2007:67) ارتباطاً قوياً بين نتائج مباريات كرة القدم المهمة وعائدات السوق المحلية. عند التحقيق في 39 سوقاً للأوراق المالية، وجدوا تأثيراً غير متكافئ، إذ يكون للخسائر تأثير سلبي

كبير في الأسواق المحلية للبلدان الخاسرة، لكن الانتصارات ليس لها تأثير كبير في الأسواق المحلية للبلدان الفائزة (لدعم الأدلة في المملكة المتحدة). رأى (Ashton et al,2003,793) ان التأثير يستمر ليوم واحد ونتيجة للعبة غير معروفة، فمن المحتمل أن تقضي تكاليف المعاملات على الأرباح غير الطبيعية في المنطقة. هذه الحالة الشاذة قد تستمر في جميع الأسواق حتى بعد اكتشافها. وباستخدام عدم تناسق التأثير، طور (LevyF&Kaplanski,2010:173) طريقة عملية لاستغلال التأثير اللاحق الذي وجد أنه مريح للغاية ويسيطر على إستراتيجية الشراء والاحتفاظ. لقد اظهرت الدراسة أن التأثير العاطفي السلبي لكرة القدم يخلق تأثيراً سلبياً طويل الأمد خلال كأس العالم FIFAW، وهو أمر قابل للاستغلال في الاسواق. تؤكد فرضيتهم الرئيسية أنه خلال فترة كأس العالم، كان هناك تأثير سلبي عالمي ناتج عن مئات الملايين من مشجعي البلدان الخاسرة. لذلك، يقترحون استغلال التأثير العالمي في سوق الولايات المتحدة، وهو السوق الأكثر عالمية في العالم، إذ يشارك حوالي ثلث المعاملات للمستثمرين من خارج الولايات المتحدة. لأنه مع كل جولة من كأس العالم يزداد عدد الدول الخاسرة، يجادلون بأن تأثير المشاعر السلبية الكلية على سوق الأسهم الأمريكية أكبر بكثير من تأثير السوق المحلي، إذ يتأثر هذا السوق بجميع الألعاب والمستثمرين لجميع الخاسرين. البلدان التي تضم في النهاية مئات الملايين من المعجبين من عشرات البلدان. علاوة على ذلك، يستمر التأثير لفترة طويلة حوالي شهر واحد تقام خلاله مباريات كأس العالم.

قد تم توثيق أن الشركات التي لديها توقعات تشتت أعلى لأرباح المحليين بالتالي يكون لها عوائد أقل من الشركات ذات تشتت أقل في التوقعات. على وجه الخصوص، (Diether et al,2002:41) تبين أن محفظة متساوية التوزيع من الأسهم في الخمس الأعلى من التشتت أقل من أداء محفظة الأسهم في الخمس الأدنى بنسبة 9.48% سنويًا، وفي حالة عدم اليقين توقع مؤشرات التشتت للتدفق النقدي المستقبلي، من المحير أن يدفع المستثمرون علاوة بدلاً من طلبها ليتحمل مثل هذا الشك، بما في ذلك نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، نموذج (Fama & French,1993:3)، ونموذج (CARHART,1997). على هذا النحو، العلاقة السلبية بين التشتت وعوائد الأسهم الشاذة. هناك جدل مستمر حول ما إذا كان التأثير السلبي للتشتت على عوائد الأسهم هي دليل على عدم كفاءة السوق أو يمكن اعتبارها منطقية، نتيجة تسعير الأصول. اقتراح تفسير يستند إلى أخطاء في التسعير. وعرض تشتت التوقعات كمقياس للتباعد في الرأي، وتفسير النتائج التي توصلوا إليها كدليل لصالح تنبؤات (Miller,1977).

أن أسعار الأصول ستعكس تقييماً أكثر تفاعلاً إذا كان المستثمرون متشائمين يتم إعادها عن السوق بسبب ارتفاع تكاليف البيع على المكشوف. يقول (Miller,1977) أن متى تختلف تحيزات المستثمرين وتختلف قيود البيع على المكشوف لا يستطيع المستثمرون المتشائمون البيع، بينما يمكن للمستثمرين المتفائلين الشراء ورفع الأسعار. نتيجة لذلك، فإن المشاهدات المتشائمة غير مدمجة بالكامل في أسعار الأسهم وأسعار الأصول المنحازة تصاعدياً. وبالتالي، يؤدي تشتت التوقعات الأعلى إلى تكوين أسهم مبالغ فيها وبالتالي تؤدي إلى انخفاض العائد في المستقبل حيث يتم تصحيح التسعير الزائد بمرور الوقت، في المقابل، يشير أنصار عقلانية المستثمر إلى أن التشتت يتوافق التأثير مع نموذج تسعير الأصول المنطقي. (Johnson,2004: 57) يقدم تفسير منطقي لتأثير التشتت بتفسير التشتت كبديل للمخاطر الخاصة عندما تكون قيم الأصول غير قابلة للرصد.

لقد شجعت التطورات في تكنولوجيا المعلومات ظهور أسواق مزدوجة الخدمة في العديد من المجالات، مثل منصات الإنترنت Airbnb و Uber التي تعمل على تمكين الأسواق الرقمية حيث المشترين والبائعين يتداولون الخدمات عند الطلب (De Long,1990:703)، في هذا السوق تكون حواجز دخول منخفضة تجذب تكاليف المعاملات عدداً متزايداً من المشاركين في جوانب السوق بسبب التكلفة المنخفضة للمعاملات. في الوقت نفسه، أحدث مظاهر هذه الأسواق ذات الوجهين تشمل أسواق الوجبة للوجبة إذ الأفراد والشركات الصغيرة تبادل الخدمات عند الطلب، ومن ثم استبدال العقود طويلة الأجل بالمعاملات الفورية (Shleifer,1997:35). في العديد من الأسواق، يقدم البائعون هذه الخدمات بطريقة متباينة الجودة للتمييز أنفسهم من منافسيهم (Zervas et al,2017:678). على سبيل المثال Airbnb و Uber تعتمد على ردود الفعل المتبادلة وأنظمة السمعة لتمكين تمييز الجودة. بعيداً بمعزل عن هذه المنصات المعروفة، هذه الأسواق تتداول أشكال جديدة من الخدمات، مثل خدمات الطاقة خدمات الشحن بالنسبة للسيارات الكهربائية، على سبيل المثال، توفر نهجاً موجهاً نحو القيمة نحو استهلاك كهرباء متباين الجودة. بالنظر إلى العدد المتزايد من البائعين والمشترين غير المتجانسين في مثل هذه الأسواق، من المهم فهم كيف يتم اجاد البائعين الذين يقدمون خدمات متميزة الجودة الذي يؤثر على كفاءة هذه الأسواق ذات الجانبين. التحدي الرئيسي ينشأ في تصميم الآليات التي تحدد اقتصادياً نتائج فعالة (Fourcade,2013:59).

لقد جاء علم الاقتصاد المالي في حد ذاته كنظام بفضل ظهور نماذج السير العشوائي وهو نهج إحصائي للتمويل أظهر أن التغيرات المستقبلية في أسعار الأسهم لا يمكن التنبؤ بها، ومن ثم توفير الأسس في الوقت المناسب إلى ما يسمى بفرضية كفاءة السوق (EMH)، وهي الحجة الأساسية في علم الاقتصاد المالي تتسم الأسواق

بالكفاءة لأن الأسعار تعكس بدقة جميع المعلومات ذات الصلة. بمجرد الإفصاح الكامل عنها، أصبحت فرضية كفاءة السوق العضو الجديد في مجموعة أوسع من المبادئ في "جوهر" الاقتصاد (Leeson, 2002: 29)، وعلى الرغم من أهميتها وابتكارها، فقد تناهت فرضية كفاءة السوق مع عدد من الأساليب البديلة من البداية، والتي كان الكثير منها غارقاً في الخطاب العلمي الذي كان يميز فرضية كفاءة السوق. لشرح نجاح فرضية كفاءة السوق يتطلب فهم العمليات الثقافية الكامنة وراء انتشار البيانات، والتغيرات في البرامج النصية، والأنماط الأوسع، التي تضمنتها الحجج في الاقتصاد المالي.

الفصل الثالث

الإطار العملي للدراسة

• المبحث الأول: التحليل الاحصائي (علاقة

التأثير والارتباط)

• المبحث الثاني: اختبار كفاءة السوق المالي

وإستخدام نموذج السير العشوائي

المبحث الأول

التحليل الإحصائي statistical analysis

تسعى هذه الدراسة الى التعرف على واقع تأثير ميول مستثمري الأسهم في كفاءة السوق المالي للبيانات الشهرية خلال الفترة (2015-2020) اي بواقع (72) شهراً، ولأربعة قطاعات مختلفة وهي (المصارف التجارية، التأمين، الصناعة، الاتصالات) في سوق العراق للأوراق المالية وتم اختيار هذه القطاعات لتوفر بياناتها في سوق العراق للأوراق المالية وهي الأكثر تداولاً، واعتمدت الدراسة على المدخل الوصفي والاستدلال الإحصائي في تحليل بيانات السوق العراق للأوراق المالية، وتم الحصول على البيانات المعتمدة في هذه الدراسة من موقع الالكتروني لسوق العراق للأوراق المالية.

أولاً: العينة المدروسة

تم استخدام عينة مكونة من (72) مشاهدة وقام الباحث بإدخال البيانات الى البرنامج الإحصائي SPSS vr.24 لغرض الحصول على النتائج وتحقيق اهداف الدراسة.

تم استخدام البرامج الإحصائية التالية لغرض تحليل البيانات (البرنامج AMOS vr. 24 والبرنامج SPSS vr. 24 وبرنامج معالج الجداول Excel)، فضلاً عن ذلك استخدم الباحث الإحصاءات الوصفية المتمثلة بالرسوم البيانية وحساب الاوساط الحسابية والانحرافات المعيارية ومعاملات الاختلاف، كذلك تم تحديد الارتباطات وتحليل الاثر.

ثانياً: الإحصاءات الوصفية

الدراسة شملت أربعة قطاعات في السوق العراقي للأوراق المالية وهي (المصارف، التأمين، الصناعة، الاتصالات) وتم تحليل البيانات وصفيًا من حيث الوسط الحسابي والانحراف المعياري، اذ كان المتغير المستقل X_1 حجم التداول اعلى وسط حسابي هو (1131) كان في قطاع المصارف وان اعلى انحراف معياري هو (1134) ايضاً في قطاع المصارف، اما بالنسبة للمتغير X_2 القيمة السوقية فكان اعلى وسط حسابي هو (168593) في قطاع الاتصالات أما الانحراف المعياري الاعلى هو (615604) في قطاع الاتصالات ايضاً، اما المتغير X_3 مقسوم الأرباح فقد كان اعلى وسط حسابي هو (2.195) في قطاع الصناعة وكان اعلى انحراف معياري هو (1.612) في قطاع الصناعة ايضاً، أما بالنسبة للمتغير المستقل X_4 نسبة السعر الى عائد السهم فقد كان الوسط الحسابي الاعلى هو (94.360) لقطاع الصناعة واعلى انحراف معياري هو (227.867) لقطاع الصناعة ايضاً هذا بالنسبة للمتغير المستقل، اما المتغير التابع فإن Y_1 عائد السهم فقد كان اعلى وسط حسابي

بين القطاعات هو (-0.223) لقطاع الصناعة أما الانحراف المعياري الأعلى هو (7.100) لقطاع التأمين، والمتغير التابع Y2 معدل دوران الأسهم كان الوسط الحسابي الأعلى هو (1.233) لقطاع الصناعة وكان اعلى انحراف معياري هو (1.217) لقطاع التأمين، أما بالنسبة للمتغير Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم فان اعلى وسط حسابي كان (7.032) لقطاع الاتصالات اما اعلى انحراف معياري كان (2.655) لقطاع الصناعة، أما المتغير Y4 ربحية السهم فقد كان اعلى وسط حسابي بين القطاعات هو (0.168) لقطاع الصناعة وكان اعلى انحراف معياري هو (0.189) لقطاع الصناعة ايضاً هذا بالنسبة للمتغير التابع وكما مبين في الجدول (1-3) ادناه.

جدول رقم (1-3)

قيم الإحصاءات العامة لمتغيرات الدراسة

المتغير	قطاع المصارف		قطاع التأمين		قطاع الصناعة		قطاع الاتصالات	
	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي
X1	1,134	1,131	27	26	64	45	39	80
X2	44094	111,360	1079	3,116	1152	4,195	615604	168593
X3	0.124	0.384	0.185	0.660	1.612	2.195	0.443	1.223
X4	18.494	18.375	138.257	69.861	227.867	94.360	28.920	79.018
Y1	8.536	-1.806	7.100	-2.782	6.980	-0.223	3.669	-1.714
Y2	0.553	0.464	1.217	1.189	0.805	1.233	.0123	.0258
Y3	1.634	1.248	0.244	0.798	2.655	3.775	1.447	7.032
Y4	0.074	0.050	0.024	0.026	0.189	0.168	.0543	.106

ثالثاً: اختبار الفرضيات

1- اختبار مغنوية الارتباطات (الفرضية الاولى)

قام الباحث هنا بايجاد الارتباطات بين متغيرات البحث وبيان الدلالة الاحصائية لها. تم ايجاد الارتباطات باستخدام البرنامج الاحصائي SPSS vr. 24 ووضعت في الجدول (2-3):

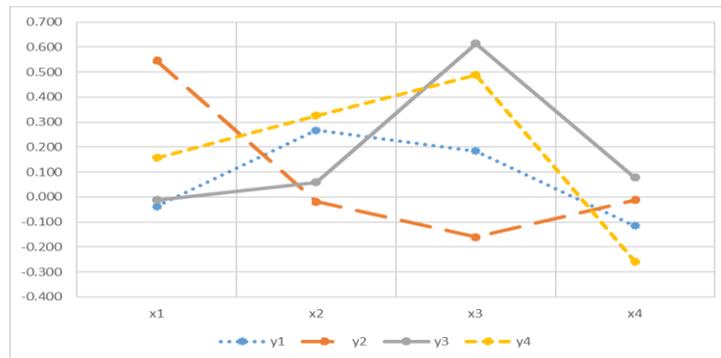
جدول رقم (2-3)

معاملات الارتباط بين المتغيرات

		x1	x2	x3	x4
y1	Pearson Correlation	-.037	.267*	.184	-.115
	Sig. (2-tailed)	.756	.023	.121	.335
	N	72	72	72	72
y2	Pearson Correlation	.546**	-.019	-.160	-.012
	Sig. (2-tailed)	.000	.876	.180	.921
	N	72	72	72	72
y3	Pearson Correlation	-.012	.058	.614**	.078
	Sig. (2-tailed)	.919	.627	.000	.517
	N	72	72	72	72
y4	Pearson Correlation	.157	.326**	.489**	-.258*
	Sig. (2-tailed)	.188	.005	.000	.028
	N	72	72	72	72
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).					
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).					

المصدر: مخرجات برنامج Spss

ثم رسم الشكل (1-3) البياني التالي الذي يوضح العلاقات المبينة في الجدول اعلاه:



شكل رقم (1-3)

الارتباطات بين المتغيرات

من خلال الجدول (2-3) يمكن وضع الفرضيات المتعلقة باختبار معنوية الارتباطات بين المتغيرات المستقلة من جهة والمتغيرات المعتمدة من جهة أخرى ولتحقيق هذا الغرض تم صياغة الفرضيات الصفرية التالية:

أ- فرضيات ارتباط المتغيرات المستقلة مع المتغير $Y1$ عائد السهم

1- الفرضية الأولى:

H_0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين $X1$ الأسهم المتداولة و $Y1$ عائد السهم.

وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H_1 : توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين $X1$ الأسهم المتداولة و $Y1$ عائد السهم.

من خلال الجدول (2-3) يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت -0.037 وهي قيمة عكسية غير معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني قبول الفرضية الصفرية ونستنتج عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرين $X1$ الأسهم المتداولة و $Y1$ عائد السهم.

2- الفرضية الثانية:

H_0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين $X2$ القيمة السوقية و $Y1$ عائد السهم.

وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H_1 : توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين $X2$ القيمة السوقية و $Y1$ عائد السهم.

من خلال (2-3) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت 0.267 وهي قيمة طردية معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة ونستنتج وجود علاقة ارتباط طردية معنوية بين المتغيرين $X2$ القيمة السوقية و $Y1$ عائد السهم.

3- الفرضية الثالثة:

H_0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين $X3$ مقسوم الارباح و $Y1$ نسبة التغير.

وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H_1 : توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين $X3$ مقسوم الأرباح و $Y1$ عائد السهم.

من خلال (2-3) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت 0.184 وهي قيمة طردية غير معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني قبول الفرضية الصفرية ونستنتج عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرين $X3$ مقسوم الارباح و $Y1$ عائد السهم.

4- الفرضية الرابعة:

H_0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين $X4$ نسبة السعر الى عائد السهم و $Y1$ عائد السهم.

وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H1: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y1 عائد السهم. من خلال (2-3) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت 0.115- وهي قيمة عكسية غير معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني قبول الفرضية الصفرية ونستنتج عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرين X4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y1 عائد السهم.

ب- فرضيات ارتباط المتغيرات المستقلة مع المتغير Y2 معدل دوران الأسهم

1- الفرضية الأولى:

H0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X1 الأسهم المتداولة و Y2 معدل دوران الأسهم. وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H1: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X1 الأسهم المتداولة و Y2 معدل دوران الأسهم. من خلال (2-3) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت 0.546 وهي قيمة طردية معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة ونستنتج وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرين X1 الأسهم المتداولة و Y2 معدل دوران الأسهم.

2- الفرضية الثانية:

H0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X2 القيمة السوقية و Y2 معدل دوران الأسهم. وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H1: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X2 القيمة السوقية و Y2 معدل دوران الأسهم. من خلال (2-3) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت 0.019- وهي قيمة عكسية غير معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني قبول الفرضية الصفرية ونستنتج عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرين X2 القيمة السوقية و Y2 معدل دوران الأسهم.

3- الفرضية الثالثة:

H0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X3 مقسوم الأرباح و Y2 معدل دوران الأسهم. وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H1: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X3 مقسوم الأرباح و Y2 معدل دوران الأسهم.

من خلال (2-3) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت -0.160 وهي قيمة عكسية غير معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني قبول الفرضية الصفرية ونستنتج عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرين X_3 مقسوم الأرباح و Y_2 معدل دوران الأسهم.

4- الفرضية الرابعة:

H_0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y_2 معدل دوران الأسهم. وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H_1 : توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y_2 معدل دوران الأسهم.

من خلال (2-3) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت -0.012 وهي قيمة عكسية غير معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني قبول الفرضية الصفرية ونستنتج عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرين X_4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y_2 معدل دوران الأسهم.

ت- فرضيات ارتباط المتغيرات المستقلة مع المتغير Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية

1- الفرضية الأولى:

H_0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_1 الأسهم المتداولة و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H_1 : توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_1 الأسهم المتداولة و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

من خلال (2-3) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت -0.012 وهي قيمة عكسية غير معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني قبول الفرضية الصفرية ونستنتج عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرين X_1 الأسهم المتداولة و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

2- الفرضية الثانية:

H_0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_2 القيمة السوقية و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H_1 : توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_2 القيمة السوقية و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

من خلال الجدول والشكل اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت 0.058 وهي قيمة طردية غير معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني قبول الفرضية الصفرية ونستنتج عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرين X_2 القيمة السوقية و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

3- الفرضية الثالثة:

H_0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_3 مقسوم الأرباح و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H_1 : توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_3 مقسوم الأرباح و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية. من خلال (2-3) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت 0.614 وهي قيمة طردية معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة ونستنتج وجود علاقة ارتباط طردية معنوية بين المتغيرين X_3 مقسوم الأرباح و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

4- الفرضية الرابعة:

H_0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H_1 : توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

من خلال (2-3) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت 0.078 وهي قيمة غير معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني قبول الفرضية الصفرية ونستنتج عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرين X_4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y_3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

ث- فرضيات ارتباط المتغيرات المستقلة مع المتغير Y_4 ربحية السهم

1- الفرضية الأولى:

H_0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_1 الأسهم المتداولة و Y_4 ربحية السهم.

وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H_1 : توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X_1 الأسهم المتداولة و Y_4 ربحية السهم.

من خلال (2-3) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت 0.157 وهي قيمة طردية غير معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني قبول الفرضية الصفرية ونستنتج عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرين X1 الأسهم المتداولة و Y4 ربحية السهم.

2- الفرضية الثانية:

H0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X2 القيمة السوقية و Y4 ربحية السهم.

وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H1: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X2 القيمة السوقية و Y4 ربحية السهم.

من خلال (2-3) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت 0.326 وهي قيمة طردية معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة ونستنتج وجود علاقة ارتباط طردية معنوية بين المتغيرين X2 القيمة السوقية و Y4 ربحية السهم.

3- الفرضية الثالثة:

H0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X3 مقسوم الأرباح و Y4 ربحية السهم.

وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H1: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X3 مقسوم الأرباح و Y4 ربحية السهم.

من خلال (2-3) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت 0.489 وهي قيمة طردية معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة ونستنتج وجود علاقة ارتباط طردية معنوية بين المتغيرين X3 مقسوم الأرباح و Y4 ربحية السهم.

4- الفرضية الرابعة:

H0 : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y4 ربحية السهم.

وتقابلها الفرضية البديلة التالية:

H1: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين X4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y4 ربحية السهم.

من خلال (2-3) اعلاه يتضح ان قيمة الارتباط بين المتغيرين بلغت -0.258 وهي قيمة عكسية معنوية تحت مستوى دلالة 5% هذا يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة ونستنتج وجود علاقة ارتباط عكسية معنوية بين المتغيرين X4 نسبة السعر الى عائد السهم و Y4 ربحية السهم.

2- تحليل واختبار الأثر (الفرضية الثانية)

قام الباحث بتحليل الاثر واختبار الفرضية الرئيسية المتعلقة بأثر المتغيرات المستقلة في المتغير Y1 عائد السهم.

أ- اختبار اثر X1 الأسهم المتداولة في y1 عائد السهم

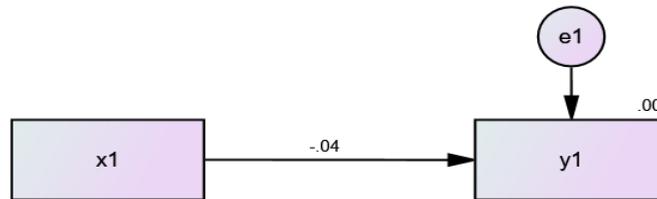
قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في y1 عائد السهم.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في y1 عائد السهم.



شكل رقم (2-3)

شكل علاقة تأثير X1 في Y1

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (3-3) الذي يتضمن دالة اثر X1 الأسهم المتداولة في y1 عائد السهم.

جدول رقم (3-3)

معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الأثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.001	0.001	-0.04	-0.312	.756	غير معنوي تحت مستوى دلالة 5%

يتضح من خلال (3-3) ان قيمة معامل التحديد هو 0.001 ومعامل التحديد المصحح هو 0.001 ويشير الى ان نموذج اثر X1 الأسهم المتداولة في y1 عائد السهم فسرت ما مقداره 0.1% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمّنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت -0.04 وقيمة اختبار t لها هي -0.312 وهي قيمة ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية اي انه ليس هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في y1 عائد السهم.

ب- اختبار اثر X2 القيمة السوقية في Y1 عائد السهم

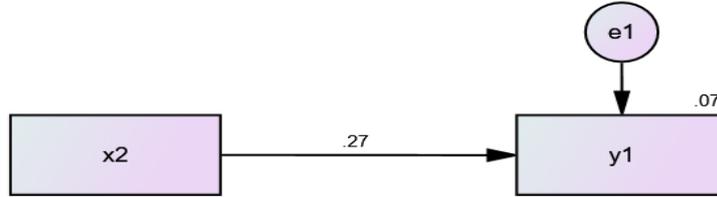
قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X2 القيمة السوقية في Y1 عائد السهم.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X2 القيمة السوقية في Y1 عائد السهم.



شكل رقم (3-3)

شكل علاقة تأثير X2 في Y1

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (4-3) الذي يتضمن دالة اثر X2 القيمة السوقية في Y1 عائد السهم.

جدول رقم (4-3)

معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

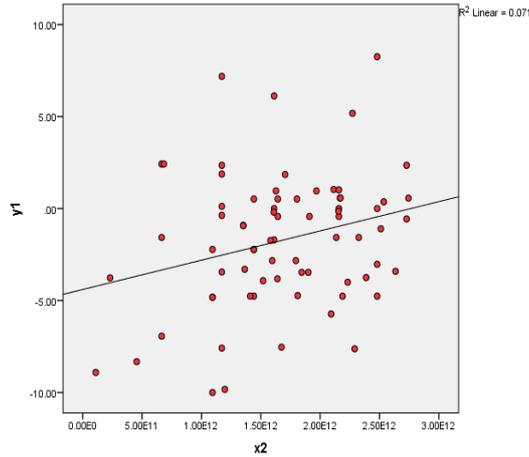
معنوية قيمة t	Sig.	قيمة t المحسوبة	قيمة معلمة الأثر	معامل التحديد المصحح	معامل التحديد R ²
معنوي تحت مستوى دلالة 5%	.023	2.319	.27	0.06	0.07

يتضح من خلال (4-3) ان قيمة معامل التحديد هو 0.07 ومعامل التحديد المصحح هو 0.06 ويشير الى ان نموذج اثر X2 القيمة السوقية في Y1 عائد السهم فسرت ما مقداره 7% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت 0.27 وقيمة اختبار t لها هي 2.319 وهي قيمة ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة اي ان هناك اثراً ذا دلالة معنوية احصائية للمتغير X2 القيمة السوقية في Y1 عائد السهم بمعنى اخر ان ارتفاع قيمة المتغير X2 بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى ارتفاع قيمة المتغير Y1 بمقدار 0.27.

كذلك استخرج الباحث الشكل البياني التالي الذي يبين رسم الانتشار (Scatter plot) مع خط الاثر للمتغير

X2 القيمة السوقية على Y1 عائد السهم:



شكل رقم (3-4)

شكل انتشار قيم X2 في Y1

ت- اختبار اثر X3 مقسوم الأرباح في Y1 عائد السهم

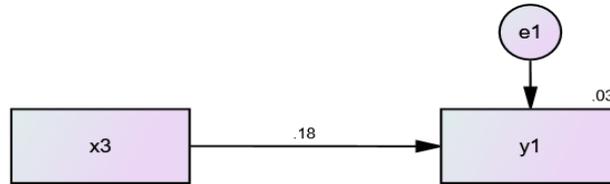
قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X3 مقسوم الأرباح في Y1 عائد السهم.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X3 مقسوم الأرباح في Y1 عائد السهم.



شكل رقم (3-5)

شكل علاقة تأثير X3 في Y1

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (3-5) الذي يتضمن دالة اثر X3 مقسوم الأرباح في

Y1 عائد السهم.

جدول رقم (3-5)

معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الأثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t

غير معنوي تحت مستوى دلالة 5%	.121	1.570	.18	0.02	0.03
------------------------------	------	-------	-----	------	------

يتضح من خلال (3-5) ان قيمة معامل التحديد هو 0.03 ومعامل التحديد المصحح هو 0.02 ويشير الى ان نموذج اثر X3 مقسوم الأرباح في Y1 عائد السهم فسرت ما مقداره 3% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت 0.18 وقيمة اختبار t لها هي 1.570 وهي قيمة ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية اي انه ليس هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X3 مقسوم الأرباح في Y1 عائد السهم.

ث- اختبار اثر X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y1 عائد السهم

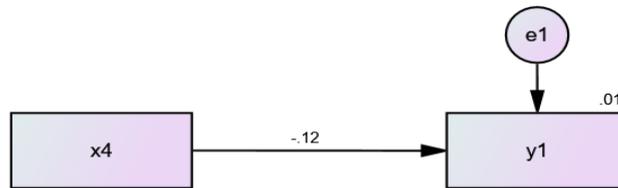
قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y1 عائد السهم.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y1 عائد السهم.



شكل رقم (3-6)

شكل علاقة تأثير X4 في Y1

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (3-6) الذي يتضمن دالة اثر X4 في Y1.

جدول رقم (3-6)

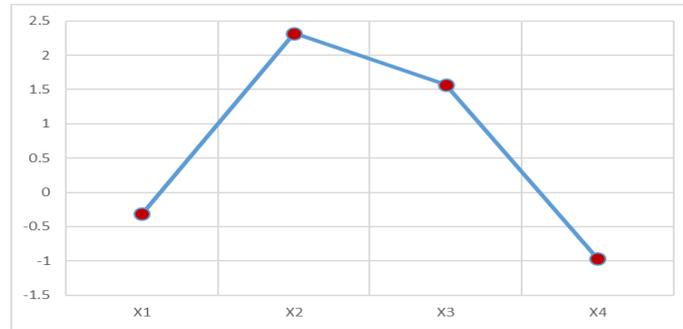
معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الأثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.01	0.001	-0.12	-0.970	.335	غير معنوي تحت مستوى دلالة 5%

يتضح من خلال (3-6) ان قيمة معامل التحديد هو 0.01 ومعامل التحديد المصحح هو 0.001 ويشير الى ان نموذج اثر X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y1 عائد السهم فسرت ما مقداره 1% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت -0.12 وقيمة اختبار t لها هي -0.970 وهي قيمة ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية اي انه ليس هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y1 عائد السهم.

من خلال ما سبق يتضح ان اثر المتغير X2 في المتغير المعتمد Y1 كان الاكبر يأتي ثانيا المتغير X3 ثم ثالثا المتغير X4 وأخيرا جاء المتغير X1 وهذا ما تم ملاحظته من خلال قيم معاملات الاثر وقيم اختبار t المتعلقة بها والشكل التالي يبين رسم قيم اختبار t:



شكل رقم (3-7)

قيم اختبار t لاثر المتغيرات المستقلة الاربعة في المتغير Y1

ج- اختبار اثر X1 الأسهم المتداولة في Y2 معدل دوران الأسهم

قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في Y2 معدل دوران الأسهم.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في Y2 معدل دوران الأسهم.



شكل رقم (3-8)

شكل علاقة تأثير X1 في Y2

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (7-3) الذي يتضمن دالة اثر X1 الأسهم المتداولة في Y2 معدل دوران الأسهم.

جدول رقم (7-3)

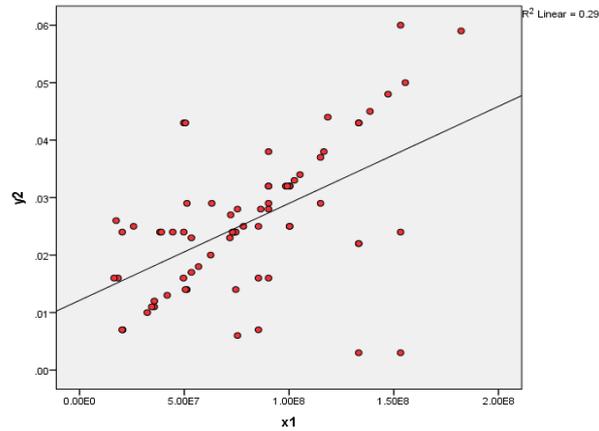
معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الاثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.30	0.29	0.55	5.458	.000	معنوي تحت مستوى دلالة 5%

يتضح من خلال (7-3) ان قيمة معامل التحديد هو 0.30 ومعامل التحديد المصحح هو 0.29 ويشير الى ان نموذج اثر X1 الأسهم المتداولة في Y2 معدل دوران الأسهم فسرت ما مقداره 30% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت 0.55 وقيمة اختبار t لها هي 5.458 وهي قيمة ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة اي ان هناك اثراً ذا دلالة معنوية احصائية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في Y2 معدل دوران الأسهم بمعنى اخر ان ارتفاع قيمة المتغير X2 بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى ارتفاع قيمة المتغير Y2 بمقدار 0.55.

كذلك استخرج الباحث الشكل البياني التالي الذي يبين رسم الانتشار (Scatter plot) مع خط الاثر للمتغير X1 الأسهم المتداولة على Y2 معدل دوران الأسهم:



شكل رقم (9-3)

شكل انتشار قيم X1 في Y2

ج- اختبار اثر X2 القيمة السوقية في Y2 معدل دوران الأسهم

قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X2 القيمة السوقية في Y2 معدل دوران الأسهم.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X2 القيمة السوقية في Y2 معدل دوران الأسهم.



شكل رقم (10-3)

شكل علاقة تأثير X2 في Y2

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (8-3) الذي يتضمن دالة اثر X2 القيمة السوقية في Y2 معدل دوران الأسهم.

جدول رقم (8-3)

معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الاثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.001	0.001	-0.02	-0.157	.876	غير معنوي تحت مستوى دلالة 5%

يتضح من خلال (8-3) ان قيمة معامل التحديد هو 0.001 ومعامل التحديد المصحح هو 0.001 ويشير الى ان نموذج اثر X2 القيمة السوقية في Y2 معدل دوران الأسهم فسرت ما مقداره 0.1% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمّنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت -0.02 وقيمة اختبار t لها هي -0.157 وهي قيمة ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود اثر ذي دلالة معنوية احصائية للمتغير X2 القيمة السوقية في Y2 معدل دوران الأسهم.

ح- اختبار اثر X3 مقسوم الأرباح في Y2 معدل دوران الأسهم

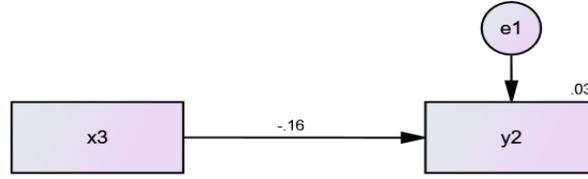
قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X3 مقسوم الأرباح في Y2 معدل دوران الأسهم.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X3 مقسوم الأرباح في Y2 معدل دوران الأسهم.



شكل رقم (3-11)

شكل علاقة تأثير X3 في Y2

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (3-9) الذي يتضمن دالة اثر X3 مقسوم الأرباح في Y2 معدل دوران الأسهم.

جدول رقم (3-9)

معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الاثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.03	0.01	-0.16	-1.353	.180	غير معنوي تحت مستوى دلالة 5%

يتضح من خلال (3-9) ان قيمة معامل التحديد هو 0.03 ومعامل التحديد المصحح هو 0.02 ويشير الى ان نموذج اثر X3 مقسوم الأرباح في Y2 معدل دوران الأسهم فسرت ما مقداره 3% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت -0.16 وقيمة اختبار t لها هي -1.353 وهي قيمة ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية اي انه ليس هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X3 مقسوم الأرباح في Y2 معدل دوران الأسهم.

خ- اختبار اثر X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y2 معدل دوران الأسهم

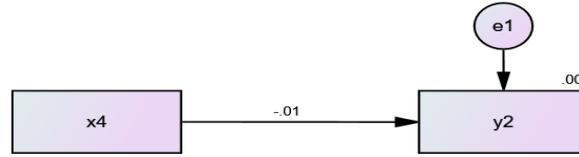
قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y2 معدل دوران الأسهم.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y2 معدل دوران الأسهم.



شكل رقم (3-12)

شكل علاقة تأثير X4 في Y2

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (3-10) الذي يتضمن دالة اثر X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y2 معدل دوران الأسهم.

جدول رقم (3-10)

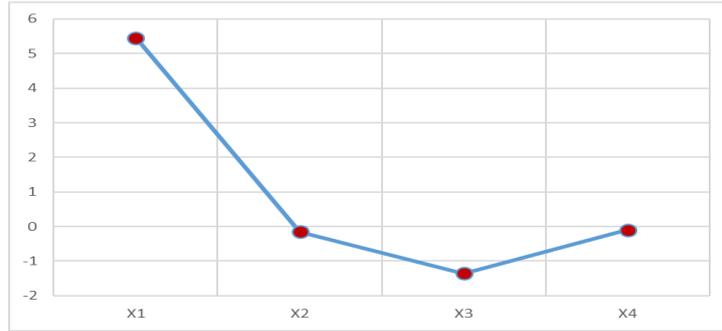
معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الاثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.01	0.001	-0.012	-0.099	.921	غير معنوي تحت مستوى دلالة 5%

يتضح من خلال (3-10) ان قيمة معامل التحديد هو 0.01 ومعامل التحديد المصحح هو 0.001 ويشير الى ان نموذج اثر X4 في Y2 فسرت ما مقداره 1% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت -0.012 وقيمة اختبار t لها هي -0.099 وهي قيمة ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية اي أنه ليس هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y2 معدل دوران الأسهم.

من خلال ما سبق يتضح ان اثر المتغير X1 في المتغير المعتمد Y2 كان الاكبر يأتي ثانيا المتغير X3 ثم ثالثا المتغير X2 وأخيرا جاء المتغير X4 وهذا ما تم ملاحظته من خلال قيم معاملات الاثر وقيم اختبار t المتعلقة بها والشكل التالي يبين رسم قيم اختبار t:



شكل رقم (13-3)

قيم اختبار t لاثر المتغيرات المستقلة الاربعة في المتغير Y2

د- اختبار اثر X1 الأسهم المتداولة في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية

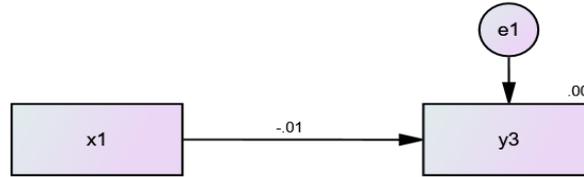
قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.



شكل رقم (14-3)

شكل علاقة تأثير X1 في Y3

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (11-3) الذي يتضمن دالة اثر X1 الأسهم المتداولة

في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

جدول رقم (11-3)

معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الأثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.001	0.001	-0.012	-.103	.919	غير معنوي تحت مستوى دلالة 5%

يتضح من خلال (3-11) ان قيمة معامل التحديد هو 0.001 ومعامل التحديد المصحح هو 0.001 ويشير الى ان نموذج اثر X1 الأسهم المتداولة في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية فسرت ما مقداره 0.1% من الانحرافات الكلية والمنتقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت -0.012 وقيمة اختبار t لها هي -0.103 وهي قيمة ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية اي أنه ليس هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

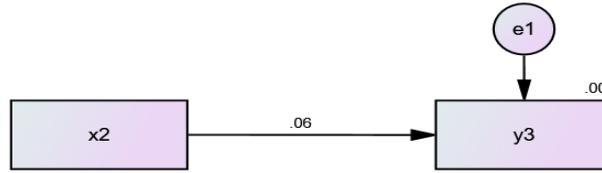
ذ- اختبار اثر X2 القيمة السوقية في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية

قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X2 القيمة السوقية في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية. مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X2 القيمة السوقية في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.



شكل رقم (3-15)

شكل علاقة تأثير X2 في Y3

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (3-12) الذي يتضمن دالة اثر X2 القيمة السوقية في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

جدول رقم (3-12)

معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الأثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.003	0.001	.06	.489	.627	غير معنوي تحت مستوى دلالة 5%

يتضح من خلال (3-12) ان قيمة معامل التحديد هو 0.003 ومعامل التحديد المصحح هو 0.001 ويشير الى ان نموذج اثر X2 في Y3 فسرت ما مقداره 0.3% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت 0.06 وقيمة اختبار t لها هي 0.489 وهي قيمة ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية اي انه ليس هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X2 القيمة السوقية في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

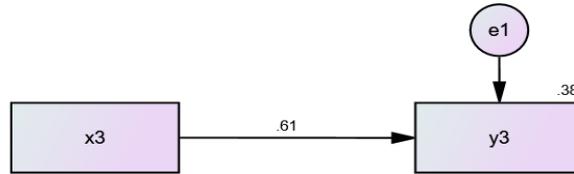
ر- اختبار اثر X3 مقسوم الأرباح في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية

قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X3 مقسوم الأرباح في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية. مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X3 مقسوم الأرباح في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.



شكل رقم (3-16)

شكل علاقة تأثير X3 في Y3

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (3-13) الذي يتضمن دالة اثر X3 مقسوم الأرباح في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

جدول رقم (3-13)

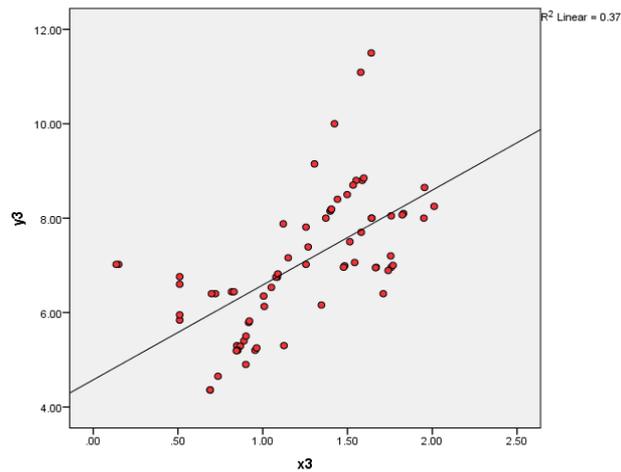
معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الأثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.38	0.37	.61	6.516	.000	معنوي تحت مستوى دلالة 5%

يتضح من خلال (3-13) ان قيمة معامل التحديد هو 0.38 ومعامل التحديد المصحح هو 0.37 ويشير الى ان نموذج اثر X3 مقسوم الأرباح في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية فسرت ما مقداره 38% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت 0.61 وقيمة اختبار t لها هي 6.516 وهي قيمة ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة اي أنّ هناك اثراً ذا دلالة معنوية احصائية للمتغير X3 مقسوم الأرباح في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية بمعنى اخر ان ارتفاع قيمة المتغير X3 بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى ارتفاع قيمة المتغير Y3 بمقدار 0.61.

كذلك استخرج الباحث الشكل البياني التالي الذي يبين رسم الانتشار (Scatter plot) مع خط الاثر للمتغير X3 مقسوم الأرباح على Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية:



شكل رقم (3-17)

شكل انتشار قيم X3 في Y3

ز- اختبار اثر X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية

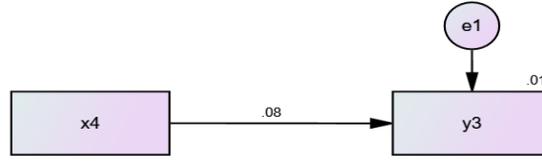
قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.



شكل رقم (3-18)

شكل علاقة تأثير X4 في Y3

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (3-14) الذي يتضمن دالة اثر X4 في Y3.

جدول رقم (3-14)

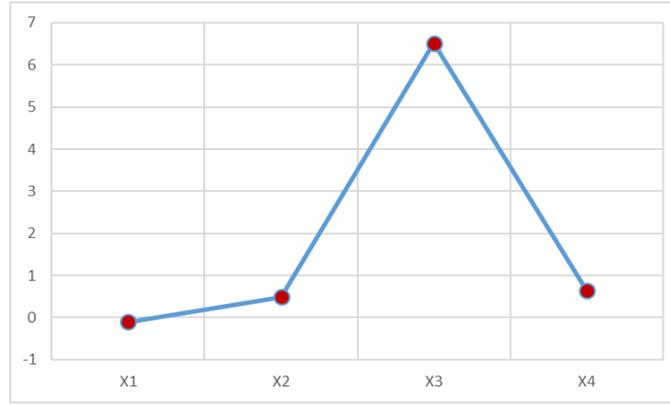
معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الاثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.01	0.01	0.08	.651	.517	غير معنوي تحت مستوى دلالة 5%

يتضح من خلال (3-14) ان قيمة معامل التحديد هو 0.01 ومعامل التحديد المصحح هو 0.001 ويشير الى ان نموذج اثر X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية فسرت ما مقداره 1% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت 0.08 وقيمة اختبار t لها هي 0.651 وهي قيمة ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية اي انه ليس هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y3 نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

من خلال ما سبق يتضح ان اثر المتغير X3 في المتغير المعتمد Y3 كان الاكبر يأتي ثانيا المتغير X4 ثم ثالثا المتغير X2 وأخيرا جاء المتغير X1 وهذا ما تم ملاحظته من خلال قيم معاملات الاثر وقيم اختبار t المتعلقة بها والشكل التالي يبين رسم قيم اختبار t:



شكل رقم (3-19)

قيم اختبار t لاثر المتغيرات المستقلة الاربعة في المتغير Y3

س- اختبار اثر X1 الأسهم المتداولة في Y4 ربحية السهم

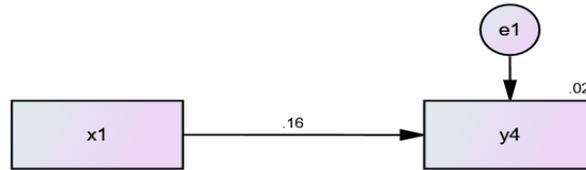
قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في Y4 ربحية السهم.

مقابل الفرضية البديلة

H1 : يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في Y4 ربحية السهم.



شكل رقم (3-20)

شكل علاقة تأثير X1 في Y4

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (3-15) الذي يتضمن دالة اثر X1 الأسهم المتداولة

في Y4 ربحية السهم.

جدول رقم (3-15)

معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الأثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.03	0.01	.16	1.329	.188	غير معنوي تحت مستوى دلالة 5%

يتضح من خلال (3-15) ان قيمة معامل التحديد هو 0.03 ومعامل التحديد المصحح هو 0.01 ويشير الى ان نموذج اثر X1 الأسهم المتداولة في Y4 ربحية السهم فسرت ما مقداره 3% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت 0.16 وقيمة اختبار t لها هي 1.329 وهي قيمة ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم قبول الفرضية الصفرية اي انه ليس هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X1 الأسهم المتداولة في Y4 ربحية السهم.

ش- اختبار اثر X2 القيمة السوقية في Y4 ربحية السهم

قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X2 القيمة السوقية في Y4 ربحية السهم.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X2 القيمة السوقية في Y4 ربحية السهم.



شكل رقم (3-21)

شكل علاقة تأثير X2 في Y4

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (3-16) الذي يتضمن دالة اثر X2 القيمة السوقية في Y4 ربحية السهم.

جدول رقم (3-16)

معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

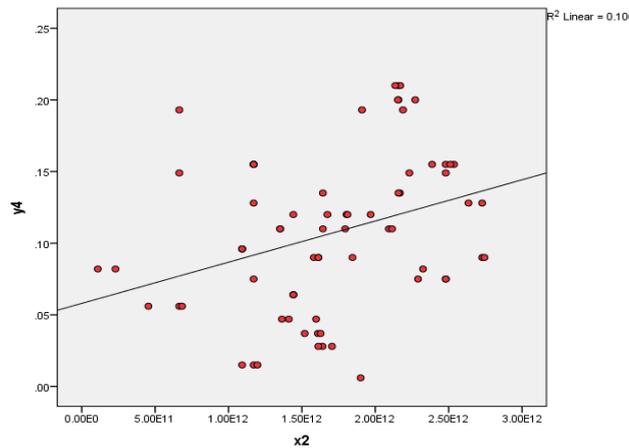
معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الأثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t
0.11	0.09	.33	2.884	.005	معنوي تحت مستوى دلالة 5%

يتضح من خلال (3-16) ان قيمة معامل التحديد هو 0.11 ومعامل التحديد المصحح هو 0.09 ويشير الى ان نموذج اثر X2 في Y4 فسرت ما مقداره 11% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت 0.33 وقيمة اختبار t لها هي 2.884 وهي قيمة ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة اي ان هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X2 القيمة السوقية في Y4 ربحية السهم بمعنى اخر ان ارتفاع قيمة المتغير X2 بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى ارتفاع قيمة المتغير Y4 بمقدار 0.33.

كذلك استخرج الباحث الشكل البياني التالي الذي يبين رسم الانتشار (Scatter plot) مع خط الاثر للمتغير

X2 القيمة السوقية على Y4 ربحية السهم:



شكل رقم (3-22)

شكل انتشار قيم X2 في Y4

ص-اختبار اثر X3 مقسوم الأرباح في Y4 ربحية السهم

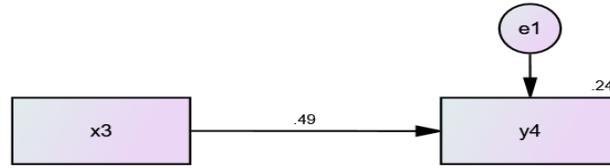
قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X3 مقسوم الأرباح في Y4 ربحية السهم.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X3 مقسوم الأرباح في Y4 ربحية السهم.



شكل رقم (3-23)

شكل علاقة تأثير X3 في Y4

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (3-17) الذي يتضمن دالة اثر X3 مقسوم الأرباح في Y4 ربحية السهم.

جدول رقم (3-17)

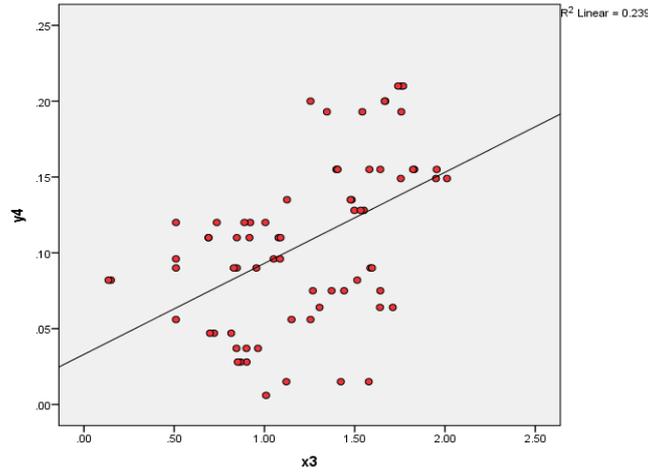
معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

معنوية قيمة t	Sig.	قيمة t المحسوبة	قيمة معلمة الأثر	معامل التحديد المصحح	معامل التحديد R ²
معنوي تحت مستوى دلالة 5%	.000	4.693	.49	0.23	0.24

يتضح من خلال (3-17) ان قيمة معامل التحديد هو 0.24 ومعامل التحديد المصحح هو 0.23 ويشير الى ان نموذج اثر X3 مقسوم الأرباح في Y4 ربحية السهم فسرت ما مقداره 24% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت 0.49 وقيمة اختبار t لها هي 4.693 وهي قيمة ذات دلالة معنوية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة اي ان هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية للمتغير X3 مقسوم الأرباح في Y4 ربحية السهم بمعنى اخر ان ارتفاع قيمة المتغير X3 بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى ارتفاع قيمة المتغير Y4 بمقدار 0.49.

كذلك استخرج الباحث الشكل البياني التالي الذي يبين رسم الانتشار (Scatter plot) مع خط الاثر للمتغير X3 مقسوم الأرباح على Y4 ربحية السهم:



شكل رقم (3-24)

شكل انتشار قيم X3 في Y4

ض- اختبار اثر X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y4 ربحية السهم

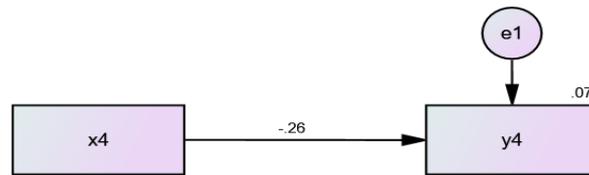
قام الباحث هنا باختبار الفرضية التالية

الفرضية الصفرية

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y4 ربحية السهم.

مقابل الفرضية البديلة

H1: يوجد اثر ذو دلالة معنوية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y4 ربحية السهم.



شكل رقم (3-25)

شكل علاقة تأثير X4 في Y4

لقد لخص الباحث النتائج المتعلقة بعلاقة الاثر في الجدول (3-18) الذي يتضمن دالة اثر X4 نسبة السعر الى

عائد السهم في Y4 ربحية السهم.

جدول رقم (3-18)

معامل التحديد وقيمة الاثر وقيمة t ومعنويتها

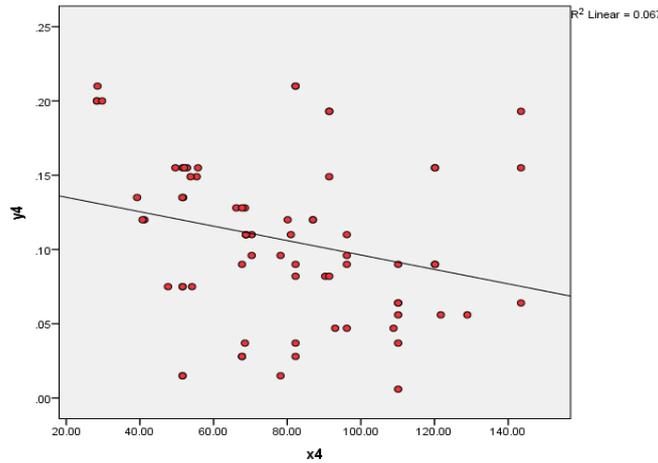
معامل التحديد R ²	معامل التحديد المصحح	قيمة معلمة الأثر	قيمة t المحسوبة	Sig.	معنوية قيمة t

معنوي تحت مستوى دلالة 5%	.028	-2.239	-.258	0.05	0.07
--------------------------	------	--------	-------	------	------

يتضح من خلال (3-18) ان قيمة معامل التحديد هو 0.07 ومعامل التحديد المصحح هو 0.05 ويشير الى ان نموذج اثر X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y4 ربحية السهم فسرت ما مقداره 7% من الانحرافات الكلية والمتبقي تم تفسيره من متغيرات اخرى غير مضمنة في هذا البحث.

كما بينت النتائج ان معلمة الاثر بلغت -0.26 وقيمة اختبار t لها هي -2.239 وهي قيمة ذات دلالة معنوية عكسية عند مستوى دلالة 5% ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة اي ان هناك اثر ذو دلالة معنوية احصائية عكسية للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم في Y4 ربحية السهم بمعنى اخر ان ارتفاع قيمة المتغير X4 بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى انخفاض قيمة المتغير Y4 بمقدار 0.26.

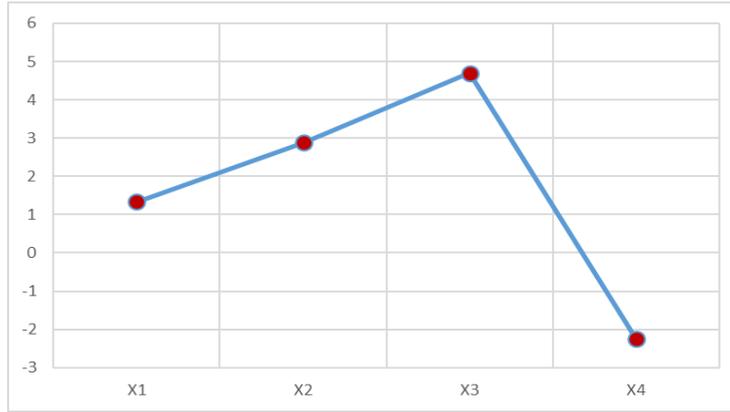
كذلك استخرج الباحث الشكل البياني التالي الذي يبين رسم الانتشار (Scatter plot) مع خط الاثر للمتغير X4 نسبة السعر الى عائد السهم على Y4 ربحية السهم:



شكل رقم (3-26)

شكل انتشار قيم X4 في Y4

من خلال ما سبق يتضح ان اثر المتغير X3 في المتغير المعتمد Y4 كان الاكبر يأتي ثانيا المتغير X2 ثم ثالثا المتغير X4 وأخيرا جاء المتغير X1 وهذا ما تم ملاحظته من خلال قيم معاملات الاثر وقيم اختبار t المتعلقة بها والشكل التالي يبين رسم قيم اختبار t:



شكل رقم (3-27)

قيم اختبار t لاثـر المتغيرات المستقلة الاربعة في المتغير $Y4$

المبحث الثاني

اختبار كفاءة السوق المالي Financial Market Efficiency Test

اولا: قياس كفاءة بعض قطاعات سوق العراق للأوراق المالية وكالاتي:

1- اختبار الارتباط المتسلسل Test the serial correlation

يستخدم اختبار الارتباط المتسلسل كنوع من الادوات الاحصائية لقياس ومعرفة استقلالية التغير لسعر السهم المتتالية، وفيما إذا كانت هذه التغيرات المتتالية لسعر السهم تتبع إنموذج السير العشوائي ام لا. وبالتالي محاولة معرفة هل ان كفاءة السوق تقع ضمن الشكل الضعيف، وبذلك يتم استخدام الارتباط المتسلسل لغرض اختبار معنوية الارتباط المتسلسل الخاصة بتغيرات اسعار الاسهم اليومية وفقا للمتغيرات قيد الدراسة، وتم استبعاد Y1 عائد السهم بسبب نتائج اختباره كانت ضعيفة جداً.

أ- اختبار القطاعات وفق متغير معدل دوران الاسهم Y2

يوضح الجدول ادناه نتائج معاملات الارتباط المتسلسل للتخلفات السنوية lags لمتغير معدل دوران الاسهم Y2، اذ نجد ان وجود اشارة (Star*) يشير الى معنوية ذلك المتغير وعدم وجود تلك الاشارة تدل على عدم معنوية المتغير لتلك الفترة. يتضح ان اعلى قيمة كانت مساوية الى (0.252) في قطاع الخياطة الحديثة التي تشير الى الاعتمادية والمعنوية العالية بينما نلاحظ ان القطاعات الاخرى عُدت مخترقة لحدود الثقة مقارنة بالعدد الكلي للمعاملات ولجميع الشركات باستثناء شركة الخياطة الحديثة.

وتجدر الاشارة ايضا الى وجود اشارات ايجابية او سلبية التي تحمل دلالة مالية، إذ أنّ وجود الاشارة الموجبة تعني حدوث تغير سعري موجب والعكس بالعكس. كذلك ان كل معامل ارتباط يكون أكبر او أصغر من الصفر يشير الى وجود علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية في سلسلة عائد الشركات عينة البحث، ومن ثم فإنّ سلسلة عائد الشركات عينة البحث لا تتبع نموذج السير العشوائي، وهذه

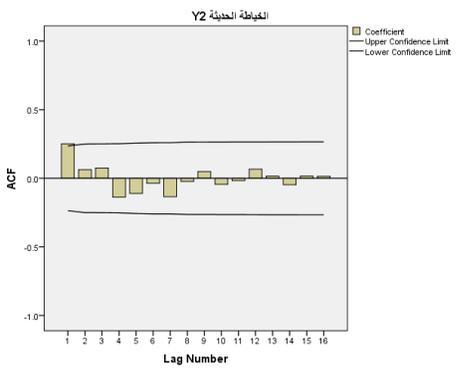
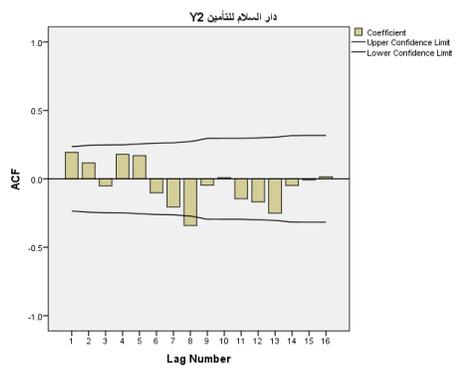
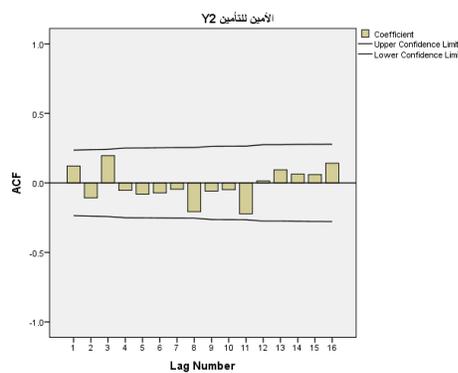
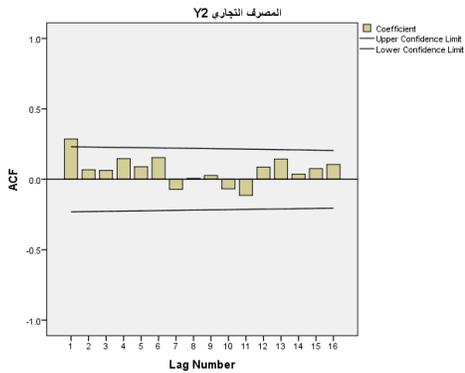
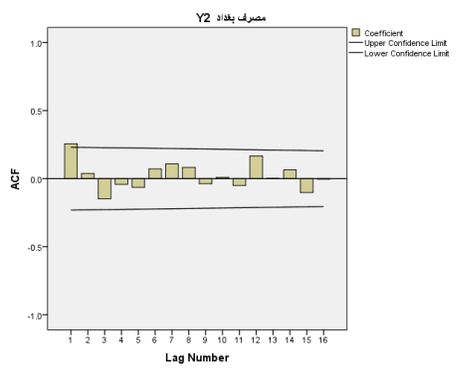
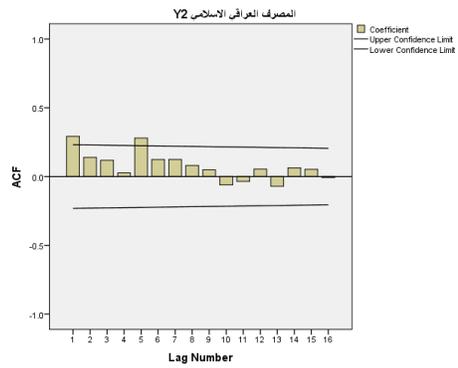
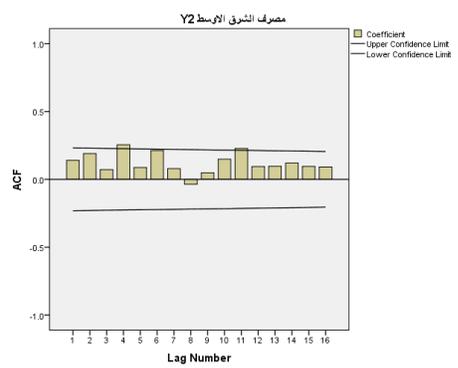
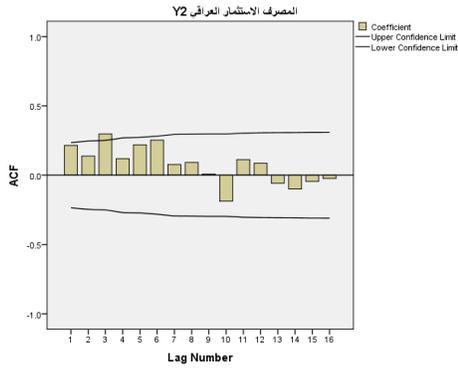
النتيجة تشير الى صحة الفرضية الاولى التي تشير الى (وجود علاقة ارتباط بين مختلف قطاعات سوق العراق مع الفترة الزمنية للتخلفات او الابطاءات ال ((Lag)).

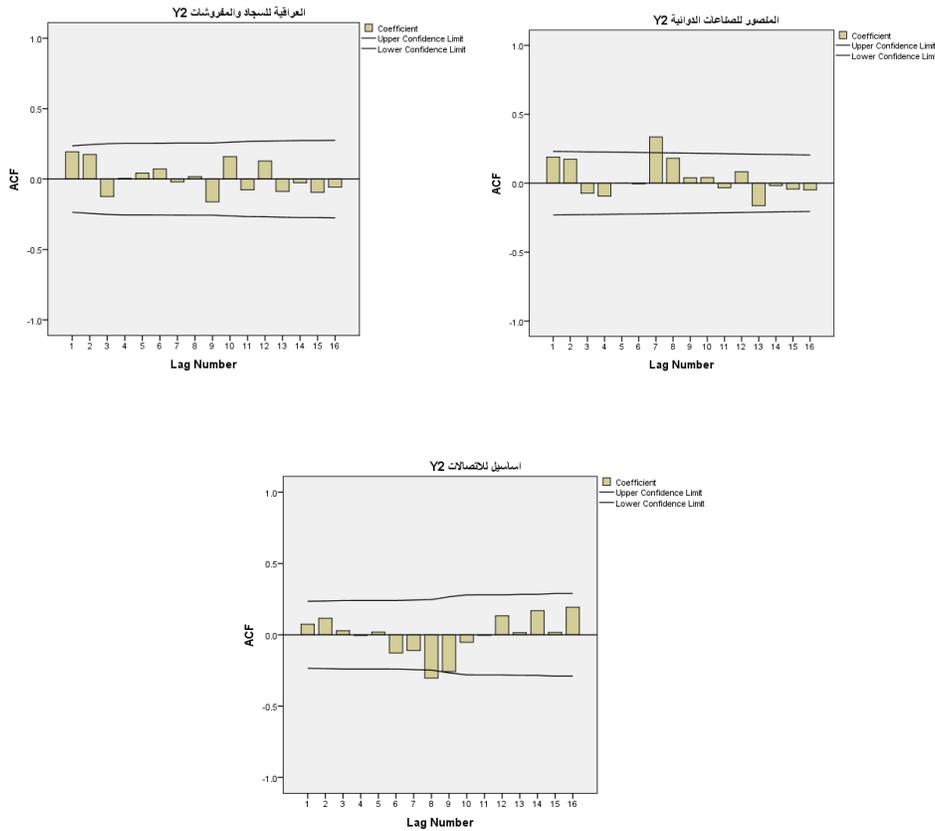
من الجدول (3-19) يلاحظ ان جميع علاقات الارتباط للفتترات (Lag) كانت موجبة احيانا وسالبة احيانا اخرى وان قيم الارتباط السالبة تشير الى ضعف الارتباط بين قيم عوائد المؤشرات الشهرية، اضافة الى ذلك تشير النتائج الى ان معظم قيم الارتباطات هي قريبة من الصفر نوعا ما في الفترة الاولى وتقترب اكثر بعد هذه الفترة. لاختبار عشوائية حركة لمتغير معدل دوران الاسهم y_2 في سوق العراق من خلال الارتباط الذاتي تم استعمال سبع فترات ابطاء (تخلف) لمتغير معدل دوران الاسهم y_2 الشهرية للفترة من (2015-2020)

الجدول (3-19) معاملات الارتباط المتسلسل للتخلفات ($t=1,2,\dots,7$) لمتغير y_2

7	6	5	4	3	2	1	الشركات
0.077	0.253	0.219	0.119	*0.297	0.138	0.215	المصرف الاستثمار العراقي
0.079	0.212	0.088	0.255*	0.072	0.190	0.140	مصرف الشرق الأوسط
0.125	0.124	0.280*	0.026	0.118	0.139	0.292*	المصرف العراقي الاسلامي
0.108	0.071	-0.064	-0.042	-0.149	0.038	0.256*	مصرف بغداد
-0.072	0.154	0.089	0.146	0.063	0.067	0.286*	المصرف التجاري
-0.046	-0.072	-0.080	-0.054	0.196	-0.107	0.121	الأمين للتأمين
-0.206	-0.102	0.170	0.179	-0.051	0.116	0.194	دار السلام للتأمين
-0.135	-0.036	-0.111	-0.138	0.075	0.062	*0.252	الخيطة الحديثة
-0.020	0.071	0.042	0.005	-0.124	0.175	0.193	العراقية للسجاد والمفروشات
0.335*	-0.005	-0.002	-0.094	-0.073	0.173	0.190	المنصور للصناعات الدوائية
-0.111	-0.127	0.019	-0.005	0.029	0.116	0.074	اسياسيل للاتصالات

*معامل الارتباط المتسلسل معنوي احصائيا بمستوى ثقة 0.05





الشكل (3-28) معاملات الارتباط المتسلسل للقطاعات قيد البحث لمتغير Y2

ونلاحظ من الشكل (3-27) الذي يمثل رسوم بيانية لكل قطاع اذ يشير المحور العمودي الى معاملات الارتباط المتسلسل ويشير المحور الافقي الى عدد التخلفات او ال (Lag) وان الاشرطة العمودية ذات اللون الاصفر لكل السنوات يشير الى المعنوية لكل قطاع، اما الخط الغامق فيمثل اعلى وادنى قيمة معنوية، وكملخص لفكرة الاشكال الموضحة لكل قطاع يمكن القول بوجود اعتمادي معنوية نوعا ما ولبعض القطاعات في سلسلة تغيرات لمتغير معدل دوران الاسهم Y2.

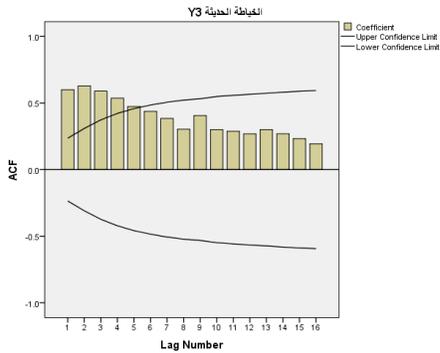
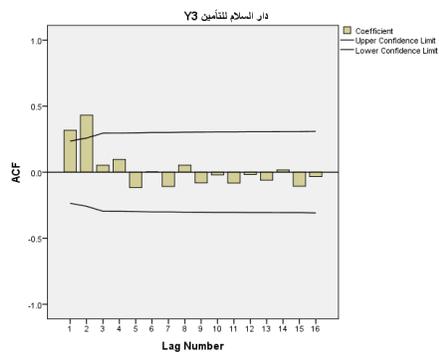
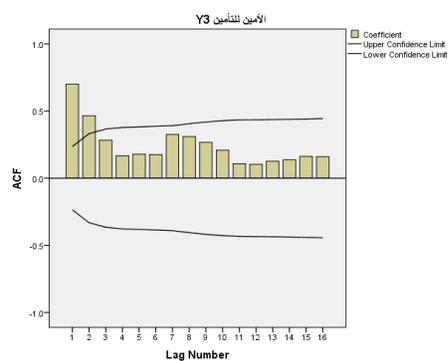
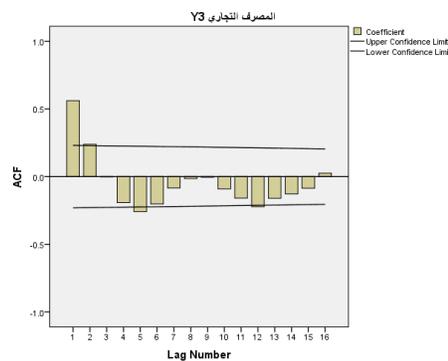
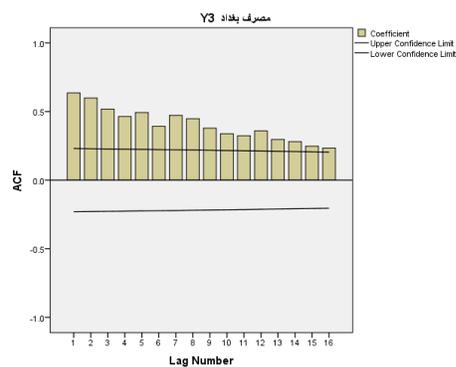
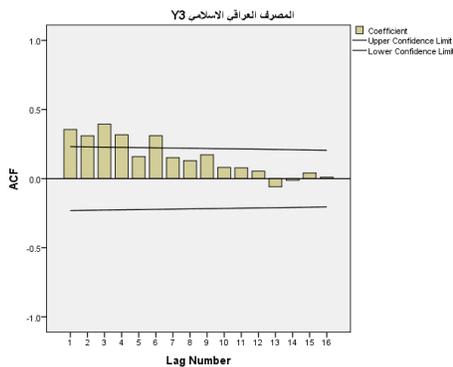
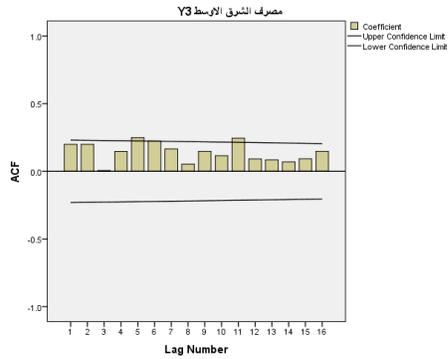
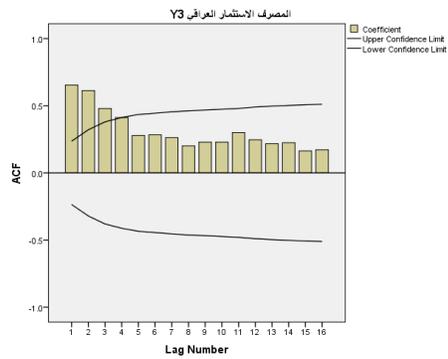
ب- اختبار القطاعات وفق متغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم Y3

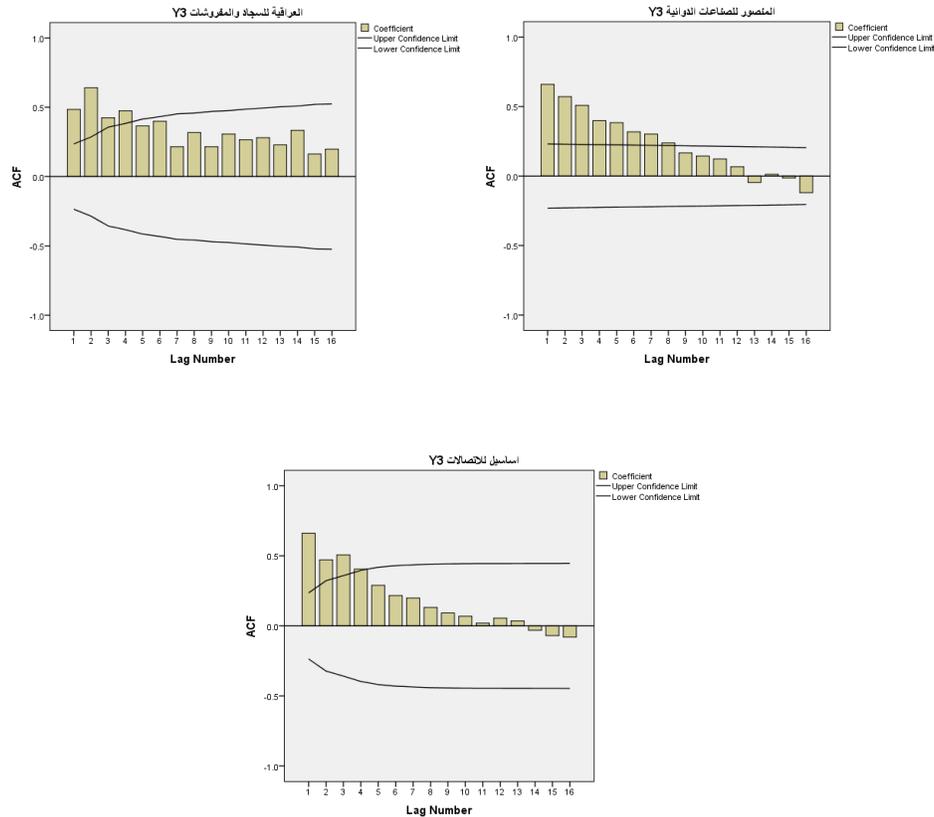
يوضح الجدول (3-20) نتائج معاملات الارتباط المتسلسل للتخلفات السنوية لمتغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم Y3، ويتضح وجود معنوية عالية لبعض الشركات حيث كانت قيمة

الارتباط المتسلسل لمصرف الاستثمار العراقي *0.654 وهي قيمة دالة احصائيا وتشير الى وجود اعتمادية معنوية احصائية بمستوى دلالة (0.05) ، بمعنى اخر وجود اعتمادية معنوية واحصائية في قيم تغير اسعار الاسهم السوقية من خلال متغير (نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم). ونفس الكلام ينطبق على باقي الشركات التي كانت جميع قيم ارتباطاتها المتسلسلة معنوية

الجدول (20-3) معاملات الارتباط المتسلسل للتخلفات (t=1,2,...,7) لمتغير Y3

7	6	5	4	3	2	1	الشركات
0.262	0.283	0.278	*0.412	*0.479	*0.613	*0.654	المصرف الاستثمار العراقي
0.166	0.224*	0.249*	0.146	0.006	0.199	0.199	مصرف الشرق الأوسط
0.151	0.310*	0.160	0.318*	0.393*	0.309*	0.355*	المصرف العراقي الاسلامي
0.473*	0.392*	0.493*	0.464*	0.519*	0.598*	0.636*	مصرف بغداد
-0.084	-0.202	-0.259*	-0.192	-0.002	0.238*	0.560*	المصرف التجاري
0.326	0.175	0.178	0.167	0.282	*0.465	*0.699	الأمين للتأمين
-0.108	0.001	-0.117	0.097	0.052	*0.432	*0.317	دار السلام للتأمين
0.385	0.438	*0.473	*0.537	*0.589	*0.628	*0.600	الخطاثة الحديثة
0.215	0.400	0.365	*0.474	*0.424	*0.640	*0.484	العراقية للسجاد والمفروشات
0.303*	0.318*	0.384*	0.399*	0.509*	0.571*	0.659*	المنصور للصناعات الدوائية
0.199	0.216	0.289	0.405	*0.507	*0.471	*0.661	اساسيل للاتصالات





الشكل (3-29) معاملات الارتباط المتسلسل للقطاعات قيد البحث لمتغير Y3

ونلاحظ من الشكل (3-29) الذي يمثل رسوم بيانية لكل قطاع اذ يشير المحور العمودي الى معاملات الارتباط المتسلسل ويشير المحور الافقي الى عدد التخلفات او ال (Lag) وان الاشرطة العمودية ذات اللون الاصفر لكل السنوات يشير الى المعنوية لكل قطاع، اما الخط الغامق فيمثل اعلى وأدنى قيمة معنوية، وكملخص لفكرة الاشكال الموضحة لكل قطاع يمكن القول بوجود اعتمادية معنوية نوعا ما ولبعض القطاعات في سلسلة تغيرات المتغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم Y3.

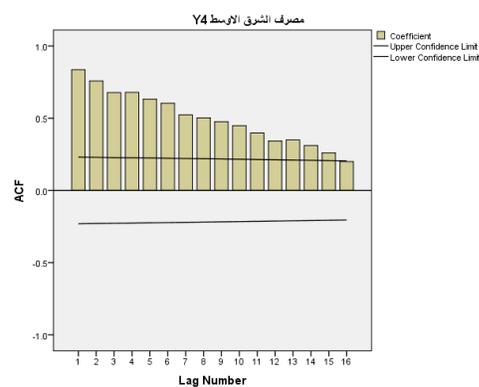
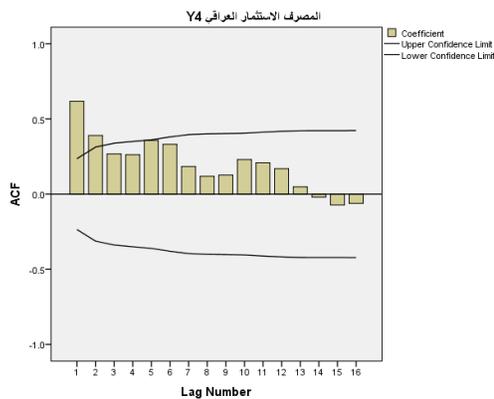
ت- اختبار القطاعات وفق متغير ربحية السهم Y4

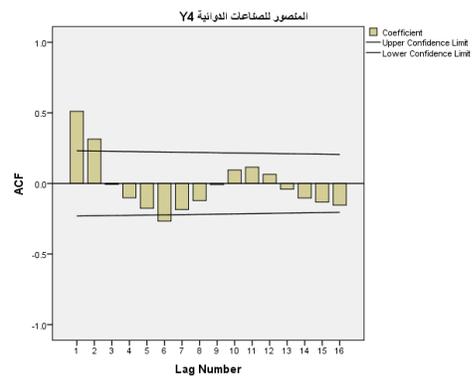
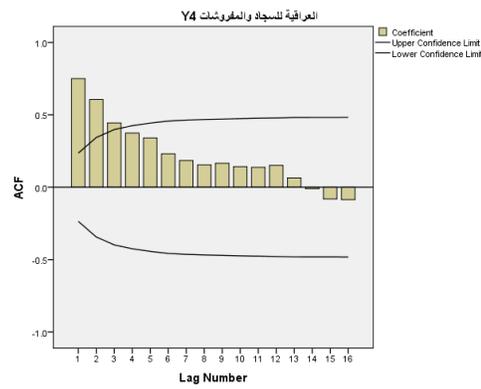
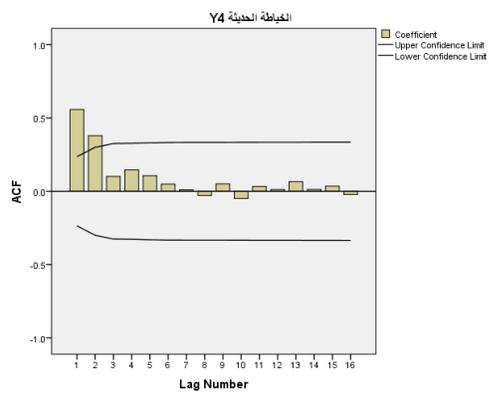
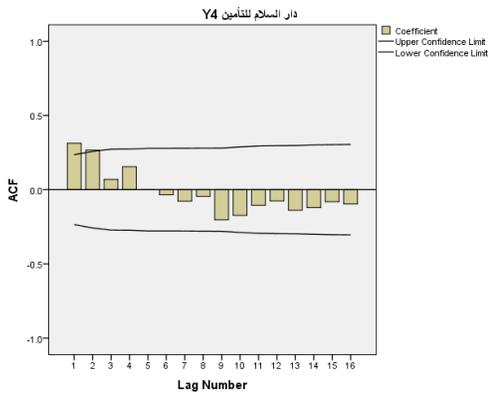
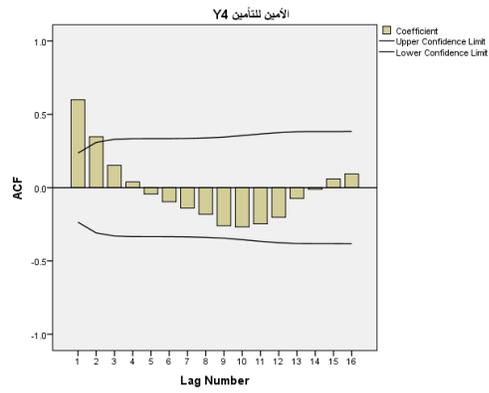
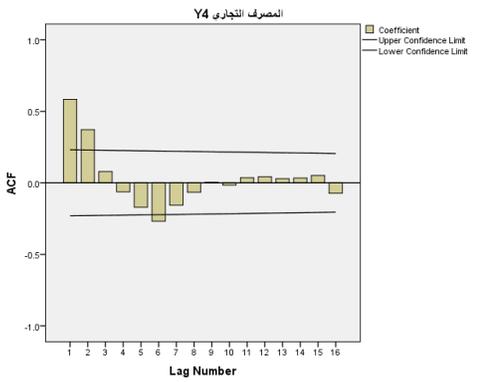
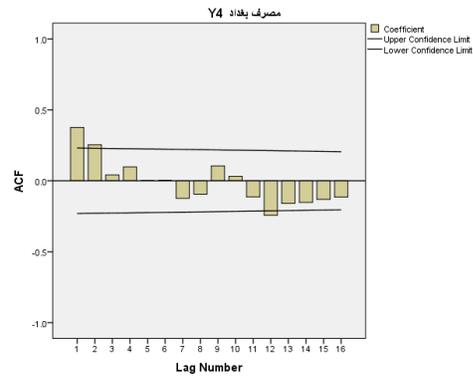
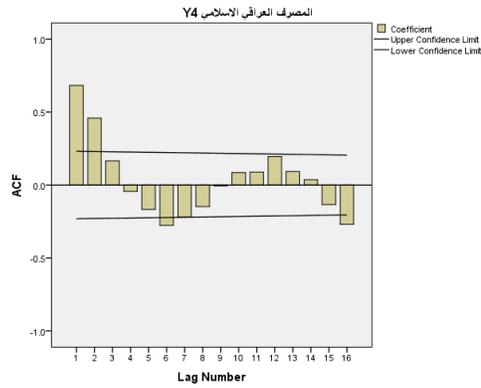
يوضح الجدول (3-21) نتائج معاملات الارتباط المتسلسل للتخلفات السنوية لمتغير ربحية السهم Y4، ويتضح وجود معنوية عالية للقطاعات إذ كانت اعلى قيمة للارتباط المتسلسل عند شركة العراقية للسجاد والمفروشات *0.750 وهي قيمة دالة احصائيا وتشير الى وجود اعتمادية معنوية احصائية بمستوى دلالة (0.05)، بمعنى اخر وجود اعتمادية معنوية واحصائية في قيم تغير اسعار الاسهم

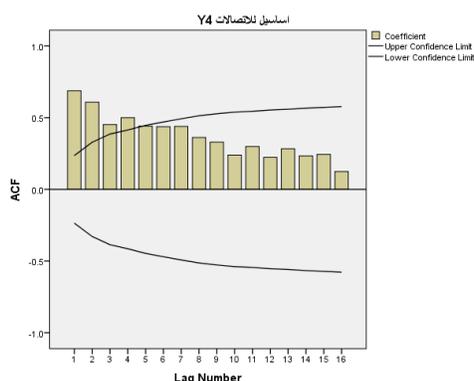
السوقية من خلال متغير لمتغير ربحية السهم y_4 . والكلام نفسه ينطبق على الشركات الاخرى التي كانت جميع قيم ارتباطاتها المتسلسلة معنوية

الجدول (21-3) معاملات الارتباط المتسلسل للتخلفات ($t=1,2,\dots,7$) لمتغير y_4

7	6	5	4	3	2	1	الشركات
0.184	0.332	0.357	0.262	0.268	*0.390	*0.618	المصرف الاستثمار العراقي
0.524	0.604	0.632	0.679	0.677	0.758	0.835	مصرف الشرق الأوسط
-0.219	-0.277	-0.167	-0.044	0.165	0.459	0.683	المصرف العراقي الاسلامي
-0.124	0.002	0.001	0.098	0.040	0.253	0.376	مصرف بغداد
-0.157	-0.268	-0.171	-0.063	0.079	0.372	0.584	المصرف التجاري
-0.139	-0.097	-0.043	0.039	0.152	*0.347	*0.599	الأمين للتأمين
-0.077	-0.035	-0.001	0.155	0.069	*0.266	*0.314	دار السلام للتأمين
0.010	0.049	0.106	0.146	0.101	*0.379	*0.558	الخيطة الحديثة
0.184	0.231	0.340	0.374	*0.444	*0.606	*0.750	العراقية للسجاد والمفروشات
-0.185	-0.267	-0.176	-0.101	-0.007	0.314	0.511	المنصور للصناعات الدوائية
0.439	0.437	0.441	*0.500	*0.451	*0.608	*0.687	اسياسيل للاتصالات







الشكل (30-3) معاملات الارتباط المتسلسل للقطاعات قيد البحث لمتغير y4

ونلاحظ من الشكل (30-3) الذي يمثل رسوم بيانية لكل قطاع اذ يشير المحور العمودي الى معاملات الارتباط المتسلسل ويشير المحور الافقي الى عدد التخلفات او ال (Lag) وان الاشرطة العمودية ذات اللون الاصفر لكل السنوات يشير الى المعنوية لكل قطاع، اما الخط الغامق فيمثل اعلى وادنى قيمة معنوية، وكملخص لفكرة الاشكال الموضحة لكل قطاع يمكن القول بوجود اعتمادية معنوية نوعا ما ولبعض القطاعات في سلسلة تغيرات المتغير لمتغير ربحية السهم y4.

2- اختبار كفاءة السوق وفق نموذج الانحدار الذاتي AR

سيقوم الباحث هنا باختبار كفاءة السوق من خلال اختبار الفرضية الرئيسة التالية:

ان سوق العراق كفوءة بالشكل الضعيف.

مقابل الفرضية البديلة التالية:

ان سوق العراق غير كفوءة.

لقد اعتمد الباحث على النموذج الاحصائي $AR(1)$ لقياس كفاءة سوق العراق. اذ يتم استخراج معامل التحديد (R^2) اضافة الى استخراج معالم هذا الإنموذج واختبارها ومن خلال معامل التحديد يتم معرفة نسبة مساهمة المتغير المراد اختباره وبعد ذلك يتم استخراج الكفاءة من خلال القانون التالي:

$$\varphi_t = \left| \frac{\sum_{j=1}^p \hat{\alpha}_{j,t}}{1 - (\sum_{j=1}^p \hat{\alpha}_{j,t})} \right| \text{-----} (22)$$

اذ إن :

φ_t : تمثل كفاءة السوق المالي

$\hat{\alpha}_j$: تمثل معالم إنموذج الـ AR

ان النموذج الرياضي العام للسلاسل الزمنية المستخدم يمكن كتابته بالصيغة التالية:

$$x_t = \alpha_0 + \alpha_1 x_{t-1} + \dots + \alpha_q x_{t-q} + u_t \text{-----} (23)$$

اما المتغيرات الداخلة في التحليل فهي:

أ- معدل دوران الاسهم Y2 ب-نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم Y3

ت-ربحية السهم Y4

وقام الباحث باختيار 11 شركة عشوائيا وللفترة (2015-2020) لأغراض الدراسة. اما البرامج الاحصائية التي تم استخدامها للحصول على النتائج فهي برنامج (gretl) وبرنامج SPSS vr. 24 وبرنامج AMOS vr.24 إضافة الى استخدام برنامج معالج الجداول Excel وكانت النتائج كالاتي:

أ-معدل دوران الاسهم y2 :

لاختبار الفرضية الفرعية الاولى المنبثقة من الفرضية الرئيسية والقائلة: (ان سوق العراق كفوء بشكل ضعيف من خلال المتغير معدل دوران الاسهم y2) تم الحصول على النتائج الآتية:

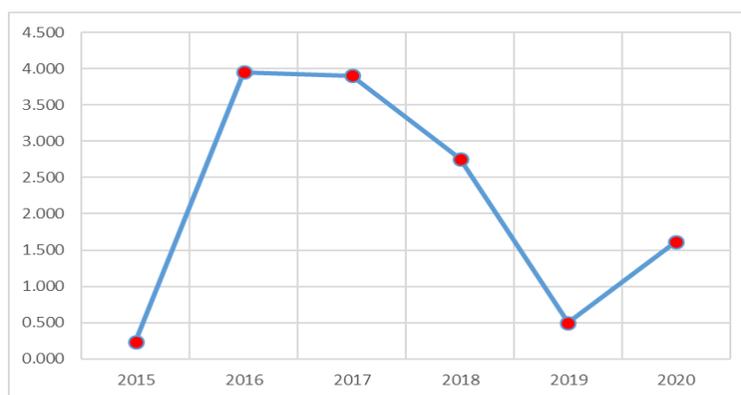
جدول (3-22) نتائج متغير y_2 لإنموذج AR(1)

Years	Model	R^2_{adj}	φ_t
Full sample	$x_t = 0.593 + 0.190x_{t-1}$ (0.00) (0.109)	.037	3.608
2015	$x_t = 0.549 - 0.357x_{t-1}$ (0.00) (0.277)	.118	0.238
2016	$x_t = 0.571 + 0.227x_{t-1}$ (0.00) (0.476)	.060	3.950
2017	$x_t = 0.694 + 0.102x_{t-1}$ (0.00) (0.753)	.010	3.902
2018	$x_t = 0.591 + 0.143x_{t-1}$ (0.00) (0.657)	.021	2.759
2019	$x_t = 0.574 - 0.240x_{t-1}$ (0.00) (0.461)	.062	0.502
2020	$x_t = 0.579 + 0.039x_{t-1}$ (0.00) (0.906)	.002	1.618

ان المعادلات في الجدول (3-22) أعلاه تقدر من خلال تقدير معالمته (الفا) ويشار لها بالرمز $(\hat{\alpha})$. كما تشير دراسة (Noda 2016) الى (ان السوق المالي تكون كفاءته ضعيفة كلما اقتربت من الواحد الصحيح، وتكون كفاءة السوق المالي قوية كلما ابتعدت عن الواحد الصحيح).

اما فيما يتعلق بمعامل التحديد (R^2) المضمن في الجدول اعلاه فهو يقيس قوة النموذج المستخدم من قبل الباحث. وان قيمة (ρ_t) تشير الى كفاءة السوق المالي ومدى قوته او ضعفه اعتمادا على بيانات قطاعات سوق العراق.

من خلال نتائج الجدول (3-22) وباستخدام نموذج (AR1) يتضح معنوية قيمة الثابت للنموذج وعدم معنوية قيمة المعلمة له ولجميع السنوات وكذلك نلاحظ بان بعض السنوات قيمة المعلمة سالبة وبعضها موجبة. اما قيم معامل التحديد (R^2) والتي تبين نسبة مساهمة معدل دوران الاسهم Y_2 في السوق المالي بان جميعها ضعيفة وهذا يدل على ان تأثير معدل دوران الاسهم Y_2 في السوق ضعيفة ولجميع سنوات الدراسة، وفيما يتعلق بكفاءة السوق فقد ظهرت قيمها اكبر من الصفر ويشير ذلك الى وجود كفاءة في السوق في هذا المتغير ولكن بشكل ضعيف ومتذبذب من سنة الى اخرى وكما مبين في الشكل الآتي:



الشكل (3-31) كفاءة السوق المالي لمتغير Y_2

في الشكل أعلاه، يمثل المحور العمودي كفاءة السوق المالي اما المحور الافقي فيمثل السنوات الداخلة في البحث للفترة (2015-2020) ويتضح ان اعلى نسبة كفاءة كانت عند السنة (2016) اذ بلغت (3.950) وان اقل نسبة كانت عند السنة (2015) وبلغت قيمتها (0.238) وبالمقارنة مع معيار قياس كفاءة السوق المالي من حيث اقتراب القيم من الواحد الصحيح يتضح ان السوق المالي كفاء بالشكل القوي في سنوات وكفاء بالشكل الضعيف في سنوات اخرى لمتغير معدل دوران الاسهم Y_2 .

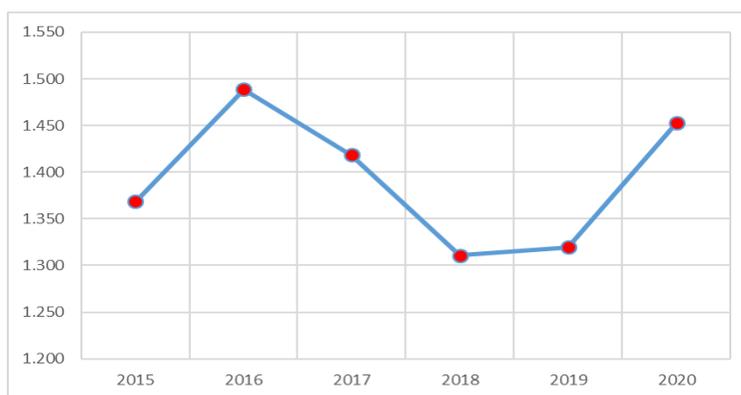
ب- المتغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم y3 :

لاختبار الفرضية الفرعية الاولى المنبثقة من الفرضية الرئيسية والقائلة: (ان سوق العراق كفوء بشكل ضعيف من خلال المتغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم y3) تم الحصول على النتائج الآتية:

جدول (3-23) نتائج متغير y3 لإنموذج AR(1)

Years	Model	R ² adj	φ_t
Full sample	$x_t = 3.427 + 0.727x_{t-1}$ (0.00) (0.00)	.516	1.317
Y32015	$x_t = 3.306 + 0.408x_{t-1}$ (0.00) (0.186)	.122	1.368
Y32016	$x_t = 2.783 + 0.264x_{t-1}$ (0.00) (0.439)	.031	1.489
Y32017	$x_t = 3.056 + 0.334x_{t-1}$ (0.00) (0.302)	.105	1.418
Y32018	$x_t = 3.830 + 0.388x_{t-1}$ (0.00) (0.214)	.136	1.311
Y32019	$x_t = 3.644 + 0.487x_{t-1}$ (0.00) (0.123)	.081	1.319
Y32020	$x_t = 3.728 - 0.519x_{t-1}$ (0.00) (0.077)	.279	1.453

من خلال نتائج الجدول (3-23) وباستخدام نموذج (AR1) يتضح معنوية قيمة الثابت للنموذج وعدم معنوية قيمة المعلمة له ولجميع السنوات عدا النموذج الذي يأخذ جميع السنوات دفعة واحدة وكذلك نلاحظ بان بعض السنوات قيمة المعلمة سالبة وبعضها موجبة. اما قيم معامل التحديد (R^2) والتي تبين نسبة مساهمة نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم Y3 في السوق المالي بان جميعها ضعيفة عدا النموذج الذي يأخذ جميع السنوات دفعة واحدة وهذا يدل على ان تأثير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم Y3 في السوق ضعيفة ولجميع سنوات الدراسة، وفيما يتعلق بكفاءة السوق فقد ظهرت قيمها اكبر من الصفر ويشير ذلك الى وجود كفاءة في السوق في هذا المتغير ولكن بشكل ضعيف ومتذبذب من سنة الى اخرى وكما مبين في الشكل الآتي:



الشكل (3-32) كفاءة السوق المالي لمتغير Y3

في الشكل أعلاه، يمثل المحور العمودي كفاءة السوق المالي اما المحور الافقي فيمثل السنوات الداخلة في البحث للفترة (2015-2020) ويتضح ان اعلى نسبة كفاءة كانت عند السنة (2016) اذ بلغت (1.489) وان اقل نسبة كانت عند السنة (2018) وبلغت قيمتها (1.311) وبالمقارنة مع معيار قياس كفاءة السوق المالي من حيث اقتراب القيم من الواحد الصحيح يتضح ان السوق المالي كفوء بالشكل الضعيف نوعا ما لمتغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم Y3.

ت-المتغير ربحية السهم y4:

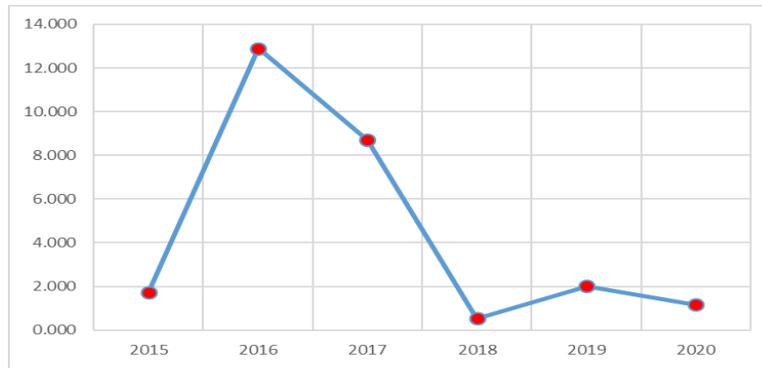
لاختبار الفرضية الفرعية الاولى المنبثقة من الفرضية الرئيسية والقائلة: (ان سوق العراق كفوء بشكل ضعيف من خلال المتغير ربحية السهم y4) تم الحصول على النتائج الآتية:

جدول (24-3) نتائج متغير y4 لإنموذج AR(1)

Years	Model	R^2_{adj}	φ_t
Full sample	$x_t = 0.095 + 0.763x_{t-1}$ (0.00) (0.00)	.548	6.042
2015	$x_t = 0.067 + 0.564x_{t-1}$ (0.00) (0.087)	.122	1.710
2016	$x_t = 0.079 + 0.849x_{t-1}$ (0.023) (0.001)	.031	12.889
2017	$x_t = 0.081 + 0.816x_{t-1}$ (0.008) (0.004)	.105	8.709
2018	$x_t = 0.099 + 0.252x_{t-1}$ (0.00) (0.451)	.136	0.541
2019	$x_t = 0.126 + 0.542x_{t-1}$ (0.00) (0.091)	.081	2.012
2020	$x_t = 0.128 + 0.410x_{t-1}$ (0.00) (0.205)	.279	1.165

من خلال نتائج الجدول (24-3) وباستخدام نموذج AR (1) يتضح معنوية قيمة الثابت للنموذج وأيضا معنوية قيمة المعلمة له لسنوات وعدم معنويتها لسنوات اخرى. وكذلك نلاحظ بان قيمة المعلمة موجبة لجميع السنوات. اما قيم معامل التحديد (R^2) والتي تبين نسبة مساهمة ربحية السهم y4 في السوق المالي بان جميعها ضعيفة عدا النموذج الذي يأخذ جميع السنوات دفعة واحدة وهذا يدل على ان تأثير ربحية السهم Y4 في السوق ضعيفة ولجميع سنوات الدراسة، وفيما يتعلق بكفاءة السوق فقد

ظهرت قيمها اكبر من الصفر ويشير ذلك الى وجود كفاءة في السوق في هذا المتغير بشكل متذبذب من سنة الى اخرى ويظهر قويا في سنوات وضعيفا في سنوات أخرى وكما مبين في الشكل الآتي:



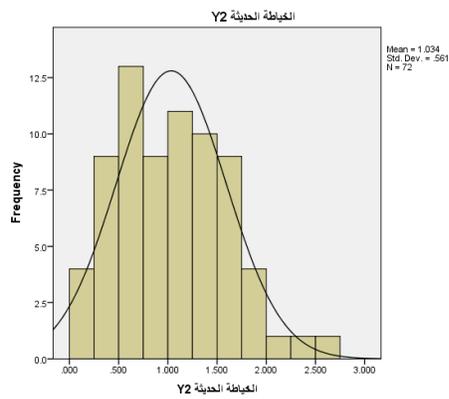
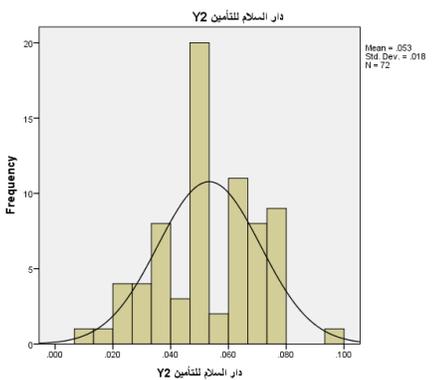
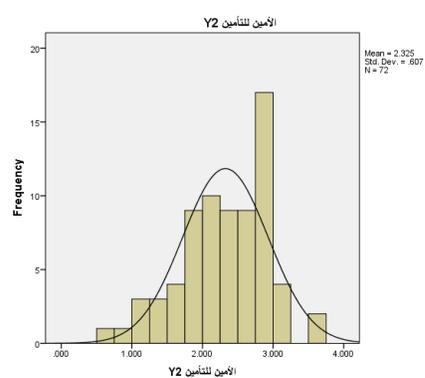
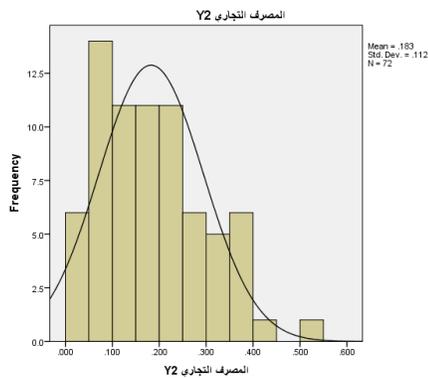
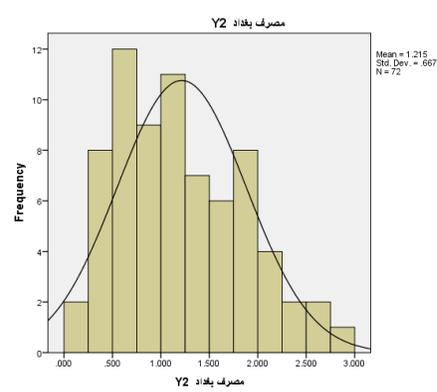
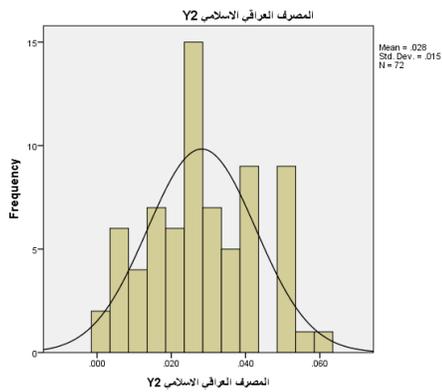
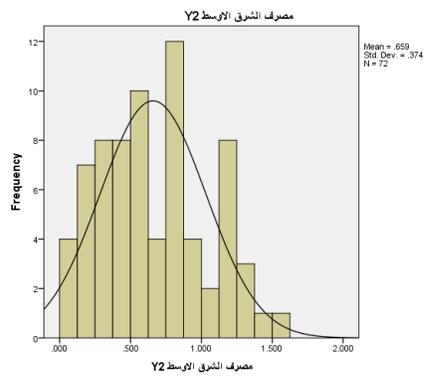
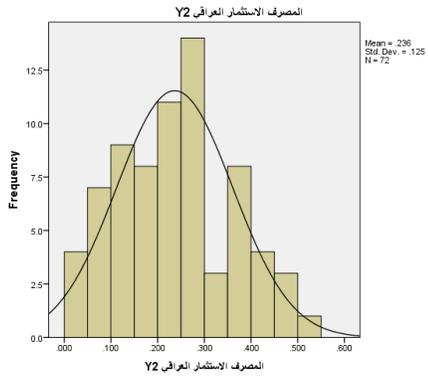
الشكل (3-33) كفاءة السوق المالي لمتغير Y4

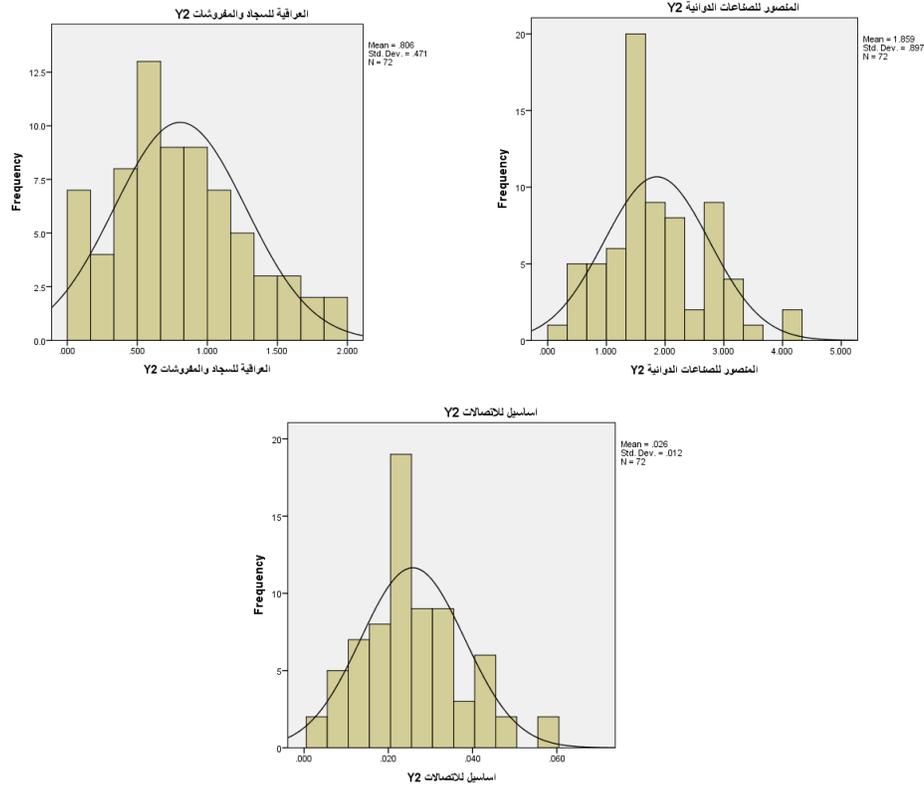
في الشكل أعلاه، يمثل المحور العمودي كفاءة السوق المالي اما المحور الافقي فيمثل السنوات الداخلة في البحث للفترة (2015-2020) ويتضح ان اعلى نسبة كفاءة كانت عند السنة (2016) اذ بلغت (12.889) وان اقل نسبة كانت عند السنة (2018) وبلغت قيمتها (0.541) وبالمقارنة مع معيار قياس كفاءة السوق المالي من حيث اقتراب القيم من الواحد الصحيح يتضح ان السوق المالي كفوء بالشكل القوي في سنوات 2016 و2017 وبالشكل الضعيف لبقية السنوات لمتغير ربحية السهم .y4

ثانياً: اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات y4,y3,y2

1- اختبار التوزيع الطبيعي لبيانات المتغير معدل دوران الاسهم y2

تم هنا اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات الداخلة في تحليل نموذج السير العشوائي اذ ان الاشكال البيانية التالية تشير الى انها تتبع التوزيع طبيعي، ومن ثم نستنتج وجود استقرار نسبي في توزيع السلسلة الزمنية للمتغير معدل دوران الاسهم y2.



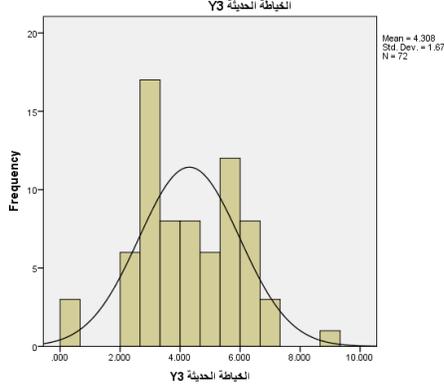
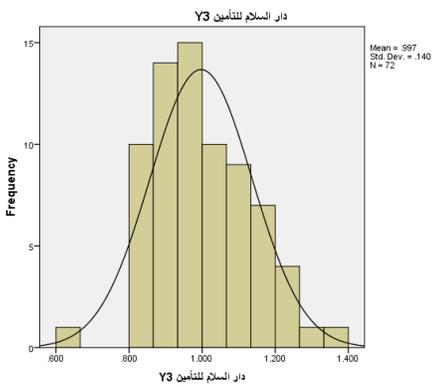
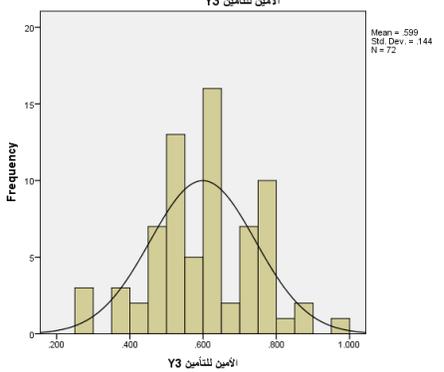
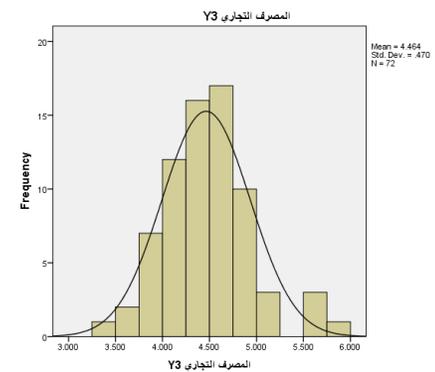
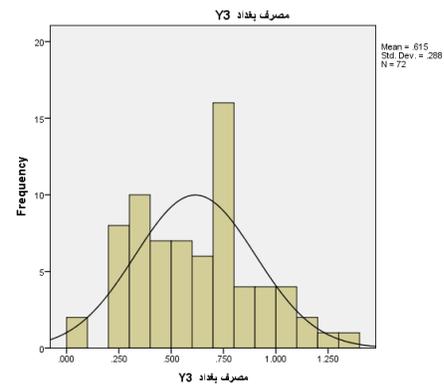
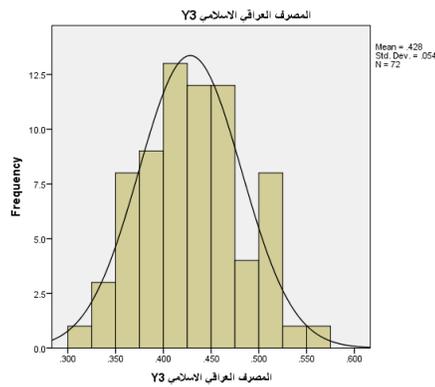
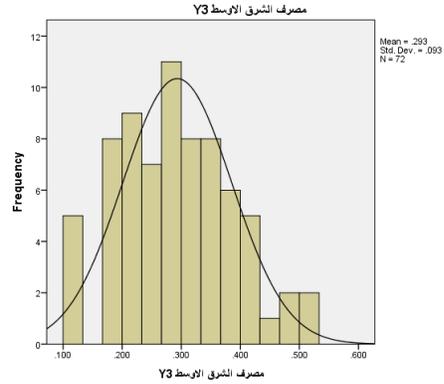
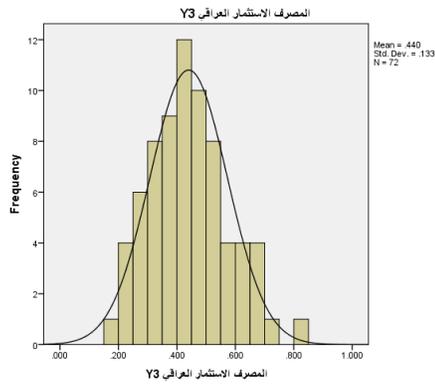


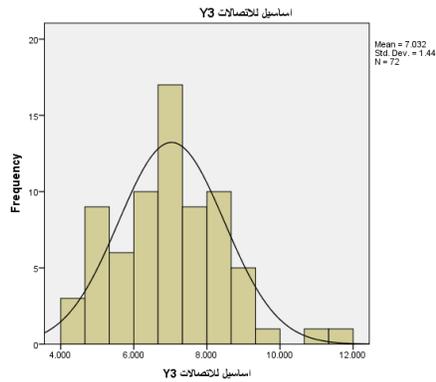
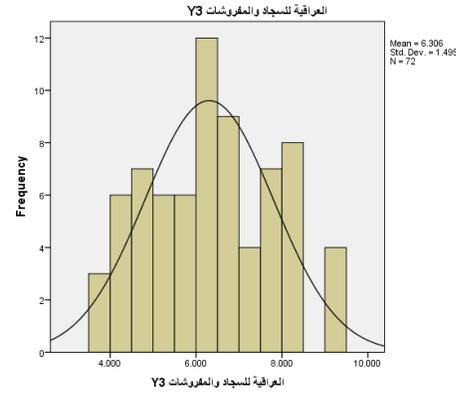
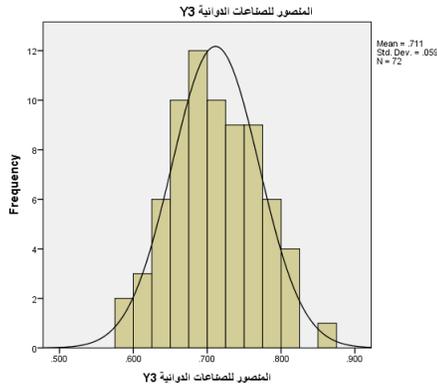
الشكل (3-34) التوزيع الطبيعي للمتغير Y2

2- اختبار التوزيع الطبيعي لبيانات المتغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم

y3

تم هنا اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات الداخلة في تحليل نموذج السير العشوائي اذ ان الاشكال البيانية التالية تشير الى انها تتبع التوزيع الطبيعي باستثناء شركة دار السلام للتأمين، ومن ثم نستنتج وجود استقرار نسبي في توزيع السلسلة الزمنية للمتغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم .y3

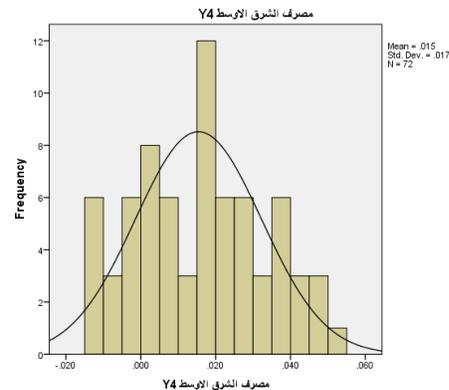
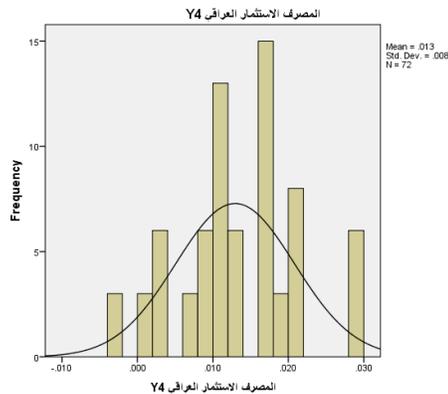


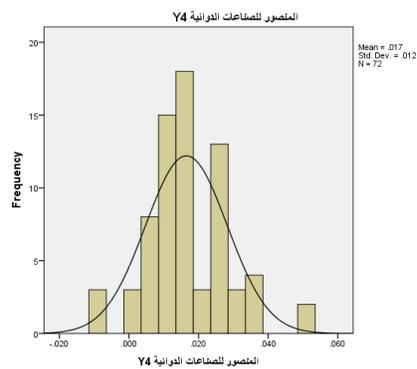
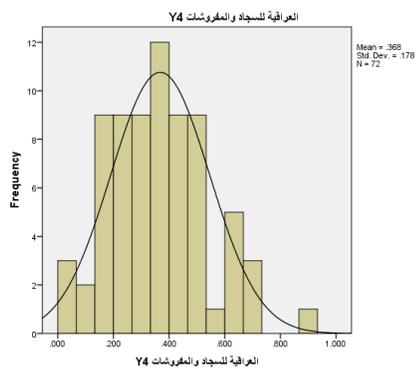
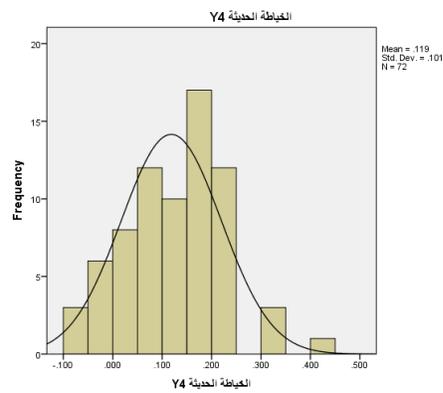
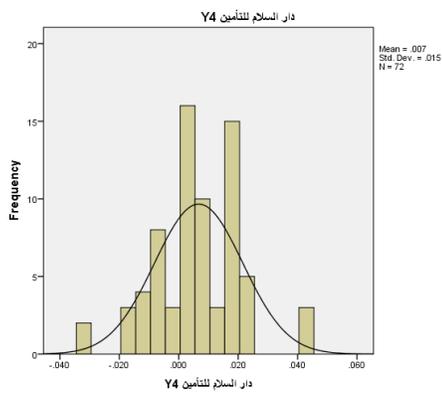
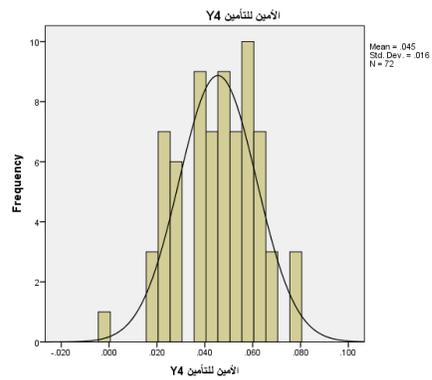
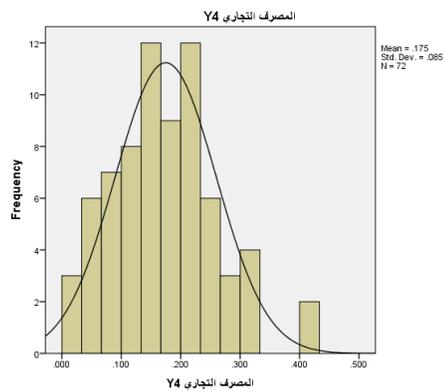
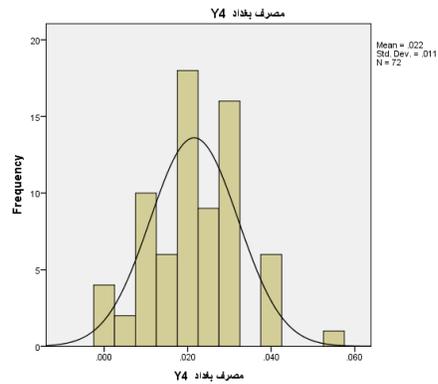
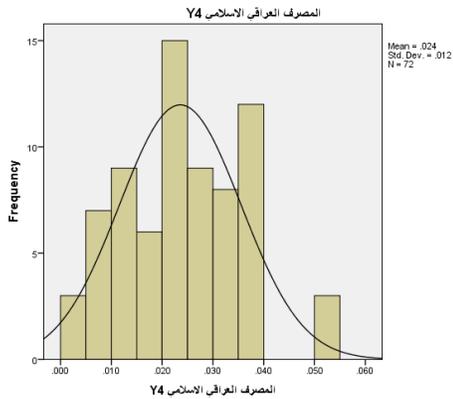


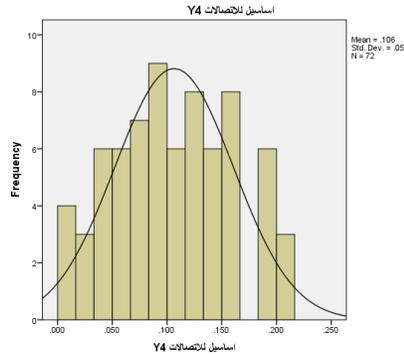
الشكل (3-35) التوزيع الطبيعي للمتغير Y3

3- اختبار التوزيع الطبيعي لبيانات المتغير ربحية السهم Y4

تم هنا اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات الداخلة في تحليل نموذج السير العشوائي اذ ان الاشكال البيانية التالية تشير الى انها تتبع التوزيع الطبيعي، ومن ثم نستنتج وجود استقرار نسبي في توزيع السلسلة الزمنية للمتغير ربحية السهم Y4.







الشكل (3-36) التوزيع الطبيعي للمتغير Y4

ثالثاً: اختبار نموذج السير العشوائي

حلّ الباحث مسبقاً نتائج نموذج السير العشوائي، وبعد ذلك يتم ايجاد النتائج المتعلقة باختبارات النموذج المتمثلة بالاختبارات التالية (اختبار جذر الوحدة او اختبار ديكي - فولر الموسع، اختبار الارتباط الذاتي، اختبار الدورات، واخيرا اختبار نموذج غارج).

1- اختبار جذر الوحدة (Unit Root Tests)

سيتم هنا استخدام اختبار ديكي- فولير الموسع (Augmented Dickey-Fuller) كاحد الاختبارات التابعة لجذر الوحدة. اذ ان الفرضية المراد اختبارها هي:

ان السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة أي مستقرة (Stationary) ومن ثم لا تتبع انموذج السير العشوائي.

أ- اختبار جذر الوحدة للمتغير معدل دوران الاسهم y2.

ان نتائج الاختبار المضمنة في الجدول (3-25) ادناه تشير الى قيم p-value للشركات (الأميين للتامين والعراقية للسجاد والمفروشات) أكبر من قيمة مستوى الدلالة (5%) وهذا دليل على أن هذه الشركات تتبع انموذج السير العشوائي ومن ثم لا يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية.

اما بقية الشركات فقد كانت قيمة p-value أصغر من قيمة مستوى الدلالة (5%) وبالتالي قبول فرضية الدراسة ونستدل على ان هذه الشركات لا تتبع انموذج السير العشوائي ومن ثم يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية.

جدول (3-25) نتائج اختبار جذر الوحدة او دكي- فولر الموسع للمتغير y2

الشركات	N	p-value	الاستنتاج
المصرف الاستثمار العراقي	72	0.049*	لا تتبع السير العشوائي
مصرف الشرق الأوسط	72	0.000***	لا تتبع السير العشوائي
المصرف العراقي الاسلامي	72	0.000***	لا تتبع السير العشوائي
مصرف بغداد	72	0.000***	لا تتبع السير العشوائي
المصرف التجاري	72	0.000***	لا تتبع السير العشوائي
الأمين للتأمين	72	0.1435	تتبع السير العشوائي
دار السلام للتأمين	72	0.006**	لا تتبع السير العشوائي
الخطاطة الحديثة	72	0.000***	لا تتبع السير العشوائي
العراقية للسجاد والمفروشات	72	0.069	تتبع السير العشوائي
المنصور للصناعات الدوائية	72	0.000***	لا تتبع السير العشوائي
اسياسيل للاتصالات	72	0.000***	لا تتبع السير العشوائي

ب- اختبار جذر الوحدة للمتغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم y3.

ان نتائج الاختبار المضمنة في الجدول (3-26) ادناه تشير الى ان قيم p-value لجميع الشركات عدا (دار السلام للتأمين ومصرف الشرق الأوسط والمصرف العراقي الإسلامي ومصرف بغداد والمصرف التجاري) كانت أكبر من قيمة مستوى الدلالة (5%) وهذا دليل على أن هذه الشركات تتبع انموذج السير العشوائي وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية.

اما شركات (دار السلام للتأمين ومصرف الشرق الأوسط والمصرف العراقي الإسلامي ومصرف بغداد والمصرف التجاري) فقد كانت قيمة p-value أصغر من قيمة مستوى الدلالة (5%) وبالتالي قبول فرضية الدراسة ونستدل على ان هذه الشركة لا تتبع انموذج السير العشوائي ومن ثمّ يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية.

جدول (3-26) نتائج اختبار جذر الوحدة او دكي- فولر الموسع للمتغير y3

الشركات	N	p-value	الاستنتاج
المصرف الاستثمار العراقي	72	0.1823	تتبع السير العشوائي
مصرف الشرق الأوسط	72	0.000***	لا تتبع السير العشوائي
المصرف العراقي الاسلامي	72	0.000***	لا تتبع السير العشوائي
مصرف بغداد	72	0.000***	لا تتبع السير العشوائي
المصرف التجاري	72	0.001***	لا تتبع السير العشوائي
الأمين للتأمين	72	0.4298	تتبع السير العشوائي
دار السلام للتأمين	72	0.001***	لا تتبع السير العشوائي
الخطاطة الحديثة	72	0.663	تتبع السير العشوائي
العراقية للسجاد والمفروشات	72	0.625	تتبع السير العشوائي
المنصور للصناعات الدوائية	72	0.205	تتبع السير العشوائي
اسياسيل للاتصالات	72	0.555	تتبع السير العشوائي

ت- اختبار جذر الوحدة للمتغير ربحية السهم y4.

إنّ نتائج الاختبار المضمنة في الجدول (3-27) ادناه تشير الى ان قيم p-value للشركات (المصرف الاستثمار العراقي ومصرف الشرق الأوسط والمصرف العراقي الإسلامي ومصرف بغداد والمصرف التجاري والخطاطة الحديثة) كانت أكبر من قيمة مستوى الدلالة (5%) وهذا دليل على أن هذه الشركات تتبع نموذج السير العشوائي ومن ثمّ لا يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية.

اما شركات (الأمين للتأمين ودار السلام للتأمين والعراقية للسجاد والمفروشات والمنصور للصناعات الدوائية واسيا سيل للاتصالات) فقد كانت قيمة p-value أصغر من قيمة مستوى الدلالة (5%) وبالتالي قبول فرضية الدراسة ونستدل على ان هذه الشركات لا تتبع نموذج السير العشوائي ومن ثمّ يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية.

جدول (3-27) نتائج اختبار جذر الوحدة او دكي- فولر الموسع للمتغير y4

الشركات	N	p-value	الاستنتاج
المصرف الاستثمار العراقي	72	0.1432	تتبع السير العشوائي
مصرف الشرق الأوسط	72	0.1193	تتبع السير العشوائي
المصرف العراقي الاسلامي	72	5460.1	تتبع السير العشوائي
مصرف بغداد	72	4490.1	تتبع السير العشوائي
المصرف التجاري	72	0.2254	تتبع السير العشوائي
الأمين للتأمين	72	0.000***	لا تتبع السير العشوائي
دار السلام للتأمين	72	0.000***	لا تتبع السير العشوائي
الخطاطة الحديثة	72	0.095	تتبع السير العشوائي

العراقية للسجاد والمفروشات	72	300.0*	لا تتبع السير العشوائي
المنصور للصناعات الدوائية	72	070.0*	لا تتبع السير العشوائي
اسياسيل للاتصالات	72	0.000***	لا تتبع السير العشوائي

2- اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test)

سيتم هنا استخدام اختبار الارتباط الذاتي للتحقق من الفرضية التالية:

يوجد ارتباط في سلسلة البيانات ومن ثم لا يوجد اتباع لإنموذج السير العشوائي

أ- اختبار الارتباط الذاتي للمتغير معدل دوران الاسهم y_2 .

بعد استخراج نتائج الاختبار ووضعها في الجدول (3-28) يتضح ان قيم p-value أكبر من قيمة مستوى الدلالة (5%) لجميع الشركات عدا (الخيطة الحديثة) مما يدل على انها تتبع انموذج السير العشوائي ولا يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية. بينما كانت قيمة p-value لشركة الخيطة الحديثة أصغر من قيمة مستوى الدلالة (5%) مما يشير الى قبول فرضية الإختبار وبالتالي تكون هذه الشركة لا تتبع انموذج السير العشوائي اي يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية.

جدول (3-28) نتائج اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test) y_2

الشركات	N	p-value	الاستنتاج
المصرف الاستثمار العراقي	72	.063	تتبع السير العشوائي
مصرف الشرق الأوسط	72	.226	تتبع السير العشوائي
المصرف العراقي الاسلامي	72	*.011	لا تتبع السير العشوائي

لا تتبع السير العشوائي	*.025	72	مصرف بغداد
لا تتبع السير العشوائي	*.013	72	المصرف التجاري
تتبع السير العشوائي	.293	72	الأمين للتأمين
تتبع السير العشوائي	.093	72	دار السلام للتأمين
لا تتبع السير العشوائي	*.029	72	الخطاطة الحديثة
تتبع السير العشوائي	.095	72	العراقية للسجاد والمفروشات
تتبع السير العشوائي	.100	72	المنصور للصناعات الدوائية
تتبع السير العشوائي	.521	72	اسياسيل للاتصالات

ب- اختبار الارتباط الذاتي للمتغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم y3.

بعد استخراج نتائج الاختبار ووضعها في الجدول (3-29) يتضح ان قيم p-value لجميع الشركات المدروسة عدا مصرف الشرق الاوسط كانت أصغر من قيمة مستوى الدلالة (5%) مما يشير الى قبول فرضية الاختبار وبالتالي تكون هذه الشركات لا تتبع انموذج السير العشوائي اي يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية عدا مصرف الشرق الاوسط.

جدول (3-29) نتائج اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test) y3

الشركات	N	p-value	الاستنتاج
المصرف الاستثمار العراقي	72	***.000	لا تتبع السير العشوائي
مصرف الشرق الأوسط	72	.084	تتبع السير العشوائي

لا تتبع السير العشوائي	**0.002	72	المصرف العراقي الاسلامي
لا تتبع السير العشوائي	***.000	72	مصرف بغداد
لا تتبع السير العشوائي	***.000	72	المصرف التجاري
لا تتبع السير العشوائي	***.000	72	الأمين للتأمين
لا تتبع السير العشوائي	***.006	72	دار السلام للتأمين
لا تتبع السير العشوائي	***.000	72	الخطاطة الحديثة
لا تتبع السير العشوائي	***.000	72	العراقية للسجاد والمفروشات
لا تتبع السير العشوائي	***.000	72	المنصور للصناعات الدوائية
لا تتبع السير العشوائي	***.000	72	اسياسيل للاتصالات

ت- اختبار الارتباط الذاتي للمتغير ربحية السهم y4.

بعد استخراج نتائج الاختبار ووضعها في الجدول (3-30) يتضح ان قيم p-value لجميع الشركات المدروسة كانت أصغر من قيمة مستوى الدلالة (5%) مما يشير الى قبول فرضية الاختبار وبالتالي تكون هذه الشركات لا تتبع نموذج السير العشوائي اي يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية.

جدول (3-30) نتائج اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test) y4

الشركات	N	p-value	الاستنتاج
المصرف الاستثمار العراقي	72	***.000	لا تتبع السير العشوائي
مصرف الشرق الأوسط	72	***.000	لا تتبع السير العشوائي

لا تتبع السير العشوائي	***.000	72	المصرف العراقي الاسلامي
لا تتبع السير العشوائي	***.001	72	مصرف بغداد
لا تتبع السير العشوائي	***.000	72	المصرف التجاري
لا تتبع السير العشوائي	***.000	72	الأمين للتأمين
لا تتبع السير العشوائي	***.007	72	دار السلام للتأمين
لا تتبع السير العشوائي	***.000	72	الخطاطة الحديثة
لا تتبع السير العشوائي	***.000	72	العراقية للسجاد والمفروشات
لا تتبع السير العشوائي	***.000	72	المنصور للصناعات الدوائية
لا تتبع السير العشوائي	***.000	72	اسياسيل للاتصالات

3- اختبار الدورات (Runs Test)

سيتم هنا استخدام اختبار الدورات للتحقق من الفرضية التالية:

يوجد فروقات بين عدد الدورات المتوقعة وعدد الدورات الفعلية ومن ثم ان السلسلة لا تتبع انموذج السير العشوائي.

أ- اختبار الدورات للمتغير معدل دوران الاسهم y_2 .

بعد استخراج نتائج الاختبار ووضعها في الجدول (3-31) يتضح ان قيم p-value أكبر من قيمة مستوى الدلالة (5%) لجميع الشركات عدا (المصرف العراقي الإسلامي والمصرف التجاري ومصرف بغداد ودار السلام للتأمين والخطاطة الحديثة والعراقية للسجاد والمفروشات واسياسيل للاتصالات) مما يدل على انها تتبع انموذج السير العشوائي ولا يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية. بينما

كانت قيمة p-value لبقية الشركات أصغر من قيمة مستوى الدلالة (5%) مما يشير الى قبول فرضية الإختبار وبالتالي تكون هذه الشركة لا تتبع انموذج السير العشوائي اي يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية.

جدول (3-31) نتائج اختبار الدورات (Runs Test) للمتغير y2

الشركات	N	R	p-value	الاستنتاج
المصرف الاستثمار العراقي	72	41	0.342	تتبع السير العشوائي
مصرف الشرق الاوسط	72	37	1.000	تتبع السير العشوائي
المصرف العراقي الاسلامي	72	23	*0.001	لا تتبع السير العشوائي
مصرف بغداد	72	29	0.058	تتبع السير العشوائي
المصرف التجاري	72	28	*0.033	لا تتبع السير العشوائي
الأمين للتأمين	72	34	0.480	تتبع السير العشوائي
دار السلام للتأمين	72	22	*0.000	لا تتبع السير العشوائي
الخطاطة الحديثة	72	29	0.058	تتبع السير العشوائي
العراقية للسجاد والمفروشات	72	32	0.235	تتبع السير العشوائي
المنصور للصناعات الدوائية	72	21	*0.000	لا تتبع السير العشوائي
اسياسيل للاتصالات	72	31	0.154	تتبع السير العشوائي

ب- اختبار الدورات للمتغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم y3.

بعد استخراج نتائج الاختبار ووضعها في الجدول (3-32) يتضح ان قيم p-value أصغر من قيمة مستوى الدلالة (5%) لجميع الشركات مما يشير الى قبول فرضية الإختبار وبالتالي تكون هذه الشركات لا تتبع انموذج السير العشوائي اي يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية.

جدول (3-32) نتائج اختبار الدورات (Runs Test) للمتغير y3

الشركات	N	R	p-value	الاستنتاج
المصرف الاستثمار العراقي	72	13	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
مصرف الشرق الاوسط	72	23	**0.001	لا تتبع السير العشوائي
المصرف العراقي الاسلامي	72	17	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
مصرف بغداد	72	13	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
المصرف التجاري	72	17	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
الأمين للتأمين	72	12	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
دار السلام للتأمين	72	19	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
الخطاطة الحديثة	72	12	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
العراقية للسجاد والمفروشات	72	28	*0.033	لا تتبع السير العشوائي
المنصور للصناعات الدوائية	72	11	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
اسياسيل للاتصالات	72	13	***0.000	لا تتبع السير العشوائي

ت- اختبار الدورات للمتغير ربحية السهم y4.

بعد استخراج نتائج الاختبار ووضعها في الجدول (3-33) يتضح ان قيم p-value أصغر من قيمة مستوى الدلالة (5%) لجميع الشركات مما يشير الى قبول فرضية الاختبار وبالتالي تكون هذه الشركات لا تتبع انموذج السير العشوائي اي يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية.

جدول (33-3) نتائج اختبار الدورات (Runs Test) للمتغير y4

الشركات	N	R	p-value	الاستنتاج
المصرف الاستثمار العراقي	72	13	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
مصرف الشرق الاوسط	72	4	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
المصرف العراقي الاسلامي	72	13	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
مصرف بغداد	72	19	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
المصرف التجاري	72	12	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
الأمين للتأمين	72	11	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
دار السلام للتأمين	72	17	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
الخيطة الحديثة	72	14	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
العراقية للسجاد والمفروشات	72	11	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
المنصور للصناعات الدوائية	72	17	***0.000	لا تتبع السير العشوائي
اسياسيل للاتصالات	72	14	***0.000	لا تتبع السير العشوائي

4- نموذج غارج (1,1) The GARCH Model

سيتم هنا استخدام اختبار غارج للتحقق من الفرضية التالية:

ان السلسلة تتبع انموذج السير العشوائي ومن ثم محصلة كل من المعاملات اصغر من الواحد

وتجدر الإشارة هنا انه في حالة كون المعاملات قريبة من الواحد الصحيح فإن ذلك يدل على التباين المرتفع ومن ثم فإن السلسلة لا تتبع انموذج السير العشوائي.

أ- اختبار غارج للمتغير معدل دوران الاسهم y2.

تبين النتائج في الجدول (3-34) ان محصلة المعاملات لجميع الشركات (عدا شركتي الخياطة الحديثة واسيا سيل للاتصالات) كانت أقل من الواحد مما يشير الى ان البيانات للمتغير معدل دوران الاسهم y2 تتبع انموذج السير العشوائي ولا يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية، بينما لم يستطع الاختبار من تحديد عملية السير العشوائي لشركتي الخياطة الحديثة واسيا سيل للاتصالات. مما سبق يمكن قبول فرضية الاختبار ونستنتج ان (السلسلة تتبع انموذج السير العشوائي ومن ثم محصلة كل من المعاملات أصغر من الواحد).

جدول (3-34) نتائج اختبار إنموذج غارج (1,1) The GARCH Model

الشركات	N	α	β	المحصلة	الاستنتاج
المصرف الاستثمار العراقي	72	0.201	0.570	0.771	تتبع السير العشوائي
مصرف الشرق الاوسط	72	0.176	0.732	0.908	تتبع السير العشوائي
المصرف العراقي الاسلامي	72	0.169	0.611	0.78	تتبع السير العشوائي
مصرف بغداد	72	0.040	0.899	0.939	تتبع السير العشوائي
المصرف التجاري	72	0.092	0.862	0.954	تتبع السير العشوائي

الأمين للتأمين	72	0.322	0.527	0.849	تتبع السير العشوائي
دار السلام للتأمين	72	0.194	0.783	0.976	تتبع السير العشوائي
الخطاطة الحديثة	72	-	-	-	غير محدد
العراقية للسجاد والمفروشات	72	0.021	0.879	0.901	تتبع السير العشوائي
المنصور للصناعات الدوائية	72	0.515	0.158	0.673	تتبع السير العشوائي
اسيا سيل للاتصالات	72	-	-	-	غير محدد

ب- اختبار غارج للمتغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم y3.

تبين النتائج في الجدول (3-35) ان محصلة المعاملات للشركات (مصرف الشرق الاوسط والمصرف العراقي الاسلامي و مصرف بغداد والمصرف التجاري والأمين للتأمين ودار السلام للتأمين والعراقية للسجاد والمفروشات والمنصور للصناعات الدوائية) كانت أقل من الواحد مما يشير الى ان البيانات للمتغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم y3 لهذه الشركات تتبع انموذج السير العشوائي ولا يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية، بينما محصلة المعاملات للشركات (المصرف الاستثمار العراقي والخطاطة الحديثة واسيا سيل للاتصالات) كانت اكبر من الواحد مما يشير الى ان البيانات للمتغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم y3 لهذه الشركات لا تتبع انموذج السير العشوائي وبالتالي يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية

جدول (3-35) نتائج اختبار إنموذج غارج (1,1) The GARCH Model

الشركات	N	α	B	المحصلة	الاستنتاج
المصرف الاستثمار العراقي	72	0.626	0.503	1.130	لا تتبع السير العشوائي

تتبع السير العشوائي	0.992	0.915	0.077	72	مصرف الشرق الاوسط
تتبع السير العشوائي	0.928	0.708	0.220	72	المصرف العراقي الاسلامي
تتبع السير العشوائي	0.909	0.502	0.407	72	مصرف بغداد
تتبع السير العشوائي	0.546	0.000	0.546	72	المصرف التجاري
تتبع السير العشوائي	0.935	0.395	0.540	72	الأمين للتأمين
تتبع السير العشوائي	0.598	0.433	0.165	72	دار السلام للتأمين
لا تتبع السير العشوائي	1.353	0.077	1.276	72	الخطاطة الحديثة
تتبع السير العشوائي	0.895	0.626	0.269	72	العراقية للسجاد والمفروشات
تتبع السير العشوائي	0.917	0.461	0.456	72	المنصور للصناعات الدوائية
لا تتبع السير العشوائي	1.064	0.318	0.746	72	اسياسيل للاتصالات

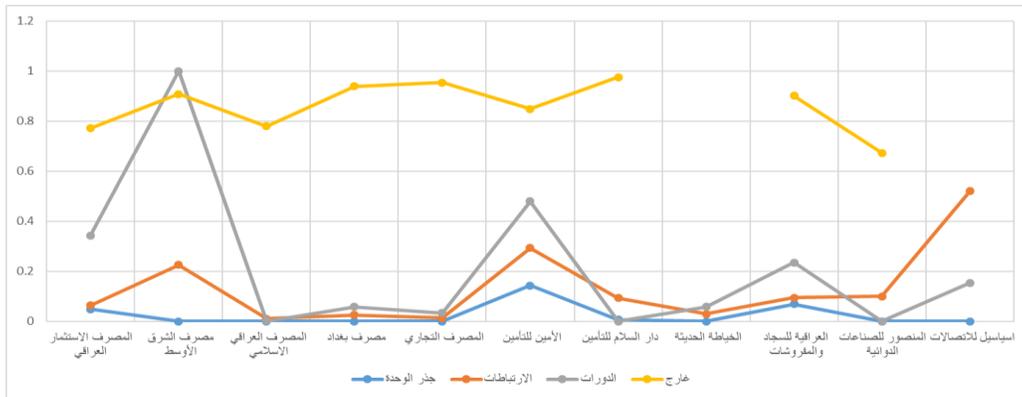
ت- اختبار غارج للمتغير ربحية السهم y4.

تبين النتائج في الجدول (3-36) ان محصلة المعاملات للشركات (المصرف الاستثمار العراقي والأمين للتأمين ودار السلام للتأمين واسيا سيل للاتصالات) كانت أقل من الواحد مما يشير الى انّ البيانات للمتغير ربحية السهم y4 لهذه الشركات تتبع نموذج السير العشوائي ولا يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية، بينما محصلة المعاملات للشركات (العراقية للسجاد والمفروشات) كانت اكبر من الواحد مما يشير الى ان البيانات للمتغير ربحية السهم y4 لهذه الشركات لا تتبع نموذج السير العشوائي وبالتالي يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية. بينما لم يستطع الاختبار من تحديد عملية السير العشوائي لشركة الخطاطة الحديثة.

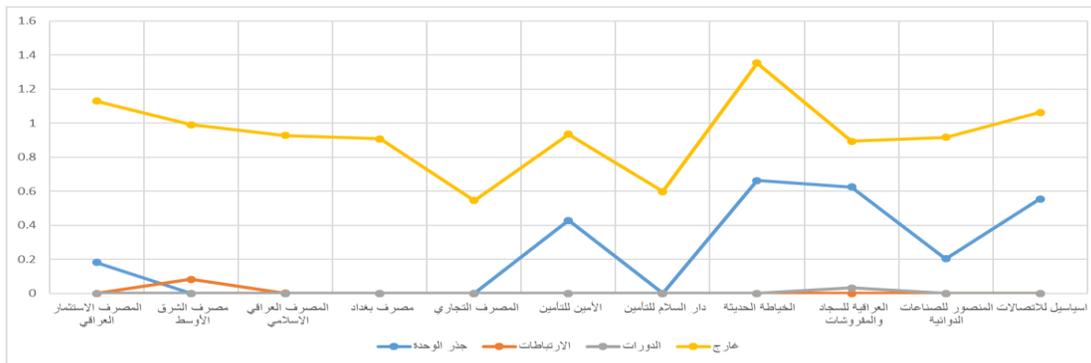
جدول (3-36) نتائج اختبار إنموذج غارچ (1,1) The GARCH Model

الشركات	N	A	B	المحصلة	الاستنتاج
المصرف الاستثمار العراقي	72	0.349	0.042	0.390	تتبع السير العشوائي
مصرف الشرق الاوسط	72	0.434	0.543	0.977	تتبع السير العشوائي
المصرف العراقي الاسلامي	72	0.822	0.000	0.822	تتبع السير العشوائي
مصرف بغداد	72	0.378	0.000	0.378	تتبع السير العشوائي
المصرف التجاري	72	0.863	0.000	0.863	تتبع السير العشوائي
الأمين للتأمين	72	0.256	0.000	0.256	تتبع السير العشوائي
دار السلام للتأمين	72	0.524	0.016	0.540	تتبع السير العشوائي
الخطاطة الحديثة	72	-	-	-	غير محدد
العراقية للسجاد والمفروشات	72	0.821	0.188	1.009	لا تتبع السير العشوائي
المنصور للصناعات الدوائية	72	0.449	0.254	0.703	تتبع السير العشوائي
اسياسيل للاتصالات	72	0.282	0.645	0.927	تتبع السير العشوائي

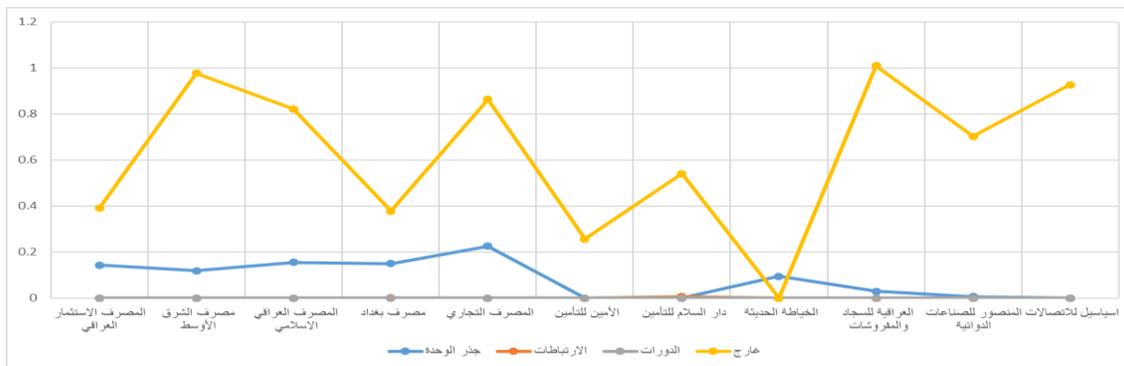
والشكل البياني التالي يوضح قيم p value للاختبارات الأربعة للمتغير ربحية السهم y_2 وللشركات الداخلة في الدراسة:



شكل رقم (37-3) قيم p value للاختبارات الأربعة للمتغير y2 وللشركات الداخلة في الدراسة
 اما الشكل البياني التالي يوضح قيم p value للاختبارات الأربعة للمتغير y3 وللشركات الداخلة في
 الدراسة:



شكل رقم (38-3) قيم p value للاختبارات الأربعة للمتغير y3 وللشركات الداخلة في الدراسة
 بينما الشكل البياني التالي يوضح قيم p value للاختبارات الأربعة للمتغير y4 وللشركات الداخلة
 في الدراسة:



شكل رقم (39-3) قيم p value للاختبارات الأربعة للمتغير y4 وللشركات الداخلة في الدراسة

لقد لخص الباحث نتائج الاختبارات السابقة في الجدول (3-37) الذي يعطي نتيجة مفادها اختلاف الحكم على الكفاءة باختلاف نوع الاختبار المطبق على بيانات المتغير معدل دوران الاسهم y2.

جدول (3-37) نتائج اختبارات الأربعة لبيانات المتغير y2

الشركات	جذر الوحدة (ديكي فولر)	الارتباط الذاتي	الدورات	غارج
المصرف الاستثمار العراقي	غير كفوء	كفوء	كفوء	كفوء
مصرف الشرق الاوسط	غير كفوء	كفوء	كفوء	كفوء
المصرف العراقي الاسلامي	غير كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
مصرف بغداد	غير كفوء	غير كفوء	كفوء	كفوء
المصرف التجاري	غير كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
الأمين للتأمين	كفوء	كفوء	كفوء	كفوء
دار السلام للتأمين	غير كفوء	كفوء	غير كفوء	كفوء
الخيطة الحديثة	غير كفوء	غير كفوء	كفوء	غير محدد
العراقية للسجاد والمفروشات	كفوء	كفوء	كفوء	كفوء
المنصور للصناعات الدوائية	غير كفوء	كفوء	غير كفوء	كفوء
اسيسيل للاتصالات	غير كفوء	كفوء	كفوء	غير محدد

بينما لخص الباحث نتائج الاختبارات السابقة في الجدول (3-38) الذي يعطي نتيجة مفادها اختلاف الحكم على الكفاءة باختلاف نوع الاختبار المطبق على بيانات المتغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم Y3.

جدول (3-38) نتائج اختبارات الأربعة لبيانات المتغير Y3

الشركات	جذر الوحدة (ديكي فولر)	الارتباط الذاتي	الدورات	غارج
المصرف الاستثمار العراقي	كفوء	غير كفوء	غير كفوء	غير كفوء
مصرف الشرق الاوسط	غير كفوء	كفوء	غير كفوء	كفوء
المصرف العراقي الاسلامي	غير كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
مصرف بغداد	غير كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
المصرف التجاري	غير كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
الأمين للتأمين	كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
دار السلام للتأمين	غير كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
الخيطة الحديثة	كفوء	غير كفوء	غير كفوء	غير كفوء
العراقية للسجاد والمفروشات	كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
المنصور للصناعات الدوائية	كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
اسياسيل للاتصالات	كفوء	غير كفوء	غير كفوء	غير كفوء

ولخص الباحث نتائج الاختبارات السابقة في الجدول (3-39) الذي يعطي نتيجة مفادها اختلاف الحكم على الكفاءة باختلاف نوع الاختبار المطبق على بيانات المتغير ربحية السهم y4.

جدول (3-39) نتائج اختبارات الأربعة لبيانات المتغير y4

الشركات	جذر الوحدة (ديكي فولر)	الارتباط الذاتي	الدورات	غارج
المصرف الاستثمار العراقي	كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
مصرف الشرق الاطوسط	كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
المصرف العراقي الاسلامي	كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
مصرف بغداد	كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
المصرف التجاري	كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
الأمين للتأمين	غير كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
دار السلام للتأمين	غير كفوء	غير كفوء	غير كفوء	كفوء
الخباطة الحديثة	كفوء	غير كفوء	غير كفوء	غير محدد
العراقية للسجاد والمفروشات	غير كفوء	غير كفوء	غير كفوء	غير كفوء

كفوء	غير كفوء	غير كفوء	غير كفوء	المنصور للصناعات الدوائية
كفوء	غير كفوء	غير كفوء	غير كفوء	اسياسيل للاتصالات

جدول (3-40) نتائج اختبارات الأربعة للمتغيرات y2,y3,y4

غير كفوءة	كفوءة	الشركات
6 غير كفوءة	6 كفوءة	المصرف الاستثمار العراقي
5 غير كفوءة	7 كفوءة	مصرف الشرق الاوسط
7 غير كفوءة	5 كفوءة	المصرف العراقي الاسلامي
7 غير كفوءة	5 كفوءة	مصرف بغداد
8 غير كفوءة	4 كفوءة	المصرف التجاري
5 غير كفوءة	7 كفوءة	الأمين للتأمين
8 غير كفوءة	4 كفوءة	دار السلام للتأمين
9 غير كفوءة	3 كفوءة	الخيطة الحديثة
6 غير كفوءة	6 كفوءة	العراقية للسجاد والمفروشات
7 غير كفوءة	5 كفوءة	المنصور للصناعات الدوائية
8 غير كفوءة	4 كفوءة	اسياسيل للاتصالات

يشير الجدول (3-40) اعلاه ان علامات الكفاءة لشركات عينة الدراسة اقل من علامات عدم الكفاءة وهذا يعني ان سوق العراق للأوراق المالية يتصف بعدم الكفاءة وفقاً لمؤشرات التحليل واذا كان كفوءة

في بعض المتغيرات فهذا يعني الشكل الضعيف للكفاءة، اما على مستوى القطاعات فيظهر من التحليل ان في قطاع المصارف اتصف مصرفان بالكفاءة بالشكل الضعيف هما (مصرف الاستثمار العراقي، مصرفي الشرق الاوسط)، امام في قطاع التأمين فكانت شركة واحدة تتصف بالكفاءة بالشكل الضعيف هي (الأمين للتأمين)، اما في قطاع الصناعة فكانت شركة واحد تتصف بالكفاءة بالشكل الضعيف وهي (العراقية للسجاد والمفروشات)، اما في قطاع الاتصالات فأن شركة (اسياسيل للاتصالات) لم تتصف بالكفاءة.

الفصل الرابع

الاستنتاجات والتوصيات

والمقترحات

- المبحث الاول: الاستنتاجات
- المبحث الثاني: التوصيات والمقترحات

المبحث الاول

Conclusions الاستنتاجات

من خلال النتائج التي توصلت اليها الدراسة في الجانبين النظري والتحليلي تم التوصل الى الاستنتاجات الآتية:

1. تبين من نتائج تحليل ارتباط المتغيرات المستقلة في المتغير المعتمد فأن متغير الاسهم المتداولة فقط من بين اربعة متغيرات كان له ارتباط معنوي على المتغير المعتمد معدل دوران الاسهم وهذا يدل على قبول الفرضية البديلة ونسنتج وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرين.
2. اظهرت نتائج تحليل الارتباط المتغيرات المستقلة في المتغير المعتمد وان المتغيرات (القيمة السوقية، توزيعات الارباح، نسبة السعر الى عائد السهم) كان له ارتباط معنوي على المتغير المعتمد نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم وتم قبول الفرضية البديلة ونسنتج وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرات المستقلة (القيمة السوقية، توزيعات الارباح، نسبة السعر الى عائد السهم) والمتغير المعتمد نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم.
3. تبين من نتائج تحليل تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير المعتمد عائد السهم ان متغير القيمة السوقية فقط من بين اربعة متغيرات كان له تأثير معنوي على المتغير المعتمد عائد السهم مما يؤدي الى قبول الفرضية الرئيسية الاولى والتي تؤكد على عدم وجود التأثير وهذا ما يبين من معامل التفسير الذي يظهر قيمة منخفضة في المتغيرات المستقلة المتبقية.
4. ظهر من النتائج ان لمتغير القيمة السوقية للسهم تأثير معنوي في متغيرين من المتغيرات المعتمدة هما عائد السهم وربحية السهم وبذلك تم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تثبت العلاقة وهذا ما يفسره معامل التحديد بقيمة مرتفعة نسبيا.
5. اثبت التحليل لمعامل التحديد واختبار t معنوية التأثير بين المتغير المستقل تأثير توزيع الأرباح ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية وهي الاعلى تأثيرا وفي المرتبة الثانية جاءت نسبة التأثير في المتغير التابع التي تمثل ربحية السهم.
6. اتضح من النتائج وجود تأثير معنوي للمتغير المستقل المتمثل بالسعر الى قيمة السهم (P/E) في المتغير المعتمد عائد السهم. مما يؤدي الى اثبات الفرضية البديلة التي تنص على اثبات العلاقة مقابل ذلك اثبتت النتائج المتغيرات المستقلة المتبقية اكدت على قبول فرضية العدم.

7. على المستوى العام فقد تباينت المتغيرات المستقلة المعبرة عن ميول المستثمرين في تأثيرها في المؤشرات المعتمدة والتي تمثل كفاءة السوق وهذا ما يعكس الصعوبة في قياس هذه المتغيرات لأنها تحمل ابعاد سيكولوجية ونفسية للمستثمرين في الأسهم.
8. تبين من نتائج اختبار جذر الوحدة لمؤشر دوران السهم أكثر شركات العينة لا تتبع السير العشوائي سوى شركتين فقط هما (شركة الأمين للتأمين والعراقية للسجاد والمفروشات).
9. أوضحت نتائج اختبار جذر الوحدة او دكي- فولر الموسع لمؤشر نسبة القيمة السوقية /القيمة الدفترية ان ما يقرب من نصف الشركات تتبع السير العشوائي، اما بقية الشركات فأنها لا تتبع السير العشوائي.
10. أظهرت نتائج التحليل لاختبار جذر الوحدة او دكي- فولر الموسع لمؤشر ربحية السهم ان نصف الشركات تتبع السير العشوائي، وهذا ما يدعم الفرضية الأولى والتي تنص على ان سوق العراق للأوراق المالية كفوء بالشكل الضعيف.
11. تبين من نتائج اختبار الارتباط الذاتي (**Autocorrelation Test**) فيما يتعلق بمؤشر معدل دوران السهم ان قيم p-value أكبر من قيمة مستوى الدلالة (5%) لأكثر من نصف الشركات مما يدل على انها تتبع انموذج السير العشوائي ولا يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية.
12. فيما يتعلق بمؤشر نسبة القيمة السوقية /القيمة الدفترية بنتائج اختبار الارتباط الذاتي (**Autocorrelation Test**) لا تتبع انموذج السير العشوائي اي يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية عدا مصرف الشرق الاوسط.
13. تبين من نتائج اختبار الارتباط الذاتي (**Autocorrelation Test**) لمؤشر ربحية الشركات انها لا تتبع انموذج السير العشوائي اي يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية. وهذا ما يدعم الفرضية الثانية التي تنص قبول فرضية الاختبار.
14. اشارت النتائج الخاصة باختبار الدورات (**Runs Test**) لمؤشر معدل دوران السهم ان أكثر من نصف الشركات حققت قيمة أكبر من قيمة الدلالة المعنوية مما يؤكد ان هذه الشركات تتبع السير العشوائي ومن ثم لا يمكن التنبؤ بعوائدها.
15. اتضح من نتائج التحليل اختبار الدورات (**Runs Test**) لمؤشر نسبة القيمة السوقية /القيمة الدفترية ان جميع الشركات لا تتبع السير العشوائي.
16. تبين من التحليل لاختبار الدورات (**Runs Test**) لمؤشر ربحية ان قيم p-value أصغر من قيمة مستوى الدلالة (5%) لجميع الشركات مما يشير الى قبول فرضية الإختبار ومن ثم تكون هذه الشركات لا تتبع انموذج السير العشوائي اي يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية.

17. اما فيما يتعلق بنتائج اختبار إنموذج غارج (1,1) The GARCH Model لمؤشر معدل دوران السهم إنَّ جميع الشركات تتبع السير العشوائي. وهذا ما يدعم الفرضية التي تنص على ان سوق العراق كفوء بالشكل الضعيف.

18. تبين نتائج اختبار إنموذج غارج (1,1) The GARCH Model لمؤشر نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم إنَّ جميع الشركات تتبع السير العشوائي ما عدا ثلاثة شركات.

19. توضح نتائج اختبار إنموذج غارج (1,1) The GARCH Model لمؤشر ربحية السهم ان جميع الشركات تتبع السير العشوائي ما عدا اثنين فقط.

20. يتضح من نتائج الاختبارات الأربعة وعلى مستوى كل المؤشرات يمكن اثبات الفرضية الرئيسية التي تنص على ان سوق العراق للأوراق المالية كفوء بالشكل الضعيف.

21. بالمقارنة مع الدراسات السابقة لكفاءة السوق المطبقة في سوق العراق للأوراق المالية والتي اثبتت عدم كفاءة السوق ووجود فرص لتحقيق ارباح غير اعتيادية اثبتت الدراسة الحالية وجود كفاءة السوق بالشكل الضعيف من خلال بعض المؤشرات وهذا يعني وجود تطور في كفاءة السوق نسبياً.

المبحث الثاني

التوصيات والمقترحات Recommendations and Suggestions

أولاً: التوصيات

بناءً على الاستنتاجات التي تم التوصل إليها الدراسة التحليلية فقد تم صياغة التوصيات الآتية:

1. ضرورة اتباع الأساليب العلمية والتقنية الحديثة في التحليل بجانبه الفني والاساسي للتمييز بين الأسهم لغرض اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم لغرض زيادة العوائد وتقليل الخاطرة.
2. ضرورة فهم وإدراك العوامل النفسية والتحيزات الإدراكية والعاطفية والاجتماعية والتي لها تأثير في مواقف ومعنويات المستثمرين من خلال تحديد موقف المستثمرين من المخاطرة وبالتالي تحديد سياسة الاستثمار.
3. العمل الى وضع برامج خاصة لزيادة مهارات المستثمرين في التحليل والاستفادة من البيانات والمعلومات والتقارير لتحديد وتقييم الأصول المالية والتمييز بين أداء الشركات لتوجيه الاستثمار في الجيدة منها.
4. تنوع مصادر المعلومات لغرض اجراء تحليل متكامل سواء اكانت خاصة وعامة، تاريخية او حالية، صناعية او قطاعية، على مستوى الشركة او الاقتصاد لغرض تكوين رؤى واضحة عن اتجاهات هذه المتغيرات والمؤشرات وبناء توقعات صحيحة حول أسعار الأصول المالية.
5. ضرورة دراسة الارتباطات والعلاقات بين المؤشرات الخاصة بميول المستثمرين وكفاءة السوق ومتابعة تأثيرها وانعكاس هذا التأثير على حجم التداولات والتقلبات في الأسعار والعوائد وأسعار الفائدة وغيرها من العوامل البيئية والاقتصادية.
6. تقليص الفجوة وعدم التماثل المعلوماتي بين الجهات المتعاملة مع الشركات والتي تؤدي الى زيادة التباين بالتنبؤات في الأسعار والعوائد للأسهم المتداولة.
7. ضرورة الاهتمام بالإفصاح والشفافية في التقارير المالية الصادرة عن الشركات والتي تكون مصدر للمعلومات الحقيقية لإجراء التحليلات الأساسية والفنية لتحديد أداء الشركة والأسهم المتداولة.
8. زيادة الاهتمام بالتشريعات والانظمة التي تساعد على الضبط والمراقبة لعمليات الشركات والتي تساعد تقليل السلوك الغير مقبول في التسعير والتداول.
9. ضرورة زيادة الدعم من قبل الدولة للقطاعات الاقتصادية كافة وتقليل المعوقات امامها لتفعيل مساهمتها في التنمية الاقتصادية المستدامة.
10. وفي خضم الوضع العام للبلد يمكن القول في ظل ضعف شبكات الانترنت قد ادى ذلك الى خسائر كبيرة لسوق العراق للأوراق المالية وانعكس ذلك على قيمة التداولات، اي ان دل ذلك على شيء انما يدل على ان لسوق العراق للأوراق المالية الدور الاكبر والامكانية الواسعة في امكانية التأثير على تطور عجلة

الاقتصاد وتدعيم الوضع المالي للعراق. اي يجب العمل بجدية على رفع كفاءة السوق المالي ولو حتى بتوفير امكانية الافصاح المالي والمحاسبي للشركات كمحاولة لرفع السوق على الاقل الى الشكل شبه القوي من كفاءة السوق المالي الذي تكون مزاياه هو (الذي يعكس بشكل كامل، دائم، سريع، غير متحيز) جميع المعلومات العامة.

11. ينبغي توفر عدد من الدورات التدريبية للعاملين داخل سوق العراق للأوراق المالية التي تعمل على تقديم أحدث الاساليب سواء في التعامل مع المتداولين والمستثمرين او حتى بكيفية تقييم الاسهم والمحافظ وذلك سعياً لمحاولة توفير الادوات الصحيحة والمناسبة لتقييم الاسهم وتقليل الفجوة بين قيمتها الحقيقية وقيمتها السوقية.

12. ومن غير المستغرب للباحث تصنيف سوق العراق للأوراق المالية ضمن الشكل الضعيف لكفاءة السوق المالي بحكم الظروف الراهنة والوضع السياسي اي ان ما ادى الى هذه النتيجة قد يكون حتى بسبب ظروف خارجة عن ارادة القائمين على تلك المؤسسة المالية، الا ان ما يقع على عاتق سوق العراق هو محاولة تدعيم دوره من حيث قيام القائمين على السوق بتشكيل لجان خاصة تقوم بالدور الرقابي والتفتيشي وبشكل سري للعمل دون وجود المطلعين الذين يحتكرون امكانية الوصول الى المعلومات التي تمكنهم من تحقيق عوائد غير عادية وضرورة قيام اولئك الاشخاص بتقديم التقارير الدورية حول مكونات محافظهم الاستثمارية وآلية تداولاتهم بالأسهم.

ثانياً: المقترحات

من خلال الاستنتاجات والتوصيات يرى الباحث من الأفضل دراسة ميول مستثمري الأسهم والتمويل السلوكي وكفاءة السوق المالي في سوق العراق للأوراق المالية، وقد يتعرض السوق الى أزمات مفاجئ او اوبئة شاملة تؤدي الى عزوف او اقبال بعض المستثمرين للمغامرة في هذه الازمات، ويجب ان نضع بعض المقترحات بخصوص ذلك في الاتي:

1. اعداد دراسة لبيان ميول مستثمري الأسهم على سوق العراق للأوراق المالية نتيجة لفايروس كورونا (Covid-19)، لبيان ميول المستثمرين والخسائر المالية في هذا السوق.
2. اعداد دراسة لميول مستثمري الأسهم في سوق السندات.
3. التقلبات في أسعار النفط العالمي والعراقي بشكل خاص وأثرها على ميول المستثمرين في السوق العراقي.
4. اتخاذ الدراسة الحالية كمنطلق متواضع للخوض في مكامن فرضيات السوق المالي الكفوءة.

المصادر

المصادر العربية

أ- القرآن الكريم

ب- الكتب

- 1- السبسي، صلاح الدين حسين، (2015) بورصات الاوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة ص23
- 2- عبد الغفار الحنفي، (2013) الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، الدار الجامعي، الاسكندرية، ص75
- 3- فتوح، محمود، وآخرون، (2010) "الإدارة المالية"، الطبعة الاولى، شعاع للنشر والعلوم، حلب- سورية ص45.
- 4- مثنى عبد الإله نصر، (2015) كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، ص 4
- 5- محمد عثمان مصطفى، (2013) نموذج مقترح لمعلومات العوائد المالية في ظل فرضية السوق الكفاءة، مجلة التجارة والتمويل، العدد الثاني، جامعة طنطا، ص10

ت- الرسائل والاطاريح

- 6- صديقي، صفية، 2012، "طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل علم المال السلوكي"، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر.
- 7- عباس حسين عليوي، (2021) " اختبار كفاءة السوق المالية بإطار أنموذج السير العشوائي" رسالة ماجستير، جامعة المستنصرية، كلية الادارة والاقتصاد.
- 8- علا فاضل علوان، (2020) "السوق الكفاءة مقابل السوق المتكيف" اطروحة دكتوراه، جامعة بغداد، كلية الادارة والاقتصاد.
- 9- الكيم، 2021، "تأثير مبول المستثمرين في عائد ومخاطرة الموجودات المالية"، رسالة ماجستير، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بابل .
- 10- مطلق، 2019، "قياس مبول المستثمرين وتأثيرها في عوائد الاستثمار فب الأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.

ث- المقالات

- 11- السلماي، انور رشيد، 2019، "استخدام نموذج GARCH للتنبؤ بمؤشر حجم التداول اليومي لسوق العراق للأوراق المالية"، كلية الادارة والاقتصاد - جامعة الانبار.

References

A-Books

- 1- Agnes Cheng, C. S., Lee, B. S., & Yang, S. (2016). The value relevance of earnings levels in the return-earnings relation. International Journal of Accounting and Information Management, 21, 260-284.
- 2- Arnold , et:al ,(2011) The Impact of Information Tagging in the MD & A on Investors Decision Making , Implications for XBRL.

- 3– Arshad, S. (2019) Stock Markets in Islamic Countries: An Inquiry Into Volatility, Efficiency and Integration, Springer, LLC.
- 4– Brandimarte, Paolo(2018)" An Introduction to Financial Markets–A Quantitative Approach",Library of Congress Cataloging–in–Publication Data is available, Printed in the United States of America.
- 5– Blume, L., Durlauf, S. (2008)"The New Palgrave Dictionary of Economics" New York: Palgrave Macmillan.
- 6– Brealey, Richard A, Myers, Stewart C, & Allen, Franklin, (2007) PRINCIPLE OF CORPORATE FINANCE, 8th ed, McGraw–Hill Irwin.
- 7– Brown, Keith C. & Frank K., Rielly, ANALYSIS OF (2009) INVESTMENT AND MANAGEMENT OF PORTFOLIOS, 9th ed, South–Western.
- 8– Cecchetti, Stephen G. (2008) , MONEY, BANKING AND FINANCIAL MARKETS, 2nd ed, McGraw–Hill Irwin.
- 9– Cibulskienė, D., & Butkus, M. (2009)" Investment Economy: Financial Investments" instructional book [lit. Investicijų ekonomika: finansinės investicijos: mokomoji knyga] Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla.
- 10– Dia Cogrannis, Geoge P., (1993)" Finical Management", McGraw – Hill, ., U.S.A.
- 11– Dimson, E., Mussavian, M. (2000)"Market Efficiency" The Current State of Business Disciplines, Vol. 3.
- 12– Eakins, G., Mishkin, S. (2012)" Financial Markets and Institutions" Boston: Prentice Hall.
- 13– Elory Dimson and Massoud Mussavian ,(2010) Abrief History of Market efficiency, WP Published in European Financial Management , London Business School s Vol .4N1, Mach, P 91
- 14– Fama E.F, (1970). 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work'. Journal of Finance, 25(2). <http://dx.doi.org./10.2307/2325486>
- 15– FINDINGS, KEY ,(2009) Competition and Financial Markets, OECD.
- 16– Flanegin, F.R. and D.P. Rudd (2005)" Should investments professors join the crowd" Managerial Finance, 31 (5).
- 17– Flanegin, F.R. and D.P. Rudd (2005)" Should investments professors join the crowd" Managerial Finance, 31 (5).
- 18– Francis, J. C. (1993)." Management of investments", (3rd ed.). New York: McGraw Hill, 640. <https://www.loot.co.za/index/html/index4411.html>
- 19– FRASER D, R&P .S, Rose, 2017, "Financial Institutions and Market in a Changing World" business, pup, Inc, Tara's, pp.211:213.

- 20– Glen, A. (1998) "Corporate Financial Management. London: Financial Times Pitman Publishing.
- 21– Hadi, M.M. (2014) "Review of Capital Market Efficiency: Some Evidence from Jordanian Market" International Research Journal of Finance and Economics, NO. 3, 13–27.
- 22– Howells, Peter & Keith, Bain, THE ECONOMIC SOF BANKING AND FINANCE, 4th ed, U.K: Prentice Hall, 2008.
- 23– Levine Ross and zeros, (2016) "Stock Market And long Run Grow the " world Bank Review, vol , z, p 4.01.
- 24– Lobão, J. (2012). Finanças Comportamentais: Quando a Economia Encontra a Psicologia, (ed) Actual. In: Lisboa. <https://www.scielo.br/pdf/rae/v56n6/0034-7590-rae-56-06-0680.pdf>.
- 25– Peterson, R. L. (2007). Inside the investor's brain: The power of mind over money. Hand book, NJ: Wiley. https://www.goodreads.com/book/show/1484947.Inside_the_Investor_s_Brain
- 26– Pompian, M. M. (2006). "Behavioral finance and wealth management", How to build optimal portfolios that account for investor biases. Hand book, NJ: Wiley. https://www.academia.edu/38607180/Behavioral_Finance_and_Wealth_Management_How_to_Build_Optimal_Portfolios_That_Account_for_Investor_Biases.
- 27– Pompian, M. M. (2006). Behavioral finance and wealth management: How to build optimal portfolios that account for investor biases. Hoboken, NJ: Wiley. <https://www.amazon.com/Behavioral-Finance-Wealth-Management-Investment/dp/1118014324>.
- 28– Rizzi, J. V. (2008). Behavioral basis of the financial crisis. Journal of Applied Finance, XVIII(2), 96. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/9781118266588.ch35>.
- 29– Ross S.A. , Westerfield , R.W .and Jaffe, J., (2011) "Corporate Finance" , 6th ed., The McGraw– Hill Co., Inc..
- 30– Schwert, G. William, 2003. "Anomalies and market efficiency.". In Constantinides, George M., Milton Harris and Rene M. Stulz (Eds.), Handbook of the Economics of Finance, 937–972. North–Holland.
- 31– Shefrin, Hersh. (2007) 'Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and The Psychology of Investing', Oxford University Press, New York.
- 32– Slovic, P., Fineman, M., Peters, E. and MacGregor, D. (2002). The Affect Heuristic in Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment, Gilovich, T., Griffin, D. and

Kahneman, D. In: Cambridge University Press.

<http://bear.warrington.ufl.edu/brenner/mar7588/Papers/slovic-affect-heuristic-2002.pdf>.

- 33- Stefan Jullia,(2009) TESTING THE EFFICIENT MARKETS HYPOTHESIS:A BEHAVIORAL APPROACH TO THE CURRENT ECONOMIC CRISIS.
- 34- VanHorne,JamesC.,(2004) FINANCIAL MANAGEMENT AND POLICY,12th ed,Prentics Hall.
- 35- W. Becher, and R. L., weit,(2013) determinations of risk Preferences to facilitate customer–portfolio management interaction, Mathematical Analysis and applications, Vol. 11, No. 4, April.
- 36- Zhang, C. (2008). Defining, modeling, and measuring investor sentiment. University of California, Berkeley, Department of Economics. <https://pdfs.semanticscholar.org/396c/4789ecd756b9502cf0dfa4b05c6a6424c137>.

B–Thesis

- 37- Abbes, M.B., Abdelhedi–Zouch, (2015) ' M., Does hajj pilgrimage affect the Islamic investor sentiment? Res. Int. Business Finance [.http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.02.011](http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.02.011)
- 38- Aggarwal, Divya,(2019) " **Do bitcoins follow a random walk model?**" Journal, Major characteristics of bitcoin as of 20th March 2018.
- 39- Alexakis,C.(1992)"An empirical investigation of the efficient market hypothesis:The Case study of the Athens stock exchange. A PhD dissertation at the department of Economics and related studies, University of York Herligton,England.
- 40- Al-Saad, K., & Moosa, I. A. (2005)"Seasonality in Stock Return: Evidence from an Emerging Market. Applied Financial Economics", 15(1).
- 41- Ali Besharat,2012," Essays on Mental Accounting and Consumers ' Decision Making", Graduate Theses and dissertations, University of South Florida, 16. <http://scholarcommons.usf.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5173&context=etd>
- 42- Al–Jafari, M. K.(2011)"Testing the Weak Form Efficiency of Bahrain Securities Market" International Research Journal of Finance and Economics, 72.
- 43- Ana Filipa,2018," A principal component approach to measure investor sentiment and its impact on IPO’s underpricing", Master in Finance, University of Porto.
- 44- Ashton, John K., B. Gerrard and Robert Simon Hudson, 2003. "Economic impact ofnational sporting success: Evidence from the London Stock Exchange.". AppliedEconomics Letters 10, 783–785.

- 45– Bayram Veli Salur,2013," Investor Sentiment in the Stock Market",Thesis, Purdue University.
https://docs.lib.purdue.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1138&context=open_access_theses.
- 46– Berument, H., & Bogan, N. (2014)" Effects of Daylight Saving Time changes on Stock Market Volatility" A Reply. Psychological Reports, 109(3)
- 47– BODIE, ZVI & KANE, ALEX & MARCUS, J. ALAN(2013)" **Essentials of Investments**" 9th, Published by McGraw–Hill/Irwin, a business unit of The McGraw–Hill Companies, Inc.
- 48– Cai, J., Li, Y., & Qi, Y. (2014)"The Day of the Week Effect: New Evidence from the Chinese Stock Market" The Chinese Economy, 39(2)
- 49– Chadha, P., Joshua, L., Potdar, N., Shawn L. K. J. (2012)" Is the Mongolian equity market efficient? Empirical evidence from tests of weak–form efficiency" Journal of Money, Investment and Banking, Vol. 25 .
- 50– Chadha, P., Joshua, L., Potdar, N., Shawn L. K. J. (2012)" Is the Mongolian equity market efficient? Empirical evidence from tests of weak–form efficiency" Journal of Money, Investment and Banking, Vol. 25 .
- 51– Denecke, Kerstin, Deng, Yihan,(2015) Sentiment analysis in medical settings: New opportunities and challenges, ARTMED 1393.
- 52– Edmans, Alex, García, Diego, Norli, Øyvind ,(2007)" Sports Sentiment and Stock Returns ", The Journal of Finance, Vol. 62, No. 4.
- 53– El–Din, Doaa Mohey, Hussein, Mohamed,(2016) A survey on sentiment analysis challenges, Journal of King Saud University – Engineering Sciences.
<https://doi.org/10.1016/j.jksues.2016.04.002>
- 54– El–Din, Doaa Mohey, Hussein, Mohamed,(2016) A survey on sentiment analysis challenges, Journal of King Saud University – Engineering Sciences.
<https://doi.org/10.1016/j.jksues.2016.04.002>
- 55– Fama, E. F., and K. R. French (1993), ‘Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds’, Journal of Financial Economics, 33, 3–56.
- 56– Fisher, D.E. and Jordan, R.J. (2005)"Security Analysis and Portfolio Management", Partpanganji, Delhi: Pearson Education.
- 57– Fourcade, Marion, and Rakesh Khurana. 2013. "From Social Control to Financial Economics: The Linked Ecologies of Economics and Business in Twentieth Century America." Theory and Society 42(2): 121–59.
- 58- Fagerstrom, S. (2008)" Behavioural Finance: The Psychological Impact and Overconfidence in Financial Markets. Skovde" University of Skovde.

- 59– Gitman, Lawrencej, & J.Zutter, Chad , (2015) **PRINCIPLES of MANAGERIAL FINANCE** , 7th, Pearson Education, Inc. All rights reserved. Manufactured in the United States of America.
- 60– Giovanis, E. (2009).” The Month of the Year Effect: Evidce from GARCH Models in Fifty Five Stock Markets”, Munich Personal RePEc Archive.
- 61– Gupta ,Rangan, Hammoudeh ,Shawkat , Modise ,Mampho P., Nguyen, Duc Khuong, Can economic uncertainty, (2014) financial stress and consumer sentiments predict U.S. equity premium?, Int. Fin. Markets, Inst. and Money 33 367–378,2014.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2014.09.004>
- 62– Gupta, R, and Basu, P. (2007). “Weak Form Efficiency in Indian stock Markets,” International Business and Economics Research Journal, 6.
- 63– Hassan, E. U., Shahzed, F., Shaheen, M., Abbas, Q., Hameed, Z., & Hunjra, A. I. (2015)” Impact of Affect Heuristic, Fear and Anger on the Decision Making of Individual Investor: A Conceptual Study”, World Applied Sciences Journal, 23(4).
- 64– Hiremath, G. S., & Kumari, J. (2014)” Stock Returns Predictability and the Adaptive Market Hypothesis in Emerging Markets: Evidence from India”,Springer Plus.
- 65– Inegbedion, H.E. (2009) “Efficient Market Hypothesis and the Nigerian Capital Market,” an Unpublished M Sc. Thesis written in the Department of Business administration ,University of Benin, Nigeria.
- 66– Ito, M., Sugiyama, S. (2014) "Measuring the degree of time varying market inefficiency". Economics Letters, 103(1).
- 67– Jitaraa, wisutorn , (2015) " **Disclosure of social responsibility and financial performance: evaluation in Thailand**" , Master Theses , University of Wollongong.
- 68– Johnson, T. (2004), ‘Forecast Dispersion and the Cross Section of Expected Returns’, Journal of Finance, 59, 57–78.
- 69– KALPANA, HOODA(2014)" **RANDOM WALK MODEL: A STUDY IN INDIAN CONTEXT**", International Journal Of Marketing, Financial Services & Management Research, IJMFSMR, Vol.3 (6), JUNE (2014).
- 70– Keown, J. Arthur & Martin, D. John & Petty, J. William(2014)" **Foundations of Finance**– The Logic and Practice of Financial. 8th, Pearson Education, Inc.
- 71– Kuo–Ping and Kuo–Shiuan T. A (2000)”variance Ratio Test of the Random Walk Hypothesis for Taiwan’s Stock Market. Applied Financial Economics 10
- 72– Li ,Xiaodong , Xie, Haoran, Chen, Li, Wang, Jianping, Deng, Xiaotie,(2014) News impact on stock price return via sentiment analysis, Knowledge–Based Systems.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.knosys.2014.04.022>

- 73– Liang, Jiguang, Liu, Ping, Tan, Jianlong, Bai, Shuo,(2014) Sentiment Classification Based on AS-LDA Model, *Procedia Computer Science* 31 511 – 516,2014.
<http://www.sciencedirect.com>
- 74– Lien, Donald, (Jeffrey) Yu, Chia-Feng,(2017) Production and hedging with optimism and pessimism under, *International Review of Economics and Finance*.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.iref.2017.04.001>
- 75– Lim, K.P., Brooks, R.D. (2008) "The Evolving and Relative Efficiencies of Stock Markets: Empirical Evidence from Rolling Bicorrelation Tests Statistics". SSRN Working Paper.
- 76– Liston, Daniel Perez,(2015) Sin Stock Returns and Investor Sentiment.
<http://dx.doi.org/doi:10.1016/j.qref>.
- 77– Lulia,S. (2014)" Testing the Efficient Market Hypothesis:A behavioural approach to the current Economic Crisis"An Unpublished senior honors thesis,Department of Economics,University of California,Berkeley.
- 78– Madura, Jeff. (2014) "**International Financial Management**" 6^{ed}, Addison Wesley Lngman, Inc. USA.
- 79– Magnus, F. J. (2008)" Capital market efficiency: an analysis of weak-form efficiency on the Ghana stock exchange. *Journal of Money, Investment and Banking*, Vol. 5.
- 80– Malkiel, B. G. (2011)" The efficient-market hypothesis and the financial crisis. *Rethinking Finance: Perspectives on the Crisis (Proceedings of a Conference)*", Russel Sage Foundation.
- 81– Milieška, G. (2004)" The evaluation of the Lithuanian stock market with the weak-form market efficiency hypothesis. Master thesis", Halden: Faculty of Business, Social Sciences and Foreign Languages, IIIstfold University College
- 82– Moon, H., (2001)" Looking forward and looking back: Integrating completion and sunk-cost effects within an escalation-of-commitment progress decision", *Journal of Applied Psychology*. Vol 86(1), Feb 2001.
- 83– Oehler, Andreas, Rummer, Marco, Smith, Peter N.,(2005) IPO Pricing and the Relative Importance of Investor Sentiment – Evidence from Germany.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=592302
- 84– Pradhan BB, Das KB, Mishra PK (2009)" Empirical Evidence on Indian Stock Market Efficiency in Context of the Global Financial Crisis", *Global J. Finance Manage*.
- 85– Roderiguez, W. K. (2018)" Day of the Week Effect in Latin American Stock Markets", *Journal of Economics*, 27(1).

- 86– Scholes, Myron (1972) “The Market for Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices”, *Journal of Business*, 45.
- 87– Seyyed, F., Abraham, A., & Al-Hajji, M. (2016)” Seasonality in Stock Returns and Volatility: The Ramadan Effect”, *Research in International Business and Finance*.
- 88– Stivers, C., Sun, L., Sun, Y. (2009)” The other January effect: international, style, and sub-period evidence”, *Journal of Financial Markets*, Vol. 12, issue 3.
- 89– Stivers, C., Sun, L., Sun, Y. (2009)” The other January effect: international, style, and sub-period evidence”, *Journal of Financial Markets*, Vol. 12, issue 3.
- 90– Stoilkovska, Biljana, Marković, Zorica, (2015) The Role Of Optimism–Pessimism In Anticipatory Psychological Contract Formation, *Procedia – Social and Behavioral Sciences* 171. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.01.100>
- 91– Tas, Oktay & Atac, Cigdem Guleroglu,(2019)" **Testing random walk hypothesis for Istanbul stock exchange**", *Journal, PressAcademia Procedia (PAP)*, V.9, p.48
- 92– Tetlock , Paul C.,(2005) Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market, *Journal of Finance*, Forthcoming, 21 Mar. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=685145
- 93– Tonchev, D., & Kim, T. H. (2004)” Calendar Effects in Eastern European financial markets: evidence from the Czech Republic”, *Slovakia and Slovenia. Applied Financial Economic*,, 14(14).
- 94– Tsai , Chun ,(2016) Wealth effect and investor sentiment , *North American Journal of Economics and Finance* 38 ,p 111–123.
- 95– Vyas ,Vishal, Uma , (2018) An Extensive study of Sentiment Analysis tools and Binary Classification of tweets using Rapid Miner, *Procedia Computer Science* 125 329–335, 2017.
- 96– Weston ,BY. J . Fred & F . Brigham ,Eugne, (2010) "**Managerial Finance**" Springer, Heidelberg, Dordrecht– London, New York.
- 97– Wilcox & Gebbie (2018)” Quantifying Emergence, Risk and Information in _nancial markets” *School of Computer Science and Applied Mathematics University of the Witwatersrand, Johannesburg, South Africa*.
- 98– Xu, H.W. and Chen, X. (2012)” Does the Margin Trading Improve the Pricing Efficiency of Underlying Stocks? Based on DID Model”, *Management World*, 5.
- 99– Xu, Y. and Green, C. J. (2013). Asset pricing with investor sentiment: evidence from Chinese stock markets. *The Manchester School*, 81(1), 1–32. https://jak.uk.ac.ir/article_2180.html.

- 100– Yalcin, Kadir Can , (2010) ,” Behavioral Finance: Investor Psychology”, Marmara University, Thesis Ph.D.
- 101– Yavrumyan, Evgenia (2015)” Efficient Market Hypothesis and Calendar Effects: Evidence from the Oslo Stock Exchange” Trykk: Representralen, Universitetet i Oslo.

C–Articles

- 102– 178. Shu, H.–C., & Chang, J.–H. (2015). Investor Sentiment and Financial Market Volatility. *Journal of Behavioral Finance*, 16(3), 206–219.
- 103– Agnes Cheng, C. S., Lee, B. S., & Yang, S. (2016). The value relevance of earnings levels in the return–earnings relation. *International Journal of Accounting and Information Management*, 21, 260–284.
- 104– Ahmed Salhin, Mohamed Sherif, and Edward Jones,2016," Investor Sentiment and Sector Returns" ,School of Management and Languages, Heriot–Watt University.
<https://pdfs.semanticscholar.org/e08c/9cb7e17242a34af9f7252e9da773b46829fe>.
- 105– Ahn, D., Choi, S., Gale, D., & Kariv, S. (2014). "Estimating ambiguity aversion in a portfolio choice experiment". *Quantitative Economics*, 5, 223.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.3982/QE243>.
- 106– Antoniou, C., Doukas, J. A., & Subrahmanyam, A. (2013). Cognitive dissonance, sentiment, and momentum. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(01), 245–275. doi:10.1017/S0022109012000592.
- 107– Arvid O.I.Hoffmann,Thomas,2014," Self–attribution bias in consumer financial decision–making: How investment returns affect individuals’ belief in skill, *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, vol(52),October, 28.<https://scholar.google.com/citations?user=vT3XwiUAAAAJ&hl=en>.
- 108– Baker & Wurgler,2006," Investor "Sentiment and the Cross–Section of Stock Returns", *THE JOURNAL OF FINANCE* • VOL. LXI, NO. 4 • AUGUST 2006.
http://people.stern.nyu.edu/jwurgler/papers/wurgler_baker_cross_section.
- 109– Baker, M. and Wurgler, J. (2007). " Investor sentiment in the stock market". *The Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129–151.
<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.21.2.129>.
- 110– Baker, M., Wurgler, J., Yuan, Y., 2012,"*Journal of Economics*.Accepted paper Series. 104(2). <https://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v104y2012i2p272-287.html>.

- 111– Barber, brad M, Huang, Xing, odean, terrance, 2016,"Which factors matter to investor", Evidence from mutual fund Flows, <https://papers.ssrn.com>.
<https://www.ssrn.com/abstract=2408231>.
- 112– Barberis, N., Shleifer, A. and Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment1. *Journal of financial economics*, 49(3), 307–343. https://nicholasbarberis.github.io/bsv_jnl.
- 113– Benartzi, S., & Thaler, R. H. (1993). Myopic loss aversion and the equity premium puzzle, (p:27). NBER Working Paper, No: 4369.
[https://www.uibk.ac.at/economics/bbl/lit_se/lit_se_ss06_papiere/benartzi_and_thaler_\(1995\)](https://www.uibk.ac.at/economics/bbl/lit_se/lit_se_ss06_papiere/benartzi_and_thaler_(1995))).
- 114– Berger, L., Bleichrodt, H., & Eeckhoudt, L. (2013)." Treatment decisions under ambiguity". *Journal of Health Economics*, 32, 569 .
<https://personal.eur.nl/bleichrodt/JHE2013b>.
- 115– Bernurd,J.,,Foley,(1993)" Capital Market" ,1st.rd.,"Macmillan Press Ltd.,London.
- 116– Bikchandani, S., Hirshleifer, D. and Welch, I. (1992). A Theory of Fads. Fashion, Custom.[https://www.researchgate.net/publication/24103748_A_Theory_of_Fads_Fashion_C](https://www.researchgate.net/publication/24103748_A_Theory_of_Fads_Fashion_Custom_and_Cultural_Change_as_Informational_Cascades)
[ustom_and_Cultural_Change_as_Informational_Cascades](https://www.researchgate.net/publication/24103748_A_Theory_of_Fads_Fashion_Custom_and_Cultural_Change_as_Informational_Cascades)
- 117– Black, F. (1986). Noise. *The journal of finance*, 41(3), 528–543.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1986.tb04513>.
- 118– Boido C, Fasano A (2011) CAPM with Sentiment. *J Finance Manage*, University of Siena, preliminary draft <https://www.rivisteweb.it/download/article/10.12831/82216>.
- 119– Boudad, Naamia, Faizi, Rdouan , Oulad Haj Thami, Rachid, Chiheb, Raddouane, 2017," Sentiment analysis in Arabic", A review of the literature, *Ain Shams Engineering Journal*. <http://ensias.um5.ac.ma/content/sentiment-analysis-arabic-review-literature>.
- 120– Böyükaslan, A. (2012). Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Afyonkarahisar Örneği, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon.
<https://acikerisim.aku.edu.tr/xmlui/handle/11630/2895>.
- 121– Brown, G.W., and Cliff, M.T. (2005). Investor Sentiment and Asset Valuation. *Journal of Business*, 78(2), 405–440. <https://www.jstor.org/stable/10.1086/427633>
- 122– Brown, S., W., Goetzmann, T., Hiraki, N., Shiraishi, M., Watanabe, 2002," Investor Sentiment in Japanese and U.S. Daily Mutual Fund Flows", Working Papers. Yale School of Management. <http://w4.stern.nyu.edu/finance/docs/WP/2002/pdf/wpa02011>.
- 123– Chang, Y. Y., Faff, R., & Hwang, C–Y., (2012). Local and global sentiment effects, and the role of legal, information and trading, Available at SSRN:

https://www.researchgate.net/publication/307174627_The_Roles_of_Investor_Sentiment_in_Malaysian_Stock_Market.

- 124– Chau, Frankie, Deesomsak, rataporn, Koutmos, Dimitrios, 2016,"Does investor sentiment really matter", volume 48, December, 2016, 221–232.
- 125– Chiara Limongi & Francesco Ravazzolo,2018," Optimism in Financial Markets: Stock Market Returns and Investor Sentiments", University of Bozen – Bolzano, Italy.
https://www.researchgate.net/publication/333070963_Optimism_in_Financial_Markets_Stock_Market_Returns_and_Investor_Sentiments.
- 126– Chiou, W–J. P., Lee, A.C., & Lee, C–F. (2010). Stock return, risk, and legal environment around the world, *International Review of Economics and Finance*, 19, 95–105. <https://www.nzfc.ac.nz/archives/2013/papers/updated/52>.
- 127– Clotide Wetzler,(2015) La finance comportementale ; d’une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers, thèse de Master, université Paris II Pantheon Assas.
- 128– Coval, J. D., Shumway, T. (2005)"Do behavioral biases affect prices? "The Journal of Finance, Vol. 60, issue. 1 .
- 129– Dave, C., & Wolfe, W. K. (2003, March 21). On confirmation bias and deviations from Bayesian updating. Retrieved fromwww.peel.pit.edu/esa2003/papers/wolfe_confirmation bias .
- 130– De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H. and Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of political Economy*, 98(4), 703–738.
- 131– De Long, J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers and J. WaldmannWaldmann, 1990. "Noise trader risk in financial markets.". *Journal of PoliticalEconomy* 98, 703–738.
- 132– De Moor, L., Van den Bossche, F., Verheyden, T. (2013)" A tale of market efficiency" HUB Research Paper Series, Vol. 5.
- 133– Dias, A. (2013). Market Capitalization and Value–at–Risk. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 5248– 5260. <http://scholar.google.co.uk/citations?user>
- 134– Diether, K. B., C. J. Malloy, and A. Scherbina (2002), 'Difference of Opinion and the Cross–Section of Stock Returns', *Journal of Finance*, 57, 13–41.
- 135– Dimson, E., Mussavian, M. (2000)"Market Efficiency" *The Current State of Business Disciplines*, Vol. 3.
- 136– Edmans, Alex, Diego Garcia and Øyvind. Norli, 2007. "Sports sentiment and stockreturns.". *Journal of Finance* 62, 1967–1998.

- 137– Ellis and Thomas (2014) use figures from market traders and investment institutions as proxies of the trading costs on the whole portfolio but they do not estimate the costs for each of the individual stocks.
- 138– Fama E. & French R., (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds", *Journal of Financial Economics*, 33(1), 56.
http://rady.ucsd.edu/faculty/directory/valkanov/pub/classes/mfe/docs/fama_french_jfe_1993
- 139– Fama, E. F., & French, K. R. (1992) "The cross-section of expected stock returns" *The Journal of Finance*, 47(2)
- 140– Fama, E.F. (1965), "Random Walks in Stock Market Prices", *Financial Analysts Journal*, 21 (5).
- 141– Feldman, T. (2010). A more predictive index of market sentiment. *Journal of Behavioral Finance*, 11(4), 211–223. doi:10.1080/15427560.2010.526892.
- 142– Fernandes, A., Mota, P., Alves, C. and Rocha, M. (2013). *Mercados, produtos e valorimetria de activos financeiros*. Coimbra: Almedina.
- 143– Fisher, K. L. & Statman, M., 2000, "Investor Sentiment and Stock Returns", *Financial Analysts Journal*, 56(2).
https://www.researchgate.net/publication/282238513_Investor_Sentiment_and_Stock_Returns.
- 144– Frazzini, A., Lamont, 2008, "mutual fund flows and the cross-section of stock returns", *J. Financial Econom.* 88:299–322.
- 145– Gupta, R., and Basu P.K. (2013). Weak Form Efficiency in Indian Stock Markets. *International Business and Economics Research Journal* (vol:6), pp:57.
- 146– Hazan, Itay, Shabtai, Asaf, 2017, "Dynamic radius and confidence prediction in grid-based location prediction algorithm", *Pervasive and mobile computing* 42(2017), 265–284, 2017.
- 147– Hirshleifer, D. (2001). Investor psychology and asset pricing. *Journal of Finance*, 56(4), 1533. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/0022-1082.00379>.
- 148– Howell, Karen, Ertugan, Ahmet, 2017, "Applying fuzzy logic for sentiment analysis for social media network data in market", *Procedia computer science*, 664–670.
<http://www.aims-international.org/aims12/12A-CD/PDF/K372-final>.
- 149– Huang, D., Jiang, F., Tu, J., and Zhou, G. (2014). Investor Sentiment Aligned: A Powerful Predictor of Stock Returns. *Review of Financial Studies*, 28(3), 791–837.
<https://academic.oup.com/rfs/article-abstract/28/3/791/1576380>.

- 150– Iqbal, N. (2015). Impact of optimism bias on investment decision: Evidence from Islamabad Stock Exchange – Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(19), 74–79. <https://www.iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/26257>.
- 151– Jaffe Chuck (2014) ,” Proof Most Investors are Clueless”, *Economic Times*.
- 152– Jones, C. M., (2002). A century of stock market liquidity and trading costs, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=313681> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.313681>.
- 153– Kaplanski, Guy and LevyF Haim, 2010a. “Sentiment and stock prices: The case ofaviation disasters.”. *Journal of Financial Economics* 95, 174–201.
- 154– Keeris . Willem (2009) . "Return – risk profile focused ratios for Property investment" *Journal of European Real Estate Research*, Vol : 2 . No : 1 . (6 – 17).
https://www.nbim.no/contentassets/6f7dc4d09cd94c10b76906442e6e1549/nbim_discussionnotes_1-15.
- 155– Kiarash Mehrania, Fereydoon Rahnamay , Roodposhtia, Hashem Nekomarama,2016," Behavioral trading strategies and investor sentiment: Empirical research in Tehran Stock Exchange (TSE)", *Indonesian Capital Market Review* 8 (2016) 94–109. <http://kmehrani.ir/wp-content/uploads/2018/03/5708-11726-2-PB>.
- 156– Kumar, A. and Lee, C. M. (2006). Retail investor sentiment and return comovements. *The journal of finance*, 61(5), 2451–2486.
<https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:61:y:2006:i:5:p:2451-2486>.
- 157– Kumer, alok, page, Jeremy K, spalt, Oliver G, 2012,"Investor Sentiment and return Comovements: Evidence stock split and headquarters changes. January 14.
https://www.researchgate.net/scientific-contributions/80868579_Oliver_G_Spalt
- 158– Leeson, Robert. 2002. “The Chicago Counter–revolution and the Sociology of Economic Knowledge.” *International Journal of Applied Economics and Econometrics* 10(1): 69.
- 159– Lemmon, M., & Ni, S. X., (2011). The effects of investor sentiment on speculative trading and prices of stock and index options, AFA 2011 Denver Meetings Paper. Available at SSRN: <http://portal.idc.ac.il/en/main/research/caesareacenter/annualsummit/documents>
- 160– Liston–Perez, D.; Gutierrez, J.P.,2018," Dynamic analysis of sin stocks and investor sentiment", *Int. J. Manage. Finance*. 2018, 14, 558–573.
- 161– Mehwish Aziz Khan and Eatzaz Ahmad,2018," Measurement of Investor Sentiment and Its Bi–Directional Contemporaneous and Lead–Lag Relationship with Returns", Article, sustainability.
https://www.researchgate.net/publication/329900222_Measurement_of_Investor_Sentiment

and Its Bi-Directional Contemporaneous and Lead-Lag Relationship with Returns Evidence from Pakistan

- 162– Meritt, Cam.2019, "Corporate Taxation When Issuing Dividends". Houston Chronicle. Retrieved March 9, 2019. https://www.google.com/aclk?sa=l&ai=DChcSEwiT6-S_rnqAhUN7e0KHVCKDvIYABABGgJkZw&sig=AOD64_24OXD23EETyqXxd1DeFZWhCGsAwg&adurl=&q.
- 163– Nadia Hanin Nazlan, Sarah Tanford, Rhonda Montgomery,2018," The effect of availability heuristics in online consumer reviews", ACADEMIC PAPER ,Wiley. https://www.researchgate.net/publication/326376699_The_effect_of_availability_heuristics_in_online_consumer_reviews
- 164– Nofsinger, J. R. (2005). Social mood and financial economics. The Journal of Behavioral Finance, 6(3), 144–160. [https://www.academia.edu/29526074/Social_Mood_and_Financial_Economics_of_Sentiment_on_Market_Return_and_Volatility_and_The_Cross-Sectional_Risk_Premium_of_Sentiment-affected_Volatility_\(Working_Paper\)](https://www.academia.edu/29526074/Social_Mood_and_Financial_Economics_of_Sentiment_on_Market_Return_and_Volatility_and_The_Cross-Sectional_Risk_Premium_of_Sentiment-affected_Volatility_(Working_Paper)). Retrieved from
- 165– Özan, M. H. (2010). İşletmelerde Alınan Finansal Kararların Yatırımcı Davranışları Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- 166– Qiu, Lily,Welsh,Ivo,2004,"Investor sentiment Measures", national Bureau Of Economic Research, <http://www.nber.org/papers/w10794>.
- 167– Ramzi Boussaidi,2013," Representativeness Heuristic, Investor Sentiment and Overreaction to Accounting Earnings", Social and Behavioral Sciences (81) 2013. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S187704281301447X/pdf?md5=5f51c310a3119f34536ccfd9e1322ea2&pid=1-s2.0-S187704281301447X-main>.
- 168– Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2000). What is behavioral finance? Business, Education & Technology Journal, 2(2). https://www.academia.edu/413591/What_is_Behavioral_Finance.
- 169– Robert F. Stambaugh ,Jianfeng Yu, YuYuan,2012," The short of it: Investor sentiment and anomalies ", Journal of Financial Economics.
- 170– Schmeling, M., (2009). Investor sentiment and stock returns: some international evidence, Journal of Empirical Finance, 16, 394–408. <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:empfin:v:16:y:2009:i:3:p:394-408>.
- 171– Shefrin, H. (2008). Risk and return in behavioral SDF-based asset pricing models. Journal of Investment Management, 6(3), 1–18.

<https://www.semanticscholar.org/paper/Risk-and-Return-in-Behavioral-SDF-based-Asset-1-Shefrin/a5a27f5dc05086980d42ca21bd06dffcc7c61226>.

- 172– Shiller ,R & Alkerlof George ,(2009) "Animal Spirits" : How Human Psychology Drives the Economy , and Why it Matters for Global Capitalism Princeton , NJ : Princeton University Press . <https://press.princeton.edu/books/hardcover/9780691142333/animal-spirits>
- 173– Shiller, R. (2013)" Sharing Nobel honors, and agreeing to disagree",The New York Times, 26 October. Available at: <http://www.nytimes.com/2013/10/27/business/sharing-nobel-honors-and-agreeing-to-disagree.html?hp> [Accessed 10 December 2013].
- 174– Shiller, Robert J. 2000. Irrational Exuberance. Princeton, N.J.: Princeton University Press. Shimizu, Chihiro, Satoshi Imai, and Erwin Diewert. 2015. Housing Rent and Japanese CPI: Bias from Nominal Rigidity of Rents. IRES Working Paper Series 9. <https://economics.harvard.edu/files/economics/files/ms28533.pdf>.
- 175– Shleifer, Andrei and VishnyF W. Vishny, 1997. "The limits of arbitrage.". *Journal ofFinance* 52, 35–55.
- 176– Suetens, S., & Tyran, J. R. (2012). The gambler's fallacy and gender. *Journal of Economic Behavior , and Organization*, 83(1), 124. <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/13546783.2014.942367?src=recsys>.
- 177– Yan Yang and Laurence Copeland,2014," The Effects of Sentiment on Market Return and Volatility and The Cross-Sectional Risk Premium of Sentiment-affected Volatility", Working Paper No. E2014/12. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/109058/1/791233340>.Yang, Y., & Copeland, L. (2014). The Effects
- 178– Zervas, G., Proserpio, D., & Byers, J. W. (2017). The rise of the sharing economy: Estimating the impact of Airbnb on the hotel industry. *Journal of Marketing Research*, 54(5), 687–705.
- 179– Zhu, Luyao,Li, Wie, Guo, Kun, Shi, Yong, Zheng, Yuanchun, 2017,"Tourism-Specific sentiment Vector Construction Based on Kernal Optimization Function", *Procedia Computer Science* 122,2017, 1162–1167. https://www.researchgate.net/profile/Luyao_Zhu3.

الملاحق

البيانات الشهرية لشركات عينة الدراسة

المصرف التجاري							
المتغير التابع				المتغير المستقل			
Y4 (ربحية السهم)	Y3 (M/B)	معدل دوران الاسهم (Y2)	عائد السهم (التغير) Y1	نسبة السعر الى عائد (السهم) X4	(مقسوم الأرباح) X3	(القيمة السوقية) X2	(الاسهم المتداولة) X1
0.097	5.800	0.054	-12.121	1.393	0.506	1.195E+11	134,663,302
0.097	5.000	0.173	-13.793	1.393	0.436	1.25E+11	433,657,875
0.097	3.984	0.305	9.987	2.154	0.413	1.1501E+11	794,832,891
0.179	4.936	0.202	-5.970	1.269	0.448	1.2175E+11	505,751,267
0.179	3.974	0.186	15.873	1.118	0.448	1.15013E+11	465,568,089
0.179	3.934	0.195	2.740	1.269	0.447	1.21765E+11	486,922,165
0.241	3.934	0.139	-6.667	1.125	0.449	1.21752E+11	347,088,990
0.241	5.134	0.148	-4.286	1.513	0.447	1.15003E+11	370,361,790
0.241	5.154	0.229	-4.478	1.514	0.413	1.215E+11	151,646,660
0.290	5.700	0.085	-10.938	1.393	0.520	1.19312E+11	211,405,588
0.290	4.500	0.075	9.987	1.393	0.410	1.125E+11	794,832,331
0.290	4.100	0.111	-8.889	1.097	0.374	1.025E+11	276,800,246
0.065	3.500	0.152	-14.634	1.550	0.317	1.09755E+11	379,121,984
0.065	3.400	0.408	-2.857	1.503	0.308	1.09713E+11	397,542,331
0.065	3.800	0.254	11.765	1.383	0.344	9500000000	635,926,246
0.135	3.500	0.372	-7.895	1.766	0.317	8750000000	929,836,352
0.135	3.900	0.351	11.429	1.766	0.353	97500000000	524,832,331
0.135	4.200	0.353	7.692	1.516	0.381	1.05E+11	524,898,331
0.226	4.100	0.355	-2.381	1.814	0.366	1.025E+11	524,836,341
0.226	4.200	0.262	2.439	1.859	0.375	1.05E+11	653,797,400
0.226	4.400	0.210	4.762	1.947	0.393	1.1E+11	524,837,331
0.065	4.500	0.399	2.273	1.620	0.399	1.125E+11	996,707,304
0.065	4.600	0.317	2.222	1.620	0.408	1.15E+11	792,879,427
0.065	4.800	0.139	4.348	1.618	0.426	1.2E+11	346,535,707
0.103	4.996	0.075	9.749	0.965	0.450	1.2175E+11	524,831,091
0.103	4.926	0.194	1.613	0.968	0.448	1.21523E+11	397,832,331
0.103	5.500	0.164	-12.698	1.399	0.483	1.375E+11	410,057,519
0.211	5.500	0.004	-3.636	1.526	0.488	1.29752E+11	907,175,662
0.211	4.400	0.383	-16.981	1.399	0.390	1.1E+11	958,690,816
0.211	4.200	0.322	-4.545	1.994	0.372	1.05E+11	805,897,688
0.193	4.300	0.301	2.381	1.339	0.371	1.075E+11	794,122,331
0.193	4.100	0.115	-4.651	1.277	0.354	1.025E+11	286,348,403
0.321	4.000	0.066	-2.439	1.246	0.345	1E+11	164,193,514
0.402	4.100	0.067	2.500	1.020	0.351	1.025E+11	168,032,455
0.193	4.800	0.507	17.073	1.194	0.411	1.2E+11	397,710,331
0.402	4.900	0.095	2.083	1.219	0.420	1.225E+11	237,301,797
0.147	4.700	0.180	-4.082	1.219	0.407	1.175E+11	449,670,641
0.147	4.800	0.255	2.128	1.219	0.416	1.2E+11	636,416,056

0.147	4.400	0.197	-8.333	1.499	0.381	1.1E+11	491,265,141	
0.232	4.400	0.063	0.000	1.899	0.378	1.1E+11	156,971,153	
0.232	4.300	0.243	-2.273	1.856	0.370	1.075E+11	607,887,000	
0.232	4.400	0.234	2.326	1.899	0.378	1.1E+11	585,596,069	
0.323	4.800	0.315	9.091	1.486	0.427	1.2E+11	786,969,447	
0.323	4.400	0.252	-8.333	1.363	0.391	1.1E+11	629,497,259	
0.323	4.400	0.097	0.000	1.363	0.391	1.1E+11	242,509,177	
0.114	4.100	0.001	-6.818	1.490	0.361	1.025E+11	233,854,887	
0.114	4.300	0.067	4.878	1.490	0.379	1.075E+11	167,633,827	
0.119	4.700	0.208	9.302	1.082	0.414	1.175E+11	519,704,605	
0.086	4.400	0.095	-6.383	1.399	0.397	1.1E+11	238,294,564	
0.116	4.100	0.016	-6.818	1.213	0.370	1.025E+11	41,024,221	
0.116	3.800	0.163	-7.317	1.756	0.343	950000000 00	406,498,624	
0.157	4.000	0.189	5.263	1.499	0.358	1E+11	472,622,561	
0.157	4.400	0.267	10.000	1.655	0.394	1.1E+11	667,165,074	
0.157	4.600	0.134	4.545	1.499	0.412	1.15E+11	334,708,062	
0.200	4.500	0.100	-2.174	1.750	0.402	1.125E+11	248,845,240	
0.200	4.700	0.071	4.444	1.750	0.419	1.175E+11	177,409,888	
0.200	4.800	0.252	2.128	1.750	0.428	1.2E+11	629,562,282	
0.262	4.700	0.225	-2.083	1.793	0.432	1.175E+11	561,808,330	
0.262	4.600	0.236	-2.128	1.755	0.422	1.15E+11	590,889,277	
0.262	4.600	0.186	0.000	1.755	0.422	1.15E+11	465,292,717	
0.033	4.600	0.066	0.000	1.500	0.421	1.15E+11	164,014,205	
0.033	4.600	0.118	0.000	1.500	0.421	1.15E+11	124,940,730	
0.033	4.500	0.219	-2.174	1.923	0.412	1.125E+11	56,802,108	
0.091	4.100	0.118	-8.889	1.534	0.374	1.025E+11	1,272,000	
0.091	4.300	0.118	4.878	1.923	0.392	1.075E+11	17,500,000	
0.091	4.300	0.004	0.000	1.213	0.392	1.075E+11	22,229,300	
0.149	4.500	0.063	4.651	1.735	0.408	1.125E+11	318,367,717	
0.149	4.936	0.020	2.222	1.766	0.441	1.15034E+1 1	103,305,758	
0.149	4.600	0.229	0.000	1.245	0.417	1.15E+11	75,806,101	
0.199	4.500	0.115	-2.174	1.264	0.366	1.125E+11	56,038,079	
0.199	4.400	0.045	-2.222	1.237	0.357	1.1E+11	228,750,000	
0.199	4.400	0.219	0.000	1.237	0.357	1.1E+11	153,025,275	

2019

2020

مصرف بغداد

المتغير التابع				المتغير المستقل				
Y4 (ربحية السهم)	Y3 (M/B)	معدل دوران الاسهم (Y2)	عائد السهم (التغير) Y1	نسبة السعر الى عائد (السهم) X4	(مقسوم الارباح) X3	(القيمة السوقية) X2	(الاسهم المتداولة) X1	
0.021	0.520	0.846	-10.968	31.050	0.413	1.1E+11	3709422147	2015
0.021	1.070	0.380	-22.464	24.075	0.419	2.675E+11	949982224	
0.021	0.520	1.449	18.692	28.575	0.191	1.355E+11	3621397633	
0.010	1.210	0.753	-4.724	20.895	0.419	3.025E+11	1882324873	
0.010	0.735	0.984	22.314	25.558	0.420	1.58E+11	2459490273	
0.010	0.735	1.232	6.757	27.285	0.414	1.1E+11	3079857981	
0.024	1.380	0.413	-12.658	58.366	0.550	1.58E+11	1033734425	
0.024	0.735	0.778	10.145	25.988	0.413	1.1E+11	1946009902	
0.024	0.725	0.438	-1.316	19.987	0.413	1.1E+11	1095174290	
0.020	0.516	0.256	-10.667	25.096	0.550	1.355E+11	640910264	
0.020	1.100	1.045	-17.910	20.601	0.419	2.75E+11	2612169251	
0.053	1.170	0.673	6.364	21.912	0.550	1.355E+11	1682076386	
0.025	1.030	0.699	-11.966	41.532	0.550	2.575E+11	1747401792	2016
0.025	0.980	0.513	-4.854	39.516	0.397	2.45E+11	1283402601	
0.025	0.810	2.058	-17.347	32.661	0.738	2.025E+11	5144472550	
0.031	0.740	2.037	-8.642	18.184	0.651	1.85E+11	5092389260	
0.031	0.710	0.898	-4.054	17.446	0.624	1.775E+11	2245471785	
0.031	0.790	1.614	11.268	19.412	0.695	1.975E+11	4035698057	
0.013	0.870	1.219	10.127	19.987	0.756	2.175E+11	3046627993	
0.013	0.780	1.061	-10.345	30.858	0.678	1.95E+11	2653358565	
0.013	0.760	0.602	-2.564	30.858	0.660	1.9E+11	1505682588	
0.013	0.850	1.581	11.842	30.846	0.501	2.125E+11	3953191469	
0.013	0.850	1.184	0.000	30.238	0.502	2.125E+11	2959975899	
0.013	0.910	0.987	7.059	25.988	0.501	2.275E+11	2466431357	
0.031	1.080	1.542	18.681	26.852	0.419	2.7E+11	3855649874	2017
0.031	1.070	1.486	-0.926	26.604	0.419	2.675E+11	1382983583	
0.032	0.950	1.492	-11.215	23.620	0.397	2.375E+11	1339474538	
0.012	0.950	0.329	-5.263	30.858	0.501	2.375E+11	1903460900	
0.012	0.740	1.499	-17.778	19.987	0.662	1.85E+11	2652689528	
0.030	0.670	1.499	-9.459	55.629	0.599	1.675E+11	2853394438	
0.024	0.640	1.976	-4.478	26.407	0.556	1.6E+11	3046627993	
0.024	0.570	1.976	-10.938	23.519	0.495	1.425E+11	5955178638	
0.024	0.570	0.535	0.000	23.519	0.495	1.425E+11	1337012430	
0.040	0.560	1.106	-1.754	13.923	0.513	1.4E+11	2766120925	
0.040	0.610	2.308	8.929	15.167	0.559	1.525E+11	5769282939	
0.040	0.610	1.016	0.000	15.167	0.559	1.525E+11	2539511898	
0.020	0.620	1.649	1.639	30.858	0.565	1.55E+11	4122252270	2018
0.019	0.700	1.976	12.903	11.547	0.638	1.75E+11	3759422147	
0.008	0.620	1.876	-11.429	30.858	0.565	1.55E+11	4689992559	
0.019	0.550	1.444	-11.290	9.476	0.502	1.375E+11	3609422147	
0.020	0.430	2.054	-21.818	7.409	0.392	1.075E+11	5135595052	

0.018	0.420	2.254	-2.326	7.236	0.383	1.05E+11	5635489104	
0.000	0.430	1.976	2.381	39.786	0.392	1.075E+11	3909422147	
0.031	0.041	1.477	-4.651	39.719	0.037	1025000000	3691765724	
0.000	0.410	0.293	0.000	39.760	0.374	1.025E+11	732030319	
0.020	0.310	0.009	-24.390	39.760	0.291	7750000000	2327435133	
0.020	0.290	0.643	-6.452	41.658	0.272	7250000000	1607862275	
0.020	0.290	0.617	0.000	41.658	0.272	7250000000	1543273224	
0.012	0.280	2.708	-3.448	23.524	0.260	7000000000	3146627993	2019
0.019	0.740	0.934	-10.714	21.003	0.552	1.51521E+11	2334177535	
0.012	0.740	0.874	-4.000	20.163	0.550	1.53501E+11	3709422147	
0.002	0.240	0.620	0.000	41.658	0.550	1.5211E+11	1550067419	
0.020	0.390	2.899	9.982	51.895	0.361	1.995E+11	3046627993	
0.002	0.340	1.976	-12.821	51.895	0.315	8500000000	4941156579	
0.007	0.280	1.621	-17.647	39.253	0.571	7000000000	4051444643	
0.007	0.290	1.165	3.571	40.655	0.267	1.98973E+11	2912361532	
0.032	0.735	0.644	3.448	42.057	0.276	1.995E+11	1610350285	
0.029	0.735	0.740	3.333	41.658	0.283	1.52509E+11	1849551475	
0.029	0.735	0.981	-3.226	41.658	0.274	1.52501E+11	2453136441	
0.029	0.300	1.013	0.000	41.658	0.274	1.52534E+11	2532303005	
0.011	0.280	2.199	-6.667	26.443	0.253	1.525E+11	5497259771		2020
0.011	0.300	1.789	7.143	28.332	0.271	1.525E+11	4472101067	
0.030	0.300	1.860	0.000	28.332	0.271	7500000000	4651151245	
0.029	0.270	0.040	-10.000	9.246	0.573	1.525E+11	3909422147	
0.029	0.310	0.377	14.815	10.616	0.273	7750000000	1912108890	
0.029	0.350	0.491	12.903	11.986	0.309	8750000000	2488252861	
0.038	0.450	1.183	28.571	11.827	0.384	1.125E+11	6002788532	
0.038	0.035	0.725	0.000	11.827	0.030	8720000000	3678363888	
0.038	0.370	2.547	-17.778	9.724	0.316	6000000000	3909422147	
0.020	0.390	1.653	5.405	4.827	0.350	6000000000	3759422147	
0.020	0.400	1.202	2.564	4.950	0.359	1E+11	3146627993	
0.020	0.410	0.506	2.500	5.074	0.368	1.025E+11	2565373910	

المصرف العراقي الإسلامي								
المتغير التابع				المتغير المستقل				
Y4 (ربحية السهم)	Y3 (M/B)	معدل دوران الاسهم (Y2)	عائد السهم (التغير) Y1	نسبة السعر الى عائد (السهم) X4	(مقسوم الأرباح) X3	(القيمة السوقية) X2	(الاسهم المتداولة) X1	2015
0.003	0.330	0.011	-6.316	21.634	0.518	9250320000	27,373,334	
0.003	0.510	0.028	-5.618	21.467	0.518	1.39E+11	69,565,060	

0.003	0.514	0.051	-11.905	21.658	0.457	1.196E+11	56,698,986	
0.013	0.456	0.049	-6.757	29.093	0.639	1.725E+11	49,096,986	
0.013	0.356	0.026	1.449	29.093	0.649	1.196E+11	56,698,986	
0.013	0.514	0.025	4.286	21.032	0.457	1.555E+11	46,698,986	
0.022	0.356	0.025	-1.370	32.405	0.492	1.555E+11	14,233,314	
0.022	0.456	0.009	-2.778	31.505	0.492	1.196E+11	22,460,000	
0.022	0.456	0.016	-2.857	30.605	0.492	1.7E+11	39,614,616	
0.038	0.446	0.015	-11.765	15.608	0.569	1.5E+11	38,498,287	
0.038	0.530	0.026	-11.667	13.787	0.502	1.325E+11	49,698,986	
0.038	0.510	0.023	-3.774	13.267	0.483	1.275E+11	58,125,619	
0.032	0.490	0.008	-3.922	29.093	0.448	1.225E+11	18,968,600	2016
0.031	0.460	0.008	-6.122	21.032	0.421	1.15E+11	20,322,912	
0.009	0.450	0.026	-2.174	19.944	0.411	1.125E+11	46,698,986	
0.010	0.430	0.038	-4.444	42.284	0.320	1.39E+11	17,785,481	
0.010	0.446	0.038	-6.977	39.334	0.366	1.555E+11	12,935,355	
0.010	0.447	0.038	0.000	39.334	0.366	1.555E+11	5,540,457	
0.029	0.450	0.040	12.500	15.290	0.443	1.125E+11	11,640,343	
0.029	0.490	0.041	8.889	19.090	0.482	1.225E+11	102,232,460	
0.029	0.450	0.031	-8.163	15.290	0.443	1.125E+11	50,033,988	
0.035	0.450	0.040	0.000	12.805	0.443	1.125E+11	1,232,063	
0.035	0.500	0.042	11.111	14.228	0.492	1.25E+11	17,668,877	
0.035	0.391	0.031	-8.163	19.090	0.590	1.5E+11	32,717,020	
0.015	0.395	0.040	0.016	25.678	0.500	1.675E+11	9,330,000	2017
0.015	0.515	0.059	19.403	29.093	0.319	1.39E+11	56,698,986	
0.015	0.360	0.025	-10.000	19.947	0.417	1.41E+11	56,698,986	
0.023	0.447	0.030	-2.778	30.707	0.417	1.39E+11	49,698,986	
0.023	0.447	0.030	-18.571	25.004	0.546	1.425E+11	56,698,986	
0.023	0.395	0.034	5.263	26.320	0.574	1.5E+11	84,237,393	
0.039	0.395	0.051	11.667	17.003	0.417	1.39E+11	49,634,286	
0.039	0.560	0.030	-16.418	14.719	0.541	1.4E+11	56,698,986	
0.039	0.510	0.030	-8.929	12.943	0.493	1.275E+11	49,218,986	
0.037	0.470	0.050	-7.843	12.777	0.455	1.175E+11	49,096,986	
0.037	0.480	0.024	2.128	13.049	0.465	1.2E+11	39,096,986	
0.037	0.500	0.020	4.167	13.593	0.484	1.25E+11	56,498,986	
0.032	0.480	0.020	-4.000	21.032	0.467	1.2E+11	39,096,986	2018
0.032	0.470	0.051	-2.083	19.944	0.457	1.175E+11	49,698,986	
0.009	0.460	0.051	-2.128	25.678	0.448	1.15E+11	51,176,986	
0.005	0.460	0.051	0.000	29.547	0.448	1.15E+11	51,192,316	
0.005	0.430	0.036	-6.522	29.090	0.418	1.075E+11	39,096,986	
0.005	0.430	0.024	0.000	30.674	0.418	1.075E+11	21,698,986	
0.017	0.440	0.050	2.326	25.394	0.428	1.1E+11	21,698,986	
0.017	0.447	0.024	-9.091	23.085	0.389	1E+11	91,123,867	
0.017	0.350	0.027	-12.500	20.199	0.340	1.25E+11	67,400,000	
0.024	0.320	0.042	-8.571	13.064	0.311	80000000000	75,614,970	

0.024	0.330	0.014	3.125	13.473	0.320	825000000 00	34,201,163	2019
0.024	0.400	0.024	-8.163	16.331	0.388	1E+11	51,198,986	
0.008	0.370	0.024	-7.500	19.868	0.359	1.25E+11	51,198,986	
0.032	0.360	0.022	-2.703	11.764	0.349	1.39002E+1 1	56,198,986	
0.008	0.370	0.007	2.778	11.764	0.359	1.39E+11	16,717,000	
0.011	0.370	0.020	0.000	33.729	0.358	1.25E+11	91,198,986	
0.011	0.380	0.015	2.703	34.640	0.368	1.3912E+11	37,838,662	
0.011	0.420	0.025	10.526	38.287	0.407	1.05E+11	42,022,621	
0.025	0.400	0.025	-4.762	25.678	0.387	1E+11	26,781,296	
0.025	0.410	0.005	2.500	16.079	0.397	1.025E+11	11,411,084	
0.025	0.380	0.001	-7.317	25.678	0.368	950000000 00	39,096,986	
0.031	0.390	0.010	2.632	6.705	0.378	1.41E+11	24,050,000	
0.031	0.400	0.031	2.564	6.877	0.388	1E+11	44,059,854	
0.032	0.400	0.042	0.000	6.877	0.388	925000000 00	13,055,000	
0.024	0.430	0.041	7.500	17.850	0.417	1.075E+11	15,000,000	
0.024	0.410	0.014	-4.651	19.090	0.397	1.025E+11	35,107,512	
0.024	0.400	0.008	-2.439	19.090	0.388	925000000 00	20,497,500	
0.029	0.400	0.014	-10.000	13.647	0.388	925000000 00	70,785,000	
0.029	0.400	0.003	0.000	13.647	0.388	1E+11	16,909,660	
0.029	0.410	0.054	2.500	13.988	0.397	1.025E+11	1,250,000	
0.051	0.400	0.006	-2.439	7.785	0.388	1E+11	31,653,500	
0.051	0.330	0.011	15.000	29.897	0.259	925000000 00	54,734,398	
0.051	0.430	0.043	-6.522	8.369	0.417	1.075E+11	21,698,986	
0.020	0.420	0.022	-2.326	5.830	0.366	1.05E+11	61,096,986	
0.020	0.390	0.050	-7.143	5.413	0.340	975000000 00	51,193,486	
0.020	0.380	0.015	-2.564	19.090	0.331	950000000 00	73,651,751	
								2020

المصرف الشرق الأوسط								
المتغير التابع				المتغير المستقل				
ربحية (Y4 السهم)	Y3 (M/B)	معدل دوران الاسهم (Y2)	عائد السهم (التغير) Y1	نسبة السعر الى عائد (السهم) X4	(مقسوم الأرباح) X3	(القيمة السوقية) X2	(الاسهم المتداولة) X1	
0.023	0.198	0.420	-5.000	25.000	0.292	615000000 00	1,049,079,33 8	2015
0.023	0.470	0.615	-17.544	20.614	0.422	1.175E+11	1,537,192,34 9	
0.023	0.470	0.609	-0.176	20.614	0.422	1.175E+11	1,523,371,81 2	
0.037	0.296	0.514	19.149	14.970	0.190	705043000 00	1,284,961,37 6	
0.037	0.217	1.012	9.910	19.515	0.299	493640000 00	2,529,701,17 7	
0.037	0.217	0.869	-2.740	18.980	0.115	493640000 00	2,173,030,61 3	
0.046	0.217	0.224	-11.268	13.730	0.190	753640000 00	560,284,267	
0.046	0.194	0.418	-7.937	12.641	0.190	615000000 00	1,043,836,95 5	

-0.011	0.260	1.125	-33.333	-10.733	0.292	300000000 00	3,195,132,64 9	2019
-0.011	0.130	1.125	8.333	-11.628	0.120	325000000 00	2,957,396,11 2	
-0.011	0.130	0.611	0.000	-11.628	0.217	325000000 00	1,527,752,10 4	
-0.001	0.413	0.783	-15.385	-10.733	0.217	615000000 00	1,957,801,35 4	
-0.001	0.291	0.369	0.000	-0.011	0.217	510300000 00	922,260,613	
-0.001	0.317	1.122	0.000	-5.733	0.217	275000000 00	2,957,396,11 2	
-0.003	0.260	0.230	0.000	-5.733	0.190	510300000 00	573,989,086	
-0.003	0.110	1.249	-9.091	-37.202	0.292	510300000 00	3,121,823,65 4	
-0.003	0.317	0.495	10.000	-5.721	0.217	275000000 00	1,236,611,73 2	
-0.007	0.360	0.783	-9.091	-14.552	0.299	250000000 00	1,958,195,92 3	
-0.007	0.292	0.042	0.000	-14.552	0.214	510300000 00	1,917,396,81 2	
-0.007	0.261	0.760	-4.167	-14.552	0.214	510300000 00	172,127,632	
0.001	0.217	0.292	0.000	1.655	0.399	510300000 00	730,262,998	
0.001	0.216	0.309	0.000	-5.733	0.214	705000000 00	772,268,100	
0.001	0.198	0.434	0.000	1.655	0.213	250000000 00	1,085,684,69 6	
-0.011	0.215	0.607	10.000	-0.011	0.212	705000000 00	2,717,396,11 2	
-0.011	0.260	0.104	0.000	-0.011	0.227	275000000 00	261,195,455	
-0.011	0.198	0.266	-9.091	-0.011	0.093	250000000 00	664,236,746	
0.007	0.194	0.760	-4.167	0.007	0.083	615000000 00	453,247	
0.007	0.291	0.059	11.111	0.007	0.093	615000000 00	1,917,396,81 2	
0.007	0.291	0.765	0.000	0.007	0.093	705000000 00	141,759,725	
0.006	0.298	0.649	10.000	0.006	0.102	705000000 00	2,717,396,11 2	
0.006	0.120	0.134	9.091	0.006	0.007	753640000 00	333,794,301	
0.006	0.215	0.142	-8.333	0.006	0.102	705000000 00	354,433,061	
0.011	0.290	0.305	0.000	0.011	0.103	493640000 00	763,267,916	
0.011	0.292	0.156	0.000	0.011	0.103	493640000 00	389,436,979	
0.011	0.120	0.390	9.091	0.011	0.112	300000000 00	974,703,040	
								2020

المصرف الاستثمار العراقي								
المتغير التابع				المتغير المستقل				
ربحية (Y4 السهم)	Y3 (M/B)	معدل دوران الاسهم (Y2)	عائد السهم (التغير) Y1	نسبة السعر الى عائد (السهم) X4	(مقسوم الارباح) X3	(القيمة السوقية) X2	(الاسهم المتداولة) X1	
0.021	0.321	0.140	-4.000	46.829	0.392	8250410000 0	349,734,277	2015
0.021	0.393	0.194	-9.375	42.439	0.419	8251234000 0	485,407,889	
0.017	0.321	0.363	3.448	43.902	0.299	8254300000 0	908,138,310	
0.011	0.321	0.222	-4.444	24.614	0.419	8250454000 0	555,224,062	

0.017	0.300	0.261	0.000	39.944	0.265	7500000000 0	326,302,790	2019
0.017	0.393	0.099	-6.667	60.988	0.247	7000000000 0	754,957,457	
0.017	0.280	0.081	0.000	39.944	0.247	7000000000 0	203,257,851	
0.003	0.270	0.261	-3.571	39.944	0.239	6750000000 0	106,287,650	2020
0.003	0.393	0.153	-22.222	73.633	0.186	9075000000 0	383,625,289	
0.003	0.393	0.113	-4.762	70.126	0.177	5000000000 0	282,821,546	
0.011	0.190	0.261	-5.000	59.655	0.168	4750000000 0	624,957,457	
0.011	0.270	0.271	-0.044	-0.055	0.239	6750000000 0	388,818,880	
0.000	0.240	0.148	-11.111	28.325	0.312	6000000000 0	370,862,679	
-0.003	0.230	0.260	-4.167	51.032	0.311	5750000000 0	224,327,687	
-0.003	0.240	0.141	4.348	30.758	0.314	6000000000 0	353,285,328	
-0.003	0.492	0.263	-0.044	30.758	0.392	5750000000 0	624,957,457	
0.011	0.414	0.361	13.043	39.843	0.249	6500000000 0	902,645,076	
0.011	0.290	0.213	15.385	60.988	0.278	7250000000 0	524,957,457	
0.000	0.414	0.271	-10.000	60.988	0.259	9075000000 0	194,957,457	
0.007	0.250	0.271	-7.407	60.988	0.240	9075000000 0	136,933,458	
0.007	0.393	0.013	-4.000	51.032	0.231	9075000000 0	32,593,962	
0.007	0.394	0.029	0.000	39.944	0.231	6000000000 0	73,209,543	
0.003	0.414	0.281	-3.922	77.808	0.299	1.175E+11	494,957,457	
0.003	0.492	0.011	-4.348	74.425	0.299	1.175E+11	26,643,633	
0.003	0.391	0.271	-4.545	71.042	0.310	1.175E+11	624,957,457	
0.012	0.400	0.081	-0.176	20.279	0.239	6250000000 0	203,309,587	
0.012	0.420	0.055	4.000	21.090	0.392	7250000000 0	138,042,561	
0.012	0.593	0.111	0.000	21.090	0.249	1.175E+11	278,698,877	
0.018	0.250	0.271	-3.846	14.004	0.235	6250000000 0	494,957,457	
0.018	0.492	0.106	-8.000	12.884	0.392	5750000000 0	265,315,036	
0.018	0.230	0.181	0.000	12.324	0.392	5750000000 0	452,989,978	

الأمين للتأمين								
المتغير التابع				المتغير المستقل				
Y4 (ربحية السهم)	Y3 (M/B)	معدل دوران الاسهم (Y2)	عائد السهم (التغير) Y1 (	نسبة السعر الى عائد (السهم) X4	(مقسوم الأرباح) X3	(القيمة السوقية) X2	(الاسهم المتداولة) X1
0.062	0.780	2.987	-2.817	22.430	0.590	2610030000 0	14,150,060	2015
0.062	0.780	2.114	-8.696	20.479	0.590	2498000001	39,505,716	
0.062	0.781	2.114	-3.175	19.829	0.938	2498000000 1	61,884,802	
0.080	0.785	2.530	-1.639	11.637	0.615	2498000001	54,218,400	
0.080	0.970	2.114	9.321	15.515	0.615	2490000000 0	75,884,802	
0.080	0.770	2.539	-31.250	10.667	0.590	3300000000 0	19,835,000	

0.039	0.380	2.264	-5.00	337.246	0.357	145100000 0	19,835,000	2019
0.039	0.701	2.831	-13.16	292.871	0.310	126000000 0	39,085,716	
0.039	0.702	2.234	-6.06	275.121	0.291	118300000 1	54,218,400	
0.038	0.701	2.831	-6.45	257.372	0.272	299800000 1	39,185,716	
0.038	0.701	2.813	3.45	266.246	0.281	114500000 1	54,738,400	
0.038	0.290	2.234	-3.333	189.002	0.271	293000000 0	79,601,000	
0.056	0.290	2.234	-3.333	189.002	0.271	294000000 0	45,700,034	
0.061	0.280	2.264	-3.448	182.485	0.261	291000000 0	45,690,034	
0.061	0.460	1.471	9.321	134.327	0.429	175600000 1	56,199,866	
0.036	0.360	3.609	-21.739	131.327	0.336	137400000 1	53,738,400	
0.036	0.360	2.543	0.000	90.596	0.336	137400000 1	75,884,802	
0.045	0.702	1.407	0.000	-129.903	0.357	137400000 1	53,738,400	
0.045	0.500	2.881	9.321	131.327	0.496	190900000 1	61,824,802	
-0.002	0.470	2.881	-6.000	91.546	0.467	179500000 0	61,484,802	
0.046	0.470	2.451	0.000	138.327	0.467	179500000 0	93,622,358	
0.045	0.480	1.199	2.128	130.327	0.477	183300000 0	45,790,034	
0.045	0.540	3.120	12.500	-129.903	0.536	206200000 0	75,884,802	
0.066	0.540	3.120	0.00	90.546	0.510	206200000 0	75,884,802	
0.066	0.610	1.486	12.96	92.546	0.577	232900000 1	56,770,966	
0.066	0.720	2.801	19.13	96.546	0.680	274900000 1	61,284,802	
0.048	0.720	1.674	18.03	138.327	0.680	274900000 1	61,814,802	
0.048	0.540	1.674	-15.63	90.546	0.510	206200000 0	45,790,034	
0.048	0.520	2.801	-3.70	0.048	0.492	208200000 0	65,884,802	
0.052	0.520	1.987	0.00	0.052	0.492	207200000 0	22,200,000	
0.052	0.540	1.215	3.85	0.052	0.510	206200000 0	46,400,000	
0.061	0.490	1.987	-9.26	110.568	0.463	187100000 0	23,100,000	
0.052	0.510	3.213	4.08	110.568	0.482	206200000 0	53,738,400	
0.061	0.550	1.616	7.84	0.052	0.520	210000000 1	61,711,366	
0.052	0.570	1.947	3.64	0.052	0.539	217700000 0	65,884,802	

دار السلام للتأمين								2015
المتغير التابع				المتغير المستقل				
ربحية (Y4) (السهم)	Y3 (M/B)	معدل دوران الاسهم (Y2)	عائد السهم (التغير) Y1	نسبة السعر الى عائد (السهم) X4	(مقسوم الأرباح) X3	(القيمة السوقية) X2	(الاسهم المتداولة) X1	
0.008	1.020	0.066	-2.515	248.630	0.855	580000000 0	2,100,000	
0.008	1.140	0.072	-8.508	141.719	0.741	3637000000	2,299,833	
0.008	1.020	0.048	-2.505	186.473	0.693	355800000 0	2,956,010	

0.041	1.364	0.080	-2.505	36.546	0.947	3558000000	1,075,000	
0.041	1.020	0.095	-3.109	39.957	0.853	5231000001	3,327,029	
0.041	1.227	0.062	-3.109	32.891	0.853	4306000001	1,698,798	
0.011	1.200	0.080	-2.220	115.424	0.827	4211000000	2,530,500	
0.011	1.091	0.040	-3.109	104.931	0.752	3828000000	2,530,500	
0.011	1.190	0.040	-2.505	104.056	0.820	4175000001	4,187,010	
-0.013	1.120	0.031	-5.882	-11.581	0.850	3930000000	2,956,310	
0.008	1.120	0.048	-5.882	-10.081	0.850	4936000001	2,490,500	
0.002	1.010	0.031	-2.505	-12.581	0.874	3558000000	2,490,500	
0.003	0.950	0.031	-5.941	342.798	0.671	3333000001	2,976,010	
0.003	0.960	0.035	-2.025	-51.985	0.678	3828000000	3,287,010	
0.003	0.950	0.022	-3.909	-51.985	0.671	3828000000	3,316,234	
0.005	0.940	0.064	-3.909	180.349	0.853	4306000001	2,230,500	
0.005	0.940	0.064	-3.909	70.988	0.662	3298000000	2,230,500	
0.005	0.940	0.064	-3.959	180.349	0.850	3298000000	2,230,500	
-0.006	0.890	0.035	-5.319	-152.194	0.850	3123000000	2,986,010	
-0.006	0.890	0.064	-5.319	-152.194	0.629	3123000000	4,180,010	
-0.006	0.890	0.064	-5.319	-152.194	0.629	3123000000	2,230,500	
0.022	0.890	0.064	-5.319	18.442	0.667	3123000000	2,209,500	
-0.019	0.810	0.080	-2.405	16.785	0.607	2842000000	3,587,010	
-0.019	0.810	0.028	-2.115	16.785	0.607	2842000000	3,587,010	
-0.011	1.050	0.041	-3.109	-94.121	0.793	3558000000	3,287,010	
0.020	1.050	0.053	-3.109	-94.121	0.793	3557000000	3,287,010	
0.020	0.980	0.064	-6.667	-87.846	0.740	3828000000	1,887,010	
-0.017	0.980	0.064	-6.667	-50.945	0.734	4937000001	1,887,010	
0.018	1.000	0.053	2.041	-51.985	0.749	3858000000	3,287,910	
0.017	1.000	0.053	-2.000	-51.985	0.749	3557000000	3,537,910	
0.020	0.980	0.053	-2.000	48.525	0.734	4937000001	3,237,910	
0.020	0.810	0.076	-3.959	48.030	0.727	3557000000	3,237,910	
0.020	0.810	0.076	-5.550	48.030	0.727	3858000000	3,287,910	
0.020	0.811	0.035	-5.550	-72.902	0.740	3878000000	2,541,500	
-0.013	0.970	0.035	-2.010	-72.902	0.740	3858000000	2,541,500	
-0.013	0.970	0.035	-2.000	-72.902	0.740	3858000000	3,647,910	
-0.007	0.970	0.069	1.03	-133.772	0.854	3878000000	3,459,390	
0.022	0.970	0.069	1.03	-133.772	0.853	3828000000	3,459,390	
-0.007	1.020	0.022	-2.00	-132.407	0.853	3828000000	3,609,390	
0.002	0.930	0.062	-2.12	-152.194	0.765	3263000000	3,537,910	

2016

2017

2018

0.002	0.930	0.010	-4.55	-152.194	0.765	326300000 0	3,537,910	
0.002	1.311	0.071	-3.98	-152.194	0.854	460000000 0	4,243,767	
-0.032	1.227	0.022	-3.98	-29.003	0.854	460000000 0	3,727,910	
0.019	1.227	0.022	-3.98	-29.003	0.850	430600000 1	2,987,010	
-0.032	1.227	0.020	-1.08	-19.861	1.078	460000000 0	3,727,910	
0.005	0.920	0.075	-3.90	104.551	0.801	430600000 1	2,987,010	
0.005	0.801	0.075	-3.90	104.551	0.801	430600000 1	4,223,767	
0.005	0.801	0.041	-3.90	104.551	0.801	420600000 1	4,243,767	
-0.006	0.920	0.041	-3.900	-88.971	0.803	420600000 1	4,223,767	
-0.006	0.801	0.075	-3.100	-88.971	0.803	410600000 1	3,727,910	
-0.006	0.920	0.075	-3.100	-87.192	0.803	420600000 1	3,225,910	
0.025	0.870	0.059	-1.075	98.965	0.751	420600000 1	4,273,767	
0.025	1.110	0.053	-1.075	19.247	0.751	420700000 1	3,727,910	
0.025	1.110	0.071	-1.075	20.450	0.950	420700000 1	4,213,767	
0.020	0.920	0.053	-1.075	24.908	0.751	420700000 1	3,727,910	
0.020	1.020	0.071	-3.100	28.327	0.751	440700000 1	3,727,910	
0.020	1.110	0.071	-2.000	39.072	0.854	440700000 1	3,727,910	
0.020	0.870	0.071	-4.550	39.072	0.750	410600000 1	3,727,910	
0.020	0.920	0.053	-4.550	34.188	0.750	440200000 1	3,727,910	
0.020	0.657	0.053	-4.120	31.746	0.750	440200000 1	3,727,910	
-0.002	1.140	0.049	-1.075	-323.803	0.951	440200000 1	4,923,767	
-0.002	0.870	0.049	-4.560	-323.803	0.951	460000000 0	3,227,910	
-0.002	1.140	0.049	-4.560	-323.803	0.951	355800000 0	2,987,010	
0.004	1.020	0.040	-1.075	156.893	0.950	460000000 0	3,609,390	
0.004	1.140	0.049	-4.560	156.893	0.950	355800000 0	2,530,500	
0.004	0.801	0.049	-1.075	173.408	0.941	460000000 0	2,530,500	
0.008	1.140	0.059	-4.550	74.446	0.941	460000000 0	2,987,010	
0.008	0.801	0.049	-1.075	74.446	0.941	460000000 0	2,986,010	
0.008	1.120	0.049	-4.550	75.628	0.571	460000000 0	2,986,010	
0.008	1.120	0.049	-1.075	50.812	0.951	460000000 0	2,530,500	
0.008	1.120	0.049	-1.075	50.812	0.951	460000000 0	2,987,010	
0.008	1.020	0.049	-2.31	112.260	0.571	460000000 0	4,923,767	

2019

2020

المنصور للصناعات الدوائية								2015
المتغير التابع				المتغير المستقل				
Y3 (ربحية السهم)	Y4 (M/B)	معدل دوران الاسهم) Y2	عائد السهم (التغير) Y1	نسبة السعر الى عائد (السهم) X4	(مقسوم الأرباح) X3	(القيمة السوقية) X2	(الأسهم المتداولة) X1	
0.035	0.800	1.659	-4.762	22.679	0.712	517500000 0	107,334,949	

0.009	0.690	1.394	1.471	265.872	0.661	446300000 1	90,164,499	
0.009	0.690	1.394	1.471	992.422	0.584	446089000 1	90,164,499	
0.009	0.690	1.394	1.471	265.872	0.584	446300000 1	90,164,499	
0.017	0.591	1.532	-11.658	489.345	0.663	524000000 0	99,118,418	
0.017	0.660	1.975	-11.658	466.043	0.554	426900000 1	157,880,046	
0.017	0.670	1.274	1.515	430.507	0.563	433400000 0	82,449,262	
0.017	0.630	0.564	-5.970	466.043	0.531	407500000 1	36,512,726	
0.017	0.630	1.340	4.198	466.043	0.531	407500000 1	86,710,934	
0.017	0.640	1.502	1.587	448.566	0.540	455305000 0	97,144,640	
0.030	0.640	1.796	5.198	-227.623	0.675	456305000 0	116,194,097	2019
0.030	0.630	1.615	-1.563	-207.349	0.675	456705000 0	104,455,632	
0.001	0.640	3.566	1.587	-230.387	0.597	414000000 0	230,709,119	
0.007	0.660	0.709	3.125	1009.530	0.613	426900000 1	45,868,796	
0.007	0.670	1.241	1.515	1156.754	0.622	435305000 0	80,257,090	
0.007	0.720	0.561	7.463	-122.769	0.669	398305000 0	36,320,480	
0.011	0.740	1.472	2.778	712.543	0.693	399305000 0	95,210,303	
0.022	0.770	0.491	4.054	715.165	0.722	498100000 0	31,745,070	
0.022	0.727	1.595	15.584	716.040	0.834	395305000 0	103,175,848	
0.022	0.711	3.310	3.371	708.171	0.695	395305000 0	214,129,834	
0.011	0.760	2.041	9.910	705.548	0.675	490500000 0	191,549,258	
0.011	0.712	2.038	-15.179	756.257	0.453	473050000 0	131,869,146	
-0.009	0.713	1.905	9.985	-120.769	0.690	515500000 0	196,349,258	
-0.009	0.811	2.251	-0.794	-120.769	0.690	511500000 0	111,958,610	
-0.009	0.717	4.252	-4.000	-708.429	0.453	498500000 0	275,059,256	
0.001	0.791	0.002	-13.333	-175.523	0.621	473050000 0	150,000	2020
0.001	0.795	2.850	9.885	-231.492	0.610	520500000 0	184,360,222	
0.031	0.798	1.627	0.000	-230.498	0.611	377200000 0	105,266,514	
0.049	0.861	1.569	-3.937	141.805	0.611	497500000 0	101,489,085	
0.049	0.791	1.379	-2.459	142.620	0.757	377200000 0	89,200,731	
0.028	0.795	1.976	-3.361	140.378	0.751	493200000 0	127,820,000	
0.028	0.797	3.112	-7.826	141.805	0.610	473050000 0	201,330,849	
0.028	0.811	1.182	9.935	141.805	0.752	510500000 0	196,161,258	
0.028	0.811	2.899	-2.055	148.936	0.762	510500000 0	187,565,610	

الخياطة الحديثة

المتغير التابع				المتغير المستقل				
Y3 (ربحية السهم)	Y4 (M/B)	معدل دوران الاسهم (Y2)	عائد السهم (التغير) Y1	نسبة السعر الى عائد (السهم) X4	(مقسوم الأرباح) X3	(القيمة السوقية) X2	(الاسهم المتداولة) X1	
-0.031	3.000	0.860	-14.286	-1.984	2.921	270000000 0	7,735,864	2015
-0.031	2.880	0.891	-4.000	80.435	2.804	197000000	8,017,580	
-0.031	3.160	1.257	9.722	-1.984	3.077	284400000 0	11,316,009	
0.120	3.290	0.445	4.114	27.346	3.199	2961000000	4,005,608	
0.120	3.100	2.205	-5.775	25.767	3.015	279000000 0	19,841,614	
0.120	3.200	0.500	3.226	26.598	3.112	288000000 0	4,499,604	
-0.003	0.310	0.204	-3.125	50.543	0.301	279000000	1,831,774	
-0.003	2.900	1.306	-6.452	50.543	2.817	2610000000	11,751,372	
-0.003	0.460	0.728	-12.069	50.633	2.477	229500000 0	6,552,321	
0.151	0.460	0.534	1.961	-9.991	2.531	2600000000	5,344,466	
0.139	3.000	1.045	15.385	-11.528	2.921	3000000000	10,454,622	
0.151	2.800	0.178	-6.667	-10.760	2.726	280000000 0	1,778,335	
-0.085	2.900	1.105	3.571	50.435	2.780	290000000 0	11,054,999	2016
-0.085	2.570	1.453	-11.379	10.435	2.464	257000000 0	14,528,352	
-0.085	2.500	1.461	-2.724	20.435	2.396	197400000	14,609,005	
0.051	2.350	0.292	-6.000	101.535	2.253	235000000 0	2,920,297	
0.051	2.250	0.410	-4.255	89.706	2.157	2250000000	4,099,154	
0.051	3.400	1.256	-11.133	86.748	3.259	340000000 0	12,562,478	
0.209	3.210	0.593	-5.588	20.818	3.073	321000000 0	5,928,223	
0.209	2.720	1.213	-15.265	20.818	2.603	272000000 0	12,131,876	
0.209	3.030	1.287	11.397	27.646	2.900	303000000 0	12,871,627	
0.209	3.100	1.980	2.310	27.789	2.967	310000000 0	19,800,517	
0.209	4.050	1.531	-11.133	22.203	3.877	405000000 0	15,309,513	
0.209	4.140	1.360	2.222	30.320	3.963	414000000 0	13,597,427	
0.160	4.400	1.530	6.280	38.195	4.179	440000000 0	14,696,324	2017
0.014	4.220	1.630	-4.091	36.388	4.008	422000000 0	14,946,324	
0.160	4.200	1.130	-0.474	34.269	3.989	420000000 0	14,946,324	
0.015	4.200	0.152	-2.381	-1.934	3.990	420000000 0	9,751,372	
0.015	4.000	0.560	-2.439	-1.514	3.800	400000000 0	5,595,034	
0.015	2.990	0.758	-25.250	66.498	2.840	299000000 0	7,577,568	
0.124	2.800	0.300	-6.355	41.982	2.655	280000000 0	3,001,377	
0.124	4.000	1.181	-11.003	41.901	3.793	400000000 0	11,809,579	
0.124	3.300	0.237	-17.500	41.174	3.129	330000000 0	2,368,173	
0.151	5.150	1.130	-11.013	11.386	4.880	515000000 0	16,946,324	
0.151	4.900	2.590	-4.854	12.083	4.643	490000000 0	9,987,151	

0.150	6.680	1.031	0.451	48.710	5.824	668000000 0	10,313,416
-------	-------	-------	-------	--------	-------	----------------	------------

العراقية للسجاد والمفروشات							
المتغير التابع				المتغير المستقل			
Y3 (ربحية السهم)	Y4 (M/B)	معدل دوران الاسهم (Y2)	عائد السهم (التغير) Y1 (	نسبة السعر الى عائد (X4 (السهم)	(مقسوم الأرباح) X3	(القيمة السوقية) X2	(الاسهم المتداولة) X1
0.093	4.100	0.650	-3.529	44.232	1.550	310000000 0	1,101,109
0.301	6.681	0.579	-7.317	40.996	1.437	2913000000	2,895,590
0.093	5.520	0.696	3.947	42.614	1.494	330000000 0	3,478,254
0.235	3.950	1.082	0.000	16.780	1.616	3303000000	5,408,904
0.235	4.000	0.025	1.266	16.993	1.636	310000000 0	125,386
0.235	3.650	0.074	-8.750	15.506	1.493	291300000 0	368,647
0.252	6.409	0.156	-6.849	53.388	1.391	3340000000	779,788
0.263	5.356	0.765	2.941	54.958	1.616	3300000000	3,824,937
0.257	4.000	0.945	14.286	28.523	1.636	320000000 0	4,722,707
0.375	3.900	0.664	-2.500	28.046	1.571	3307000000	3,322,133
0.376	4.100	0.915	5.128	29.546	1.652	3210000000	6,100,353
0.375	4.280	0.964	4.390	27.546	1.724	321300000 0	10,141,934
0.164	6.611	0.070	9.154	41.249	1.495	291100000 0	4,248,287
0.164	4.750	0.391	9.164	41.677	1.632	321300000 0	1,953,989
0.164	4.750	0.597	2.469	32.388	1.672	207500000 0	2,983,544
0.164	4.550	0.087	9.639	31.471	1.833	227500000 0	435,424
0.164	4.760	0.064	-5.495	27.805	1.732	3616000000	4,328,287
0.164	4.400	0.098	2.326	26.888	1.773	361300000 0	490,840
0.369	4.700	1.182	6.818	31.546	1.893	235000000 0	5,908,339
0.369	4.500	1.612	-4.255	31.546	1.813	225000000 0	5,108,287
0.369	4.550	1.602	1.111	15.676	1.833	291300000 0	5,198,287
0.369	5.100	1.334	12.088	15.757	2.201	291300000 0	6,669,002
0.369	5.000	1.138	-1.961	12.589	2.158	250000000 0	5,690,845
0.369	5.150	0.516	3.000	17.192	2.223	257500000 0	2,578,012
0.058	6.000	1.672	9.654	39.835	2.573	300000000 0	5,198,287
0.058	7.960	0.650	9.654	39.935	2.152	398000000 0	9,182,133
0.058	6.175	1.979	-3.894	39.135	2.154	382500000 0	6,102,353
0.482	7.650	1.197	4.575	31.246	2.017	382500000 0	5,986,744
0.482	6.165	0.688	0.750	10.968	2.125	403000000 0	3,441,792
0.482	6.165	0.607	-1.365	10.781	2.096	397500000 0	3,035,087
0.502	6.275	0.469	-3.145	31.246	2.157	385000000 0	2,347,017
0.502	6.175	0.367	-9.091	31.246	2.154	350000000 0	1,832,586

0.502	7.100	0.872	1.429	32.246	2.162	355000000 0	4,357,897	
0.387	6.275	1.258	9.354	32.246	1.963	411500000 0	6,291,954	
0.387	6.275	1.099	0.000	32.246	1.963	411500000 0	5,493,121	
0.387	8.100	0.246	-1.580	21.050	1.932	405000000 0	1,230,316	
0.252	8.000	1.307	-1.235	39.435	1.908	400000000 0	6,533,353	2018
0.253	8.050	0.767	0.625	21.254	1.920	402500000 0	3,835,750	
0.262	8.110	1.929	0.745	21.724	1.934	405500000 0	6,133,353	
0.301	8.000	0.750	-1.356	28.546	1.908	400000000 0	2,641,536	
0.301	6.175	0.396	-1.875	21.854	1.872	392500000 0	1,980,544	
0.301	7.700	0.676	-1.911	28.546	1.836	385000000 0	3,378,976	
0.311	6.135	0.672	-2.597	38.435	2.152	375000000 0	3,361,967	
0.305	7.400	1.708	-1.333	38.435	2.151	370000000 0	8,539,408	
0.310	6.205	1.592	-0.676	38.004	2.151	367500000 0	7,959,521	
0.422	7.100	0.750	-3.401	37.435	1.652	355000000 0	5,298,287	
0.432	7.250	1.100	2.113	37.835	1.687	362500000 0	5,498,287	
0.412	7.980	0.897	10.069	37.735	1.856	399000000 0	4,486,884	
0.466	5.506	1.399	4.010	15.905	1.931	415000000 0	6,995,734	
0.466	7.900	0.374	-4.819	21.254	1.838	395000000 0	1,870,877	
0.466	7.960	0.599	0.759	16.098	1.852	398000000 0	2,993,194	
0.476	8.110	0.750	1.884	21.254	1.887	405500000 0	2,802,944	
0.476	8.340	0.475	2.836	17.315	1.940	417000000 0	2,377,069	
0.476	7.700	1.055	-7.674	16.790	1.791	385000000 0	5,277,481	
0.659	5.506	0.650	3.896	12.361	2.163	400000000 0	3,248,038	2019
0.659	8.100	0.261	1.250	12.406	2.190	405000000 0	1,303,803	
0.659	5.516	1.107	4.938	12.421	2.298	425000000 0	5,533,443	
0.659	5.456	0.937	-3.529	12.285	1.631	410000000 0	4,228,287	
0.659	5.556	0.947	4.878	22.814	1.711	430000000 0	4,028,287	
0.589	5.556	0.250	2.907	13.119	1.760	442500000 0	9,922,133	
0.707	6.921	1.085	1.695	31.946	1.790	450000000 0	5,426,001	
0.707	6.981	0.359	5.556	21.654	1.890	475000000 0	1,797,000	
0.707	6.509	0.655	6.316	21.654	2.009	330000000 0	3,273,000	2020
0.887	9.120	0.660	8.854	37.014	1.814	456000000 0	6,143,353	
0.331	5.456	1.319	5.263	28.546	1.909	480000000 0	6,594,518	
0.331	9.100	0.386	-5.208	7.848	1.810	455000000 0	1,927,985	
0.412	6.961	0.640	1.648	21.254	2.115	462500000 0	176,778	
0.412	9.400	0.241	1.622	7.893	2.149	470000000 0	1,206,287	

0.412	6.681	0.965	5.319	7.769	2.264	495000000	5,200,287
0.152	9.350	0.582	-5.556	28.596	1.794	467500000	2,911,076
0.152	6.671	1.496	4.278	45.666	1.790	487500000	7,478,410
0.152	6.509	0.975	2.564	47.962	1.791	330000000	5,228,287

اسياسيل للاتصالات							
المتغير التابع				المتغير المستقل			
Y4 (ربحية السهم)	Y3 (M/B)	معدل دوران (Y2) الاسهم	عائد السهم (التغير) Y1 (	نسبة السعر الى عائد (X4) السهم	(مقسوم الأرباح) X3	(القيمة السوقية) X2	(الأسهم المتداولة) X1
0.064	11.500	0.025	-4.762	110.120	1.640	1.4415E+12	100257936
0.064	9.150	0.007	-2.222	143.470	1.305	1.4415E+12	85390958.28
0.064	6.400	0.029	-2.222	110.120	1.711	1.4415E+12	115050934
0.015	11.090	0.025	-7.583	51.580	1.578	1.17103E+12	100257936
0.015	10.000	0.044	-9.829	51.580	1.423	1.19683E+12	118511047
0.015	7.880	0.027	-4.822	78.180	1.121	1.0925E+12	72124756
0.096	6.533	0.032	-4.822	78.180	1.051	1.0925E+12	98407205
0.096	6.750	0.024	-10.000	70.360	1.086	1.0925E+12	73746499
0.096	6.600	0.059	-2.222	96.190	0.510	1.0925E+12	182166282
0.056	6.760	0.032	2.424	121.690	0.510	6.64513E+11	100257936
0.056	7.810	0.029	2.424	110.120	1.255	6.83091E+11	90202959
0.056	7.160	0.020	-8.323	128.890	1.150	4.54104E+11	62584226
0.110	6.750	0.017	-5.73	68.790	1.078	2.0925E+12	53368883
0.110	6.820	0.025	1.04	96.190	1.089	2.1142E+12	25762931
0.110	5.300	0.016	0.52	70.360	0.847	1.643E+12	49597443
0.047	6.440	0.023	-2.83	108.870	0.816	1.5965E+12	71747447
0.047	6.400	0.023	-4.76	96.190	0.721	1.4105E+12	53368883
0.047	6.400	0.016	-3.30	93.020	0.698	1.364E+12	85390958.28
0.110	4.360	0.032	-0.91	68.790	0.690	1.3516E+12	100257936
0.110	4.360	0.032	-0.93	68.790	0.690	1.3516E+12	100257936
0.110	5.790	0.038	-2.83	81.000	0.917	1.7949E+12	116618158
0.120	5.820	0.025	0.52	41.200	0.921	1.8042E+12	78220485
0.120	4.650	0.038	0.52	80.120	0.736	1.4415E+12	90202959
0.120	6.350	0.028	0.96	86.980	1.005	1.9685E+12	90202959
0.006	6.130	0.029	-3.465	110.120	1.009	1.9003E+12	63119058
0.120	5.840	0.014	-4.731	86.980	0.510	1.8104E+12	51270309.63
0.120	5.400	0.029	-7.534	40.700	0.889	1.674E+12	51270309.63
0.028	5.500	0.007	1.852	67.730	0.901	1.705E+12	20614170
0.028	5.290	0.011	-3.818	82.260	0.867	1.6399E+12	35647278
0.028	5.200	0.018	-1.701	67.730	0.852	1.612E+12	56795378
0.090	5.200	0.025	0.000	82.260	0.847	1.612E+12	85390958.28
0.037	5.190	0.010	-0.192	82.260	0.845	1.6089E+12	32329628

نبذة عن شركات عينة الدراسة

اسم الشركة	الرمز المختصر	عنوان الشركة	تاريخ التأسيس	راس مال عند التأسيس	رأس مال الحالي
المصرفي					
المصرف التجاري العراقي	BCOI	بغداد/حي السعدون	1992/2/11	(150) مليون دينار عراقي	4,000,000000
مصرف بغداد	BBOB	بغداد/كرادة مسيح	1992/2/18	(100) مليون دينار عراقي	5280000000
المصرف العراقي الاسلامي	BIIB	بغداد /المنصور/ شارع 14 رمضان	1992/2/19	(126) مليون عراقي	260000000000
مصرف الشرق الاوسط	BIME	بغداد / حي بابل / عرصات الهندية	1993/7/7	(400) مليون دينار عراقي	250000000000
مصرف الاستثمار العراقي	BIBI	بغداد/ حي الوحدة/ مقابل مستشفى العلوية الاهلي	1993/7/13	(100) مليون دينار عراقي	250000000000
التأمين					
الأمين للتأمين	NAME	بغداد/المسبح/ بناية مصرف بغداد الطابق الخامس	2000/7/31	(150) مليون عراقي	3410000000
دار السلام للتأمين	NDSA	بغداد/ شارع السعدون/ فرع مطعم الديوان	2000/6/11	(300) مليون عراقي	3509000000
الصناعة					
المنصور للصناعات الدوائية	IMAP	بغداد/ أبو غريب/ قرب مصنع الحليب	1989/4/19	(8) مليون دينار عراقي	6469267350
الخيطة الحديثة	IMOS	بغداد/ الوزيرية	1989/2/14	(6) مليون دينار عراقي	1000000000
العراقية للسجاد والمفروشات	IITC	المنطقة الصناعية/ الداودي/ حي الحمراء	1989/5/10	(5) مليون دينار عراقي	500000000

الاتصالات					
310000000000	(1) مليون دينار عراقي	2007/7/25	العراق / السليمانية / شارع سالم	TASC	اسياسيل للاتصالات

Abstract:

This study aims to show the impact of the tendencies of common stock investors on the efficiency of the financial market. The problem of the study emerges from the existence of an intellectual debate in determining the behavioral factors and their impact on the efficiency of the financial market through expectations that take different forms that vary between optimistic, pessimistic and rational, which may have a different impact on market efficiency or may not have an impact and this is related to the extent of homogeneity or lack of Jans these beliefs and then their impact on the prices and returns of traded stocks. The importance of the study comes from the importance of the study variables, the independent variable of the study was the tendencies of ordinary stock investors and the approved is the efficiency of the financial market, and the study community was the Iraq Stock Exchange and the study sample is a group of companies listed in the Iraq Stock Exchange, which are 11 companies for the period 2015–2020 The monthly data of these companies, and the statistical tools represented by multiple regression, sequential correlation, AR1 model and using the random walk model were used to analyze the relationship between the variables and to test the efficiency of the Iraqi market. The results of this study show that there is a correlation relationship for some indicators of the independent variable with the dependent variable, and there is an influence relationship for some indicators of the independent variable with the dependent, and that the Iraqi Stock Exchange is inefficient and that the efficiency in some tests is in the weak form of efficiency. The most important recommendations of this study were the necessity to study the correlations and relationships between the indicators related to the tendencies of common stock investors and the efficiency of the financial market and follow up on their impact and the reflection of this effect on the volume of trades and fluctuations in prices, returns, interest rates and other environmental and economic factors.

Keywords: investor sentiment, financial market efficiency and stock.

Republic of Iraq

Ministry of Higher Education and Scientific Research

University of Babylon/ College of Graduate Studies



The effect of stock investors' sentiments in the efficiency of the financial market

Analytical study in the Iraq Stock Exchange

**A Research submitted to the Council of the College of Administration and
Economics at the University of Babylon**

**It is part of the requirements for obtaining a master's degree in industrial
management**

By the student

Ameer Obaid Dakheel

Supervised by

Dr. Asaad Munshid Mohammed

Dr. Mahdi Atiyah Mohi

2022

1443