

## مشاعر ثقة المستثمرين وعائدات الاستثمار بالأسهم العادية

أ.د. ميثم ربيع هادي م.د. علي احمد فارس م.م. هبة الله مصطفى السيد علي

كلية الادارة و الاقتصاد /جامعة كربلاء

## المخلص

ان التفاؤل او التشاؤم (Optimism or Pessimism) من لدن المستثمرين لا سيما بعائدات الاسهم يعد من المحددات السلوكية المهمة في أداء الاستثمار في أسواق الاسهم. والتساؤل المطروح هو هل ان مؤشر ثقة المستهلك، بوصفه ممثلاً لمشاعر المستثمرين ، يؤثر في عائدات الأسهم العادية. فالدلائل التجريبية الاخيرة في الاسواق المالية الامريكية تشير الى أن مشاعر المستثمرين ترتبط بعلاقة عكسية مع العائدات الكلية للاسهم. فحينما تكون مشاعر الثقة عالية فان عائدات الاسهم تكون منخفضة والعكس صحيح. ومن جانب اخر، هل تتغير هذه المشاعر بتغير القطاعات المختلفة المكونة لأسواق الأسهم؟ وهل ان هذه العلاقة تختلف باختلاف البلد الذي يتداول في اسواقه المستثمرين؟

باستعمال عدد من الاساليب المالية والاحصائية وتطبيقها على بيانات اسعار الاغلاق الشهرية لمؤشرات مجموعة من الاسواق المالية العربية لمدة سبع سنوات توصلت الدراسة لعدد من الاستنتاجات من أهمها وجود علاقة تأثير موجبة معنوية بين مشاعر ثقة المستثمر وعائدات الاستثمار بالأسهم العادية في أغلب الاسواق المالية العربية. وخرجت الدراسة بعدد من التوصيات اهمها ضرورة زيادة الوعي الاستثماري للمتعاملين في الاسواق المالية بوجوب عدم تأثرهم بالعوامل النفسية المتعلقة بمشاعرهم والتي تترك اثاراً سلبية في مجمل النشاط التداولي في السوق وبما يخالف الافتراضات العقلانية لنظرية الاسواق الكفوءة.

## Abstract

Investors' optimism and pessimism about stock returns is considered as one of the important behavioral determinants of the investment performance of stock markets. The question to be answered is whether a consumer confidence index, as a representative

of investor feelings, effect on the common stock returns. In recent empirical evidence in the US financial markets indicate that the investor sentiment associated with an negative relationship with the total return of shares. When confidence feelings is high, the stock returns are low, and vice versa. On the other hand, do these feelings change with the different sectors consisting of equity markets? Does this relationship vary depending on the country in which investors trading in its markets?

Using a number of financial and statistical methods and their application to the monthly close values of indexes for a group of Arab financial markets for a period of seven years, the study found a number of conclusions, the most important among them there is a positive and significant effect relationship between feelings of investor confidence and investment returns of common stocks in most of the Arab financial markets.

The study came up with a number of recommendations including the need to increase investment awareness for clients in the financial markets, and they must not be influenced by psychological factors related to their feelings, which have a negative implications for the entire trading activity in the market and in contravention of the rationality assumptions of the theory of efficient markets.

## 1. المقدمة

مرّ تاريخ سوق الاسهم بالعديد من الازمات والاختناقات منذ أزمة عام 1929 وحتى الازمة المالية العالمية الاخيرة عام 2008, وجميع هذه الاحداث الكبيرة تشير الى مستويات عالية من التغيرات في اسعار الاسهم دون ان يكون هناك مبرر يمكن اعتماده من لدن نماذج المالية التقليدية لتفسير هذه التغيرات.

ولكن العلوم المالية تطورت بشكل كبير خلال العقود الاخيرة الماضية، وأدرك الكثير من الباحثين أن أسعار الأسهم ليست ناجمة فقط عن الاساسيات العقلانية انما يرتبط جانب كبير منها بمشاعر المستثمرين، وما يشاهد اليوم من فقاعات مالية في اسواق

الأوراق المالية والتقلبات المفرطة في أسعار الموجودات المالية يشهد على هذه الحقيقة. وبناء على ذلك، يمكن فهم تقلبات أسعار الأسهم بتحليل عقلية المشاركين في السوق، وذلك يعني ان علم المالية الحديث توغل في دراسة نفسية المستثمرين ونتج عن ذلك دراسة أثر المشاعر في أسعار ومن ثم على تغيرات وعائدات الأسهم في السوق.

ان مشاعر الثقة التي ترتبط بالتفاؤل والتشاؤم عند المستثمرين قد تلعب دورا اساسيا في التغيرات غير المفهومة في اسعار الاسهم.

تسعى هذه الدراسة لبيان تأثير مشاعر ثقة المستثمر في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية واختبار ذلك تجريبيا" على مجموعة من الاسواق العربية بغية تعزيز كفاءتها. وقد تطلب ذلك تقسيم الدراسة الى عدة اجزاء، خصص الاول للمنهجية بينما استعرض الثاني الجانب النظري في حين اهتم الجزء الثالث بالجانب التطبيقي واختتمت الدراسة بأهم الاستنتاجات والتوصيات.

## 2. منهجية الدراسة

### 1.2 مشكلة الدراسة

ظهرت العديد من العوامل السلوكية التي تؤثر بوضوح في تحديد أسعار الأسهم وقرارات البيع والشراء. ولعل مشاعر الثقة المتعلقة بالتفاؤل والتشاؤم عن الظروف العامة في البلد من أهم هذه العوامل. فقد تتأثر عائدات الاسهم في الاسواق المالية بحالات ترتبط بمدى تفاؤل او تشاؤم المستثمرين ومن ثم فإن هذه المشاعر يمكن ان تؤثر في سلوكهم وهذا يؤدي بدوره إلى الاضرار بكفاءة السوق وهي مشكلة خطيرة بحد ذاتها بالنسبة لأسواق الأسهم، وذلك لان تأثيرها لا يقتصر فقط على ربح او خسارة المستثمر على المستوى الفردي فحسب إنما تمتد لتؤثر في ثقة المستثمرين في السوق ككل. ومن هنا انبثقت مشكلة الدراسة والتي يمكن تلخيصها بالتساولين الرئيسيين الآتيين :

1. هل تؤثر مشاعر ثقة المستثمر في عائدات الاستثمار بالاسهم العادية؟

2. هل إن العلاقة بين مشاعر ثقة المستثمر وعائدات الاستثمار بالأسهم العادية تختلف باختلاف البلد؟

ويتفرع من هذا التساؤل الرئيس خمس تساؤلات فرعية وكالاتي:

1.2 هل لمشاعر ثقة المستثمر في الاردن تأثير في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية ؟

2.2 هل لمشاعر ثقة المستثمر في الجزائر تأثير في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية ؟

3.2 هل لمشاعر ثقة المستثمر في مصر تأثير في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية ؟

4.2 هل لمشاعر ثقة المستثمر في الامارات تأثير في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية؟

5.2 هل لمشاعر ثقة المستثمر في قطر تأثير في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية؟

## 2.2 فرضيات الدراسة: بضوء المشكلة فأن للدراسة فرضيتين رئيسيتين وكالاتي:

الفرضية الرئيسية الاولى : ليس لمشاعر ثقة المستثمر تأثير في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية .

الفرضية الرئيسية الثانية : لا تختلف العلاقة بين مشاعر ثقة المستثمر وعائدات الاستثمار بالأسهم العادية باختلاف البلد. وتتفرع

من هذه الفرضية عدة فرضيات :

الفرضية الفرعية الاولى: ليس لمشاعر ثقة المستثمر في الاردن تأثير في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية.

الفرضية الفرعية الثانية: ليس لمشاعر ثقة المستثمر في الجزائر تأثير في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية.

الفرضية الفرعية الثالثة: ليس لمشاعر ثقة المستثمر في مصر تأثير في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية.

الفرضية الفرعية الرابعة : ليس لمشاعر ثقة المستثمر في الامارات تأثير في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية.

الفرضية الفرعية الخامسة : ليس لمشاعر ثقة المستثمر في قطر تأثير في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية.

## 3.2 أهداف الدراسة:

1. الاستعراض والنقاش المعرفي التحليلي لتأثير مشاعر ثقة المستثمر في عائدات قراراتهم الاستثمارية بالأسهم العادية

المدرجة في الأسواق المالية المنظمة.

2. الاختبار التجريبي المقارن للعلاقة بين هذين المتغيرين في الاسواق الاردنية والاسواق الجزائرية والاسواق المصرية

والاسواق الامارنية واخيراً الاسواق القطرية .

3. بيان اي من مشاعر ثقة المستمر لهذه الاسواق هي الاكثر تأثيراً في عائدات الاستثمار بالأسهم لكل الاسواق.

## 4.2 أهمية الدراسة:

تلعب الأسواق المالية دوراً حاسماً في اقتصاديات البلدان المتطورة والنامية على حد سواء. وأي مؤثر في هذه الأسواق يعد

مؤثراً مهماً على اقتصاد البلدان . لذلك فأن دراسة مشاعر المستثمرين والعوامل التي تؤثر في المزاج يعد من الضروريات

لفهم سلوكيات المستثمرين في اسواق الاسهم, ومن ثم إمكانية فهم وتفسير والتنبؤ بعائدات هذه الأسهم. ومن هنا تكمن اهمية هذه الدراسة في انها تحاول إظهار مدى تأثير مشاعر ثقة المستثمر في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية في الاسواق المالية.

## 5.2 مجتمع وعينة الدراسة:

تسعى الدراسة في جانبها التطبيقي الى دراسة تأثير مشاعر ثقة المستثمر للدول (الاردن والجزائر ومصر والامارات وقطر) في عائدات الاستثمار بالأسهم العادية المدرجة في أسواقها. لذا فإن مجتمعه يتمثل بالأسواق المالية العربية عامة بينما انحصرت العينة قصدياً "بأسواق الدول المذكورة وذلك لتوفر البيانات المطلوبة لتحقيق غايات الدراسة في هذه الدول فقط.

## 6.2 بيانات ومدة الدراسة :

بغية تحقيق أهداف الدراسة فقد تم الاستعانة بالبيانات والمدد الآتية:

1. مؤشر ثقة المستهلك للدول (الاردن والجزائر ومصر والامارات وقطر) طوال المدة 28\02\2007 ولغاية 31\08\2014. وقد تم الحصول على هذه البيانات من استطلاع بيت. كوم لمؤشر ثقة المستهلك في الشرق الاوسط. وطالما ان الدراسة تستهدف بيان تأثير مشاعر الثقة للمتعاملين في اسواق مال هذه الدول فقد استعين بالبيانات الفصلية لهذا المؤشر.
2. قيم الإغلاق لمؤشرات اسواق مال الدول المذكورة للمدة من 28\02\2007 ولغاية 31\08\2014 والتي تناظر توقيتات مؤشر الثقة المذكور آنفاً. وتم الحصول على هذه البيانات من قواعد بيانات هذه الاسواق المالية.

## 7.2 أساليب وإجراءات الدراسة :

تهتم الدراسة بتفحص وتحليل العلاقة بين كل مشاعر ثقة المستثمر مقاسة بمؤشر ثقة المستهلك وبين مؤشرات أسواق الاسهم للبلدان عينة الدراسة. وقد تم استخدام الاساليب الاحصائية لقياس وتحليل العلاقة بين المتغيرات السابقة والتي تتضمن:

### 1- معامل الارتباط

2- معادلة الانحدار الخطي البسيط

3- معامل التحديد

4- مستوى المعنوية

### 3. مشاعر ثقة المستثمر وعائدات الاستثمار بالاسهم :

تغطية معرفية حاولت العديد من الدراسات الاكاديمية الحالية بيان اثر مشاعر ثقة المستثمر في عائدات الاسهم. وقد وثقت العديد من البحوث ارتباط قوي بين المتغيرين في كل السلاسل الزمنية والمقطعية. وقد قدرت هذه البحوث الانحدار المتوقع بالمعادلة الاتية (Schmeling,2008:2):

$$r_t = \alpha + \beta \cdot \text{Sentiment}_t + n$$

اذ ان  $r_t$  هي العائد الكلي لسوق الاسهم او محفظة (الكلفة الصفرية) عند الوقت  $t$  وان  $\text{Sentiment}$  هي المعبر عن مشاعر المستثمر. النتائج الاجمالية لسوق الاسهم الامريكية اظهرت معامل  $\beta$  سالب ومعنوي احصائيا واقتصاديا. لذلك حينما يرتفع تفاؤل المستثمر فانه عادة مايكون متبوعا" بانخفاض عائدات السوق اجمالا"(Brown & Cliff:2007:4). ولعل العامل الاكثر تاثيرا" في الشركات يكمن في صعوبة التسعير ومن ثم صعوبة المراجعة (Baker&wargler:2007:130); (Lemmon&Ni:2010:3). كما ان هناك ادلة على ان اثار مشاعر الثقة للمستثمر تركز في النتائج المقطعية لسوق اسهم الولايات المتحدة مثل اسهم القيمة مقابل اسهم النمو او الاسهم الكبيرة مقابل الاسهم الصغيرة. ويمكن القول ان المشاعر لا تلعب أي دور في الاطار الكلاسيكي للنظرية المالية والتي ترى بان اسعار الاسهم تعكس القيمة المخصصة للتدفقات النقدية المتوقعة وان اللاعقلانية لدى المشاركين في السوق يزيلها المراجعون. اما المدخل السلوكي فيرى ان موجات المشاعر اللاعقلانية مثل التوقعات المتفائلة والمتشائمة يمكن ان تستمر وتؤثر في اسعار الموجودات لمدد طويلة من الزمن.

ان خطأ التسعير الناتج عن المشاعر يعتمد على كل من صدمات الطلب المجهولة وحدود المراجعة. فبالنسبة للعنصر الاول فان المشاعر قد يستمر مفعولها طويلا لذلك فان صدمات الطلب للمتداولين غير المحترفين قد تتراكم مع بعضها البعض وتتفاقم مع الوقت لتفضي الى خطأ تسعيري قوي ومستمر (Stambaugh,et.al.,2012:304). اما حدود المراجعة فتمنع المتداولين المحترفين من الافادة ومن ثم ازالة هذه الحالة لانه من غير الواضح طول المدى لاستمرارية

ضغوط البيع والشراء من المتداولين غير المحترفين المتفائلين والمتشائمين. وما دام كل خطأ في التسعير ينبغي ان يصحح في نهاية المطاف لذلك يستلزم غالباً ان تكون المستويات العالية من تفاؤل المستثمرين متبوعة بعائدات منخفضة والعكس بالعكس.

لقد اظهر (Brown & Cliff,2004:2) بان هناك علاقة عكسية بين مشاعر ثقة المستهلك والعائدات على مستوى السوق الامريكي ككل. وهناك دليل قدمه (Baker & Wargler:2007:131) بان المشاعر تؤثر في العائدات المقطعية التي تعود لانماط استثمارية مختلفة مثل اسهم القيمة مقابل اسهم النمو او الاسهم الكبيرة مقابل الاسهم الصغيرة.

وهذا ناتج من الحقيقة التي تقول ان اسهم النمو او الاسهم الصغيرة يصعب المراجعة بها مقارنة باسهم القيمة او الكبيرة والتي بها تاريخ مستقر من الايرادات. وقد توصلوا الى ان اثر المشاعر يكون اقوى للاسهم التي تتصف بوحدة من المعايير الاتية على الاقل (حديثاً او صغيرة او غير مربحة او لها نمو عالي او اسهم الشركات التي لا تدفع مقسوم).

اما (Kumar:2008:109) فقد اظهر ان المستثمرين الصغار والذين هم عادة من غير المحترفين يميلون لإعطاء وزناً لاسهم القيمة اكبر من اسهم النمو وهذا يعد تغييراً في موازنة (الشراء-البيع) لهؤلاء المستثمرين مما يجعل الارتباط موجباً مع عائدات اسهم القيمة. وهذا يمثل مثال اولي لمخاطرة المتداولين غير المحترفين.

كما قدم (Barber, Odean, & Zhu: 2008) دليلاً مباشراً على المتداوليين غير المحترفين حينما درسوا عائدات الاسهم التي يتم التداول بها بكثافة من لدن المستثمرين في الولايات المتحدة. فقد اظهروا ان الاسهم التي تباع بكثافة من لدن المستثمرين يكون ادائها أفضل من الاسهم التي لا تشتري بكثافة بما يقارب 13.5% في العام الاحق. وقد وثقوا ايضا بان هناك سلوكاً قديماً قوياً بين المستثمرين الافراد لذلك فان فكرة التداول المترابط من لدن المستثمرين غير العقلاء تبدو انها من بسبب هذا التأثير في العائدات .

كما وجد (Hvidkjaer, 2008) نتائج مشابهة عند استخدام مدد زمنية تصل ثلاث سنوات وان اثر المشاعر يكون اقوى للاسهم التي يصعب تقييمها او يصعب المراجعة بها مثل اسهم النمو والاسهم الصغيرة (Ho & Hung,2008:3).

لقد اثار فكرة تاثير مشاعر المستهلك في اسعار الاسهم اهتمام الاقتصاديين لمدة طويلة. فمنذ طروحات كينز (Keynes,1936) اهتم الكثير من الكتاب بالحضور القوي لمشاعر المستثمرين. وكيف تسبب هذه المشاعر انحرافاً

كبيراً" عن القيم الأساسية للاسهم . والجدل التقليدي ضد اثر المشاعر يؤكد بان هذا الاثر سيزال من لدن المتداولين الانكفاء الذين يبحثون عن الارباح باستغلال فرص خطأ التسعير . فاذا لم يستطع المتداولون الانكفاء استغلال هذه الفرص بشكل تام فان اثر المشاعر سيصبح اكبر .

ويمكن البحث في وجود اثر المشاعر من خلال دمج مفهومين هما الظهور والانفرادية . فالمفهوم الاول يعني ان مشاعر المستثمر تشتمل على مكونات على مستوى السوق مع امكانية التأثير في أسعار العديد من الاوراق المالية بالوقت نفسه الاتجاه نفسه . اما المفهوم الآخر فيعني ان عوائق البيع القصير تلعب دوراً مهماً في تحديد قدرة المتداولين العقلاء على استغلال التسعير المبالغ فيه (Stambaugh, et. al.,2012:1).

وتعرف مشاعر المستثمر بانها اعتقاده عن التدفقات النقدية والمخاطرة الاستثمارية المستقبلية التي لا تبررها الحقائق والبيانات التي يمتلكها حالياً .

ان نموذج المالية التقليدية الذي يعد بان المستثمر العقلاني يقود اسعار السوق الاساسية دائماً الى مساواة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة يصعب عليه اليوم تفسير الكثير من الازمات المالية التي حدثت في الماضي وهذا ما قاد الباحثين في المالية السلوكية الى تقديم نموذجاً بديلاً يعتمد على افتراضين أساسيين ( Baker & Wargler, 2007: ) :129

الاول ظهر في دراسة (Delong,et.al.,1990) وهو ان المستثمرين يخضعون للمشاعر . والافتراض الآخر طرحه (Shleifer & Vishny, 1997) ويشير الى ان الافادة من المستثمرين غير العقلاء مكلفة وخطرة.

ان مدخل مشاعر المستثمر الذي يتبلور حالياً" يعتمد على الاقتصاد الكلي . فنقطة البداية في هذا المدخل هو الاعتراف بان نماذج الاقتصاد الجزئي تقود الى اشكال مختصرة ومتشابهة من البيانات بين مدة واخرى في علم النفس الواسع لذلك يصعب القول بصحة أي نموذج مفرد من هذه النماذج . فالمستثمرون والاسواق في الواقع اكثر تعقيداً من اختصارهم بمجموعة قليلة من التحيزات والتداولات الجزئية . اما المدخل الكلي فيركز على قياس المشاكل الاجمالية وتعقب اثارها في عائدات السوق والاسهم المنفردة .

الجدير بالذكر انه يصعب قياس مشاعر المستثمر بشكل مباشر. فقد تم استعمال العديد من المؤشرات والمقاربات كتعبير عن ثقة المستثمر، من هذه المؤشرات استطلاعات المستثمرين ومزاجهم وعائدات الصناديق المشتركة واجماليات التداول وغيرها. كما استخدم مؤشر ثقة المستهلكين كممثل لمدى تفاؤل المستثمرين او تشائمهم عن الاحداث المستقبلية المتوقعة. ومؤشر ثقة المستهلك هو مقياس لمدى الرفاهية الاقتصادية في البلد (Bayt.com, 2014:4) وهو انعكاس لمستويات رضا المستهلك والتوقعات المبينة على عوامل مختلفة من الاقتصاد مثل التضخم وتقلبات سوق الاوراق المالية ( Baker ) (Baker & Wargler :2007, 134).

وبشكل عام فان المؤشرات الاساس ومقاييس ثقة المستهلك يبدو انهما مترابطان واتجاه التأثير يدور من حركات سعر السهم الى ثقة المستهلك وليس العكس. هذا ما يراه (Jansen & Nahnis 2002:1). وبالرغم من هذا الدليل التجريبي عن السببية الا ان هناك ارتباطاً نظرياً منطقياً بين مؤشرات الاسهم وثقة المستهلك فضلاً عن ذلك فمن الممكن ان يعمل هذا الارتباط السببي لكلا الاتجاهين. واهم مقياسين لثقة المستهلك في الولايات المتحدة هما مؤشر ثقة المستهلك لمجلس ثقة المستهلك. والآخر هو مؤشر مشاعر المستهلك لجامعة ميشيگان، والذي يعد المقياس الاقدم وتركز عليه الكثير من البحوث العلمية (Christ & Bremmer,2003:1).

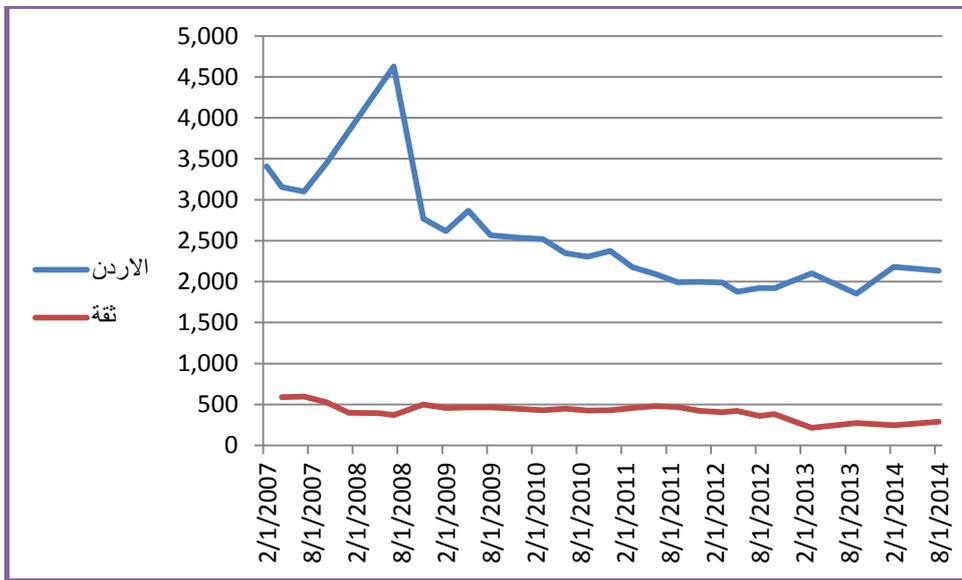
لقد اصبحت مؤشرات الثقة مصدراً مهماً للمعلومات لمالكي المنظمات وصناع السياسة ويتم الحصول على هذه المؤشرات من خلال استطلاعات تعطي دلائل على مشاعر المستهلكين والمنظمات استجابة للظروف الاقتصادية الحالية والمستقبلية. وهي مشاعر مرتبطة بالتنبؤ في التغيرات المستقبلية للنشاط الاقتصادي ومن ثم تساعد القطاعات العامة والخاصة لوضع استراتيجيات ملائمة لاجل تحقيق اهدافها. وتستعمل هذه المؤشرات من لدن صناع السياسة في المصارف المركزية والمؤسسات المالية وشركات التسويق وغيرها من المشاريع التجارية كوسيلة لتحديد التوقعات حول الاقتصاد. ويستند مقياس مؤشر ثقة المستهلك على مجموعة من الاسئلة يتم طرحها على المستهلكين تحول هذه الاسئلة الى ارقام ودرجات لتقييم الحالة الاقتصادية وفرص التوظيف ونوايا التوسع في الانفاق. ويتم من خلاله اختيار عدد من المستهلكين يمثلون البلد الذي يراد له حساب المؤشر (Sergent, et. al., 2011:7).

## 4. الجانب التطبيقي للدراسة :

غاية هذا الجزء من الدراسة هو الاختبار التجريبي لتأثير مشاعر ثقة المستثمر للدول (الاردن, الجزائر, مصر والامارات وقطر) في مؤشرات أسواق الأسهم لهذه الدول . ولتحقيق هذه الغاية فقد تم تقسيم هذا الجزء الى خمسة أجزاء فرعية. اهتم كل منها ببيان تأثير مشاعر ثقة المستثمر في البلد المعني في عائدات المؤشر العام لسوقه المالي عبر تحليل الانحدار بين المتغيرين.

## 1.4 اختبار وتحليل العلاقة بين مشاعر ثقة المستثمر الاردني ومؤشر سوق عمان للأوراق المالية

يعرض الشكل (1) بيانات متغيري (مؤشر الثقة الاردني) و (عائدات المؤشر العام لسوق الاردن) طوال مدة المعاينة.



الشكل (1)

مستوى مشاعر ثقة المستهلك و المؤشر العام لسوق عمان طوال مدة المعاينة

المصدر: من إعداد الباحثين استعمال برنامج الاكسل

وبالاستناد إلى هذه البيانات الفصلية فقد تم تحليل الانحدار بين المتغيرين والنتائج ظاهرة في الجدول (1).

الجدول (1)

نتائج تحليل العلاقة والاثار بين مؤشر ثقة المستثمر الاردني ومؤشر سوق عمان المالي

P-Value	Beta	R <sup>2</sup>	R
2.46E-15	5.961395	0.913493	0.95

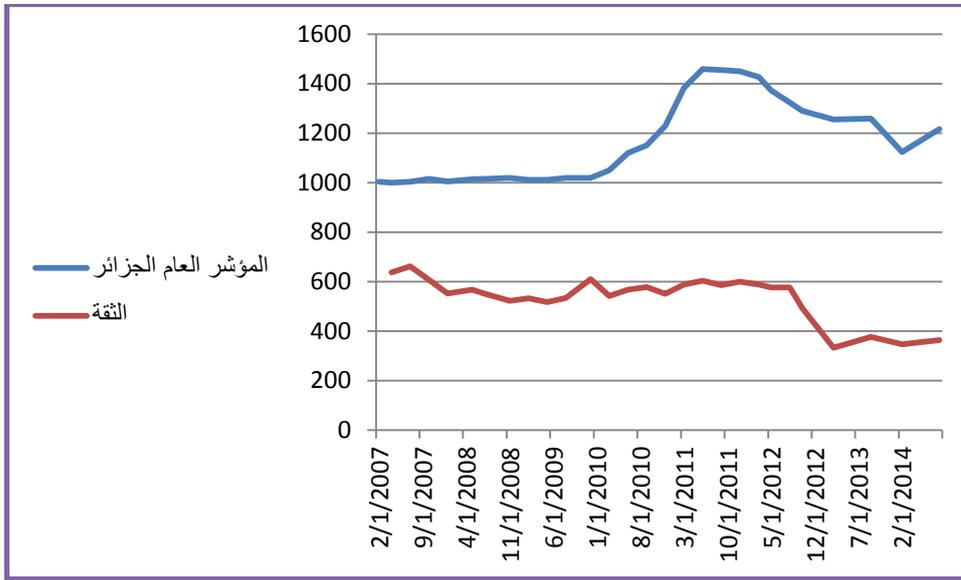
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية من خلال استعمال برنامج الاكسل

ويتضح من الجدول بأن العلاقة بين المتغيرين طردية وقوية , إذ بلغ معامل الارتباط (0.95) وهذا يخالف ما توصلت اليه اغلب الدراسات الاجنبية وقد يعود ذلك الى عدم انتظام عمل الاسواق المالية في البلدان العربية او الى ضعف دقة الاستبيانات الخاصة بقياس ثقة المستهلك.

ويكشف معامل التحديد عن ان مشاعر ثقة المستثمر تفسر ما مقداره (91%) من التغير بعائدات الاستثمار بالاسهم العادية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية وهي علاقة معنوية لان قيمة (P-Value) اقل من مستوى المعنوية البالغ (1%). كما ان حساسية المؤشر العام للتغيرات بحالة مؤشر الثقة في مدينة عمان قوية للغاية كما يتضح ذلك من قيمة البيتا. وكل ذلك يؤكد رفض الفرضية الفرعية الاولى للدراسة. وهذا يعني ان لمستوى مؤشر الثقة في الاردن تأثير في مشاعر المستثمرين المتعاملين في سوق الاردن للأوراق المالية ومايدل على ذلك تأثيرها على عائدات المؤشر العام للسوق ضمن مستوى ثقة 99%.

#### 2.4 اختبار وتحليل العلاقة بين مشاعر ثقة المستثمر الجزائري ومؤشر سوق المال الجزائري

يعرض الشكل(2) بيانات متغيري (مؤشر الثقة الجزائري) و (المؤشر العام لسوق الجزائر ) طوال مدة المعاينة.



الشكل (2)

مستوى مشاعر ثقة المستهلك و المؤشر العام لسوق الجزائر طوال مدة المعاينة

المصدر: من إعداد استعمال برنامج الاكسل

وبالاستناد الى هذه البيانات الفصلية فقد تم تحليل الانحدار بين المتغيرين والنتائج ظاهرة في الجدول (2).

## الجدول (2)

### نتائج تحليل العلاقة بين مؤشر ثقة المستثمر الجزائري ومؤشر سوق المال الجزائري

P-Value	Beta	R <sup>2</sup>	R
1.14E-18	2.152078902	0.957534241	0.978537

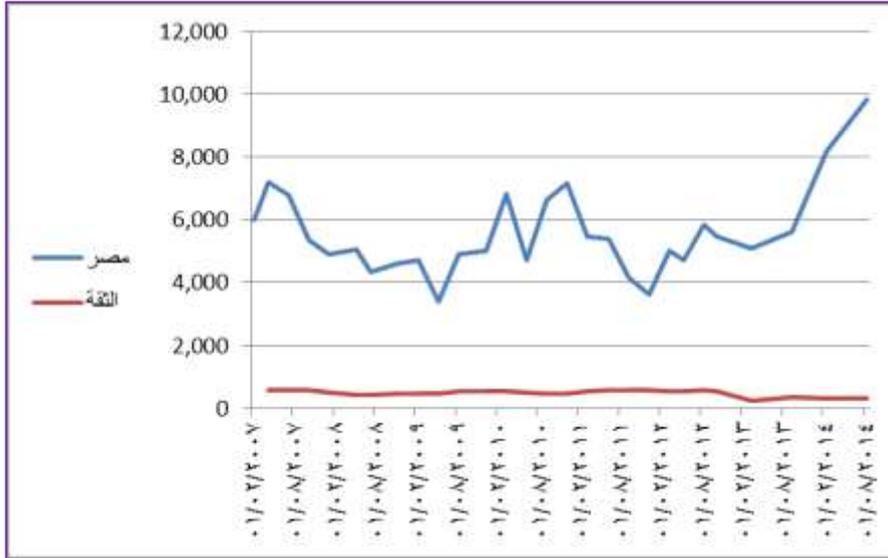
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية من خلال استعمال برنامج الاكسل ويتضح من الجدول بأن العلاقة بين المتغيرين طردية وقوية, إذ بلغ معامل الارتباط (0.978) وهذا يخالف ما توصلت اليه اغلب الدراسات الاجنبية وقد يعود ذلك الى الاسباب التي ذكرت سابقا أو الى اسباب لم تكتشف لغاية الان.

ويكشف معامل التحديد عن أن مشاعر ثقة المستثمر تفسر ما مقداره (95%) من التغير بالمؤشر العام للأوراق المالية في الجزائر وهي علاقة معنوية لان قيمة (P-Value) اقل من مستوى المعنوية البالغ (1%). كما ان حساسية عائدات المؤشر العام للتغيرات بحالة مؤشر الثقة في مدينة الجزائر قوية للغاية كما يتضح ذلك من قيمة البيتا.

وكل ذلك يؤكد رفض الفرضية الفرعية الثانية للدراسة. وهذا يعني انه لمستوى مؤشر الثقة تأثير في مشاعر المستثمرين المتعاملين في سوق الجزائر للأوراق المالية ومايدل على ذلك تأثيرها في عائدات المؤشر العام للسوق ضمن مستوى ثقة 95%.

### 3.4 اختبار وتحليل العلاقة بين مشاعر ثقة المستثمر المصري ومؤشر سوق مصر للأوراق المالية

يعرض الشكل(3) بيانات متغيري (مؤشر الثقة المصري) و (عائدات المؤشر العام للسوق المصرية) طوال مدة المعاينة.



الشكل (3)

مستوى مشاعر ثقة المستهلك و المؤشر العام لسوق مصر طوال مدة المعاينة

المصدر: من إعداد الباحثين استعمال برنامج الاكسل

وبالاستناد الى هذه البيانات اليومية فقد تم تحليل الانحدار بين المتغيرين والنتائج ظاهرة في الجدول (3).

الجدول (3)

نتائج تحليل العلاقة بين مشاعر ثقة المستثمر المصري ومؤشر سوق مصر للأوراق المالية

P-Value	Beta	R <sup>2</sup>	R
5.74E-13	10.91929449	0.879012996	0.937556929

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية من خلال استعمال برنامج الاكسل ويتضح من الجدول ان العلاقة بين المتغيرين طردية وقوية , إذ بلغ معامل الارتباط (0.94) وهذا يخالف ما توصلت اليه اغلب الدراسات الاجنبية وقد يعود ذلك الى عدم انتظام عمل الاسواق المالية في البلدان العربية او الى ضعف دقة الاستبيانات الخاصة بقياس ثقة المستهلك.

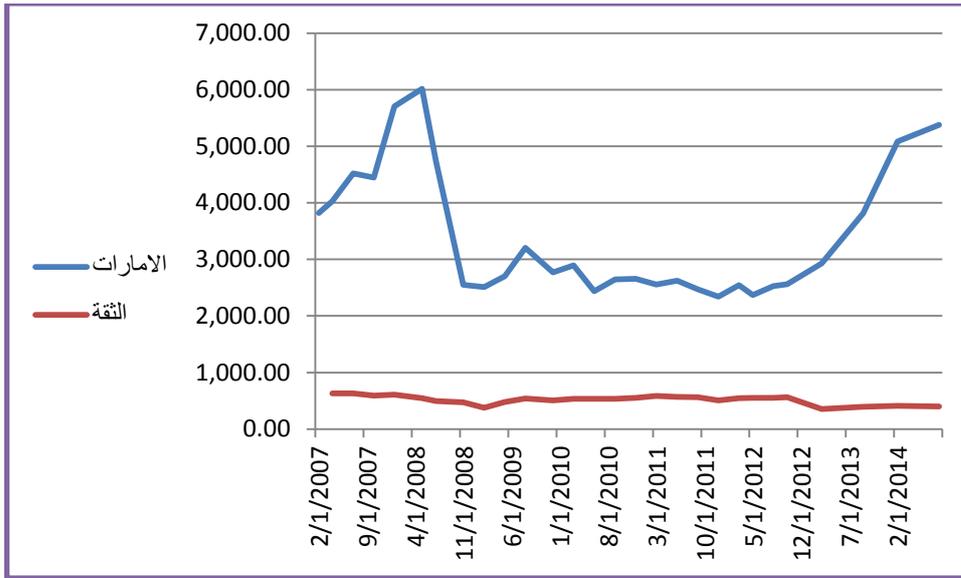
ويكشف معامل التحديد عن قدرة التغير في ثقة المستثمر على تفسير ما مقداره (88%) من التغير بعائدات الاستثمار بالاسهم العادية المدرجة في المصري للأوراق المالية وهي علاقة معنوية لان قيمة (P-Value) اقل من

مستوى المعنوية البالغ (1%). كما ان حساسية عائدات المؤشر العام للتغيرات بحالة مؤشر الثقة قوية للغاية كما يتضح ذلك من قيمة البيتا.

وكل ذلك يؤكد رفض الفرضية الفرعية الثالثة للدراسة. وهذا يعني انه لمستوى مؤشر الثقة تأثير في مشاعر المستثمرين المتعاملين في سوق مصر للأوراق المالية ومايدل على ذلك تأثيرها في عائدات المؤشر العام للسوق ضمن مستوى ثقة 99%.

#### 4.4 اختبار وتحليل العلاقة بين مشاعر المستثمر الاماراتي ومؤشر سوق الامارات المالي

يعرض الشكل (4) بيانات متغيري (مؤشر الثقة الاماراتي) و (عائدات المؤشر العام لسوق الامارات) طوال مدة المعاينة.



الشكل (4)

مستوى مشاعر ثقة المستهلك و المؤشر العام لسوق الامارات طوال مدة المعاينة

المصدر: من إعداد الباحثين استعمال برنامج الاكسل

وبالاستناد الى هذه البيانات الفصلية فقد تم تحليل الانحدار بين المتغيرين والنتائج ظاهرة في الجدول (4).

#### الجدول (4)

نتائج تحليل العلاقة بين مؤشر ثقة المستثمر الاماراتي ومؤشر سوق الامارات المالي

P-Value	Beta	R <sup>2</sup>	R
9.52E-13	6.349893	0.874034	0.934898

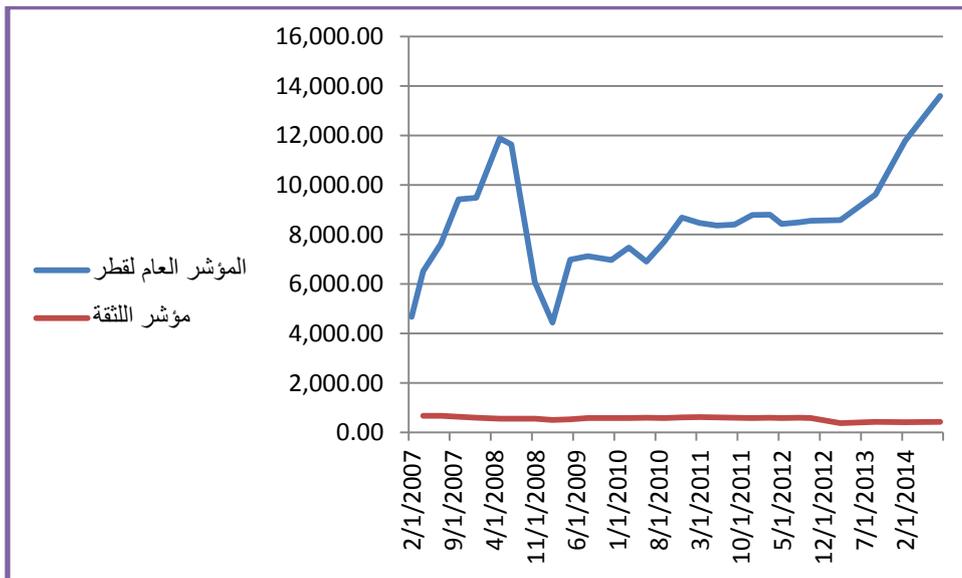
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية من خلال استعمال برنامج الاكسل ويتضح من الجدول بأن العلاقة بين المتغيرين طردية وقوية , إذ بلغ معامل الارتباط (0.93) وهذا يخالف ما توصلت اليه اغلب الدراسات الاجنبية و يعود ذلك الى عدم انتظام عمل الاسواق المالية في البلدان العربية او الى ضعف دقة الاستبيانات الخاصة بقياس ثقة المستهلك.

ويكشف معامل التحديد عن قدرة التغير في مؤشر الثقة على تفسير ما مقداره (87%) من التغير بعائدات الاستثمار بالاسهم العادية المدرجة في سوق الامارات للأوراق المالية وهي علاقة معنوية لان قيمة (P-Value) اقل من مستوى المعنوية البالغ (1%). كما ان حساسية عائدات المؤشر العام للتغيرات بحالة مؤشر الثقة قوية للغاية كما يتضح ذلك من قيمة البيتا.

وكل ذلك يؤكد رفض الفرضية الفرعية الرابعة للدراسة. وهذا يعني ان لمستوى مؤشر الثقة تأثير في مشاعر المستثمرين المتعاملين في سوق الامارات للأوراق المالية ومايدل على ذلك تأثيرها في المؤشر العام للسوق ضمن مستوى ثقة 99%.

#### 5.4 اختبار وتحليل العلاقة بين مؤشر ثقة القطري ومؤشر سوق قطر للأوراق المالية

يعرض الشكل(5) بيانات متغيري (مؤشر الثقة قطر) و (والمؤشر العام لسوق الدوحة) طوال مدة المعاينة.



## الشكل (5)

مستوى مشاعر ثقة المستهلك و المؤشر العام لسوق قطر طوال مدة المعاينة

المصدر: من إعداد الباحثين استعمال برنامج الاكسل

وبالاستناد الى هذه البيانات الفصلية فقد تم تحليل الانحدار بين المتغيرين والنتائج ظاهرة في الجدول (5).

## الجدول (5)

نتائج تحليل العلاقة بين مستوى ثقة المستثمر والمؤشر العام لسوق الدوحة المالي

P-Value	Beta	R <sup>2</sup>	R
0.044384	-10.1861	0.152017	-0.389893

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية من خلال استعمال برنامج الاكسل

ويتضح من الجدول بأن العلاقة بين المتغيرين عكسية، إذ بلغ معامل الارتباط (-0.38). وهذا يوافق ما توصلت اليه

اغلب الدراسات الاجنبية بمعنى اختلاف دولة قطر عن باقي الدول العربية الاخرى في شكل العلاقة بين المتغيرين

وان السوق المالية القطرية اكثر انتظاما وتقاربا مع اسواق البلدان المتطورة.

ويكشف معامل التحديد عن أن مشاعر ثقة المستثمر تفسر ما مقداره (15%) فقط من التغير للمؤشر العام لسوق

الدوحة المالي وهي علاقة معنوية لان قيمة (P-Value) اقل من مستوى المعنوية البالغ (5%).

وكل ذلك يؤكد رفض الفرضية الفرعية الخامسة للدراسة. وهذا يعني انه لمستوى مؤشر الثقة في مدينة الدوحة تأثير في

مشاعر المستثمرين المتعاملين في سوق قطر للأوراق المالية و يدل على ذلك تأثيرها في عائدات المؤشر العام للسوق

ضمن مستوى ثقة 95%.

## الاستنتاجات

1- يصعب قياس مشاعر الثقة لدى المستثمرين بسبب صعوبة ايجاد مقياس دقيق لمشاعر وسلوك الاشخاص ولكن

يمكن استعمال مؤشر ثقة المستهلك كدالة على مشاعر الثقة للمستثمرين.

- 2- تؤثر مشاعر ثقة المستثمر بشكل طردي وواضح في عائدات الاسهم في أغلب البلدان العربية عينة الدراسة وبشكل يخالف ما توصلت اليه البحوث الاجنبية عن الاسواق العالمية المتطورة مما يشير الى حالة من الاختلاف المتوقعة بسبب عدم انتظام الاسواق العربية وغير المتقدمة. وهذا يتعارض مع فرضية البحث الرئيسية الاولى.
- 3- كان التأثير لمشاعر المستثمر على عائدات مؤشرات الاسهم في دولة قطر سلبيا مما يوافق الاسواق العالمية المتطورة بمعنى ان سوق قطر هو السوق الوحيد الذي قد يشابه هذه الاسواق في اساسياته. وهذا يتعارض مع فرضية البحث الرئيسية الثانية اذ ان تاثير مؤشر ثقة المستثمر بمؤشر عائدات الاستثمار بالاسهم العادية يختلف باختلاف البلد.
- 4- الاساسيات المالية العلمية تنص على المبادلة بين المخاطرة والعائد، وبذلك فان ارتفاع مؤشر ثقة المستثمرين يدل على ارتفاع معدل توقع الاستقرار المالي المستقبلي ومن ثمَّ الانخفاض المتوقع في المخاطرة مايلزم الانخفاض المتوقع في العائد مايبيرر العلاقة العكسية بين ثقة المستثمر وعائدات الاستثمار بالاسهم العادية.

### التوصيات

- 1- ضرورة البحث عن مقاييس جديدة مباشرة لمشاعر ثقة المستثمرين ودراسة اثرها في عائدات الاستثمار بالاسهم العادية اقليميا ودوليا بالشكل الذي يمكن من اصدار الاحكام الاستنتاجية الشاملة القابلة للتعميم وتشخيص اسباب الاختلاف في طبيعة وحجم العلاقة بين المتغيرين مناطقيا.
- 2- ضرورة زيادة الوعي الاستثماري للمتعاملين في الاسواق المالية بوجوب عدم تأثرهم بالعوامل النفسية المتعلقة بمشاعرهم والتي تترك اثاراً سلبية في مجمل النشاط التداولي في السوق وبما يخالف الافتراضات العقلانية لنظرية الاسواق الكفوة.
- 3- ضرورة عقد المؤتمرات وورش العمل الهادفة لتشخيص ومعالجة الثغرات في الثقافة المالية للمستثمرين المتعاملين في الاسواق المدروسة.
- 4- ضرورة اعداد دراسات علمية متخصصة للوقوف على حقيقة اسباب الاختلاف في حجم وطبيعة استجابة مؤشرات الاسواق المالية لمؤشرات ثقة المستثمرين وبيان مدى اقتراب او ابتعاد الاسواق المدروسة عن الاساسيات المالية السليمة تمهيدا لوضع الحلول الناجعة لها.

## المصادر

## اولا : البحوث المنشورة:

1. Baker, Malcolm and Jeffrey Wurgler," Investor Sentiment in Stock Market", Journal of Economic Perspective, vol. 21, No.2, 2007.
2. Brown, Gregory W., and Michael T. Cliff, " Investor Sentiment and the Near-term Stock Market", Journal of Empirical Finance, Vol. 11, No. 1,2004.
3. DeLong, J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers, and Robert J. Waldmann, "Noise Trader Risk in Financial Markets" Journal of Political Economy,vol. 98, no.4, 1990.
4. Hvidkjaer, Soeren, "Small Trades and the Cross-Section of Stock Returns", Review of Financial Studies, vol. 21, 2008.
5. Kumar, Alexander, " Investor Sentiment, Trading Behavior and Information Efficiencies in Index Future Market", Financial Review, Vol. 43,No. 1, 2008.
6. Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, "The Limits of Arbitrage", Journal of Finance, vol. 52, no. 1,1997.
7. Stambaugh, Robert F.& Yu, Jianfeng& Yuan, Yu," The Short of it: Investor Sentiment and Anomalies", Journal of Financial Economics, vol. 104, no.2, 2012.

## ثانيا: المؤتمرات واوراق العمل

1. Barber, Brad M, Terrance Odean, and Ning Zhu, "Do Retail Trades Move Markets", Working Paper, 2008.

2. Christ, Kevin P.,& Bremmer, Dale S., "The Relationship Between Consumer Sentiment and Stock Prices" the 78th Annual Conference of the Western Economics Association International in Denver, Colorado, on July 15, 2003.
3. Ho, Chienwei& Huang, Chi-Hsion, "Investor Sentiment As Conditioning Information in Asset Pricing", Working Paper, 2008.
4. Jansen, W. Jos.,& Nahuis, Niek J,. "The Stock Market and Consumer Confidence: European Evidence", Working Paper, July 2002.
5. Lemmon, Michael,& Ni, Sophia "The Eeffect of Investor sentiment on Speculative Trading and Prices of Stock and Index option", Working Paper , 2010.
6. Ramkissoon, Ronald and G. Joefield "The Use of Confidence Indices in the Caribbean", CAIB Caribbean Account, Working Paper.
7. Schmeling, Maik, "Investor sentiment and stock returns: some international evidence", Working paper, School of Economics and Management of the Hanover Leibniz University, No. 407, 2008.
8. Sergeant, Kelvin A.,& Lugay, Beverly.,& Dookie, Michele., "Consumer confidence and economic growth: case studies of Jamaica and Trinidad and Tobago", Working Paper, October 2011.

ثالثا: المنشورات والتقارير

1. Bayt.com Middle East Consumer Confidence Index, 2014