



علاقة الإفراط في الاستقراء بسلوك شراء المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصرية

أ. إسرائ عبد المعز أمير عبد الحميد

معيدة بقسم إدارة الأعمال

كلية التجارة – جامعة أسيوط

esraaez2019@gmail.com.

د. إيمان علي عبد المطلب
المدرس بقسم إدارة الأعمال
كلية التجارة - جامعة أسيوط

أ.د نسمة أحمد حشمت
أستاذ ورئيس قسم إدارة الأعمال
السابق، ووكيل الكلية لشئون الدراسات
العليا والبحوث
كلية التجارة - جامعة أسيوط

المجلة العلمية

كلية التجارة – جامعة أسيوط

العدد الواحد والثمانون- يونيو ٢٠٢٤

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

عبد الحميد، إسرائ عبد المعز أمير وحشمت، نسمة أحمد وعبد المطلب، إيمان علي (٢٠٢٤). علاقة الإفراط في الاستقراء بسلوك شراء المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصرية. *المجلة العلمية لكلية التجارة*، جامعة أسيوط، العدد ٨١، ١٠٩-١٤٧.

رابط المجلة: <https://sjcf.journals.ekb.eg/>

علاقة الإفراط في الاستقراء بسلوك شراء المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصرية

أ. إسراء عبد المعز أمير عبد الحميد
أ.د نسمة أحمد حشمت، د. إيمان علي عبد المطلب

المستخلص العربي:

هدف هذا البحث إلى تحديد العلاقة بين الإفراط في الاستقراء وسلوك شراء المستثمرين الأفراد، وللتحقق من هدف هذا البحث ودراسة سلوك شراء المستثمرين الأفراد حول إعلانات الأرباح تم بناء مقياس العائد المستقراً. واستخدام بيانات عن أسهم شركات مؤشر البورصة المصرية EGX100، وبيانات عن سجلات التداول اليومية لحسابات المستثمرين الأفراد، وذلك للفترة من ٢٠١٢-٢٠١٩، وتوصلت نتائج هذا البحث إلى وجود مؤشر جزئي على تأثر سلوك شراء المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصرية بالإفراط في الاستقراء، ولكن من الصعب ملاحظة ذلك بشكل كبير، حيث أنه من الواضح أن هناك تعقيداً كبيراً في سلوك شراء المستثمرين الأفراد، ولكن من المرجح أن يظهر الإفراط في الاستقراء في سلوك شراء صغار المستثمرين (مستثمرو التجزئة) لأنهم الفئة الأكثر عرضه للإفراط في الاستقراء، ومن ثم تمثلت أهم توصيات الدراسة لشركات السمسرة بالعمل على زيادة وعي هذه الفئة من المستثمرين تحديداً لأن هؤلاء المستثمرين ليس لديهم وعي ورشد كاف يمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية مبنية على أسس علمية.

الكلمات المفتاحية: التمويل السلوكي، الإفراط في الاستقراء، سلوك الشراء.

The Relationship of Overextrapolation with the Buying Behavior of Individual Investors in the Egyptian Stock Market: Empirical Study

Miss. EsraaAbdelmouz Amir Abdel Hamid
esraaez2019@gmail.com

Prof. Nesma Ahmed Hishmet, Dr.Eman Ail Abdel Motalip

Abstract:

This research aimed to determine the relationship between Overextrapolation and the buying behavior of individual investors. To achieve this aim the study constructed a measure called "Extrapolated return" through it, we studied the buying behavior of individual investors around earnings announcements. Three data sets are employed: data from Egyptian Stock Exchange EGX100, data about the daily trading records of individual investor accounts, for the period from 2012 to 2019, The results of research found a partial indication that individual investors' buying behavior in the Egyptian stock market was affected by overextrapolation. Overextrapolation may appear in the buying behavior of small investors (Retail investors) because they are the most category subjected to overextrapolation. Hence the most important recommendations of this study to brokerage firms to work on increasing the awareness of this category of investors, because these investors don't have enough awareness and rationality to enable them to make investment decisions.

Keywords: behavioral finance, Overextrapolation.

مقدمة:

ظهر علم التمويل السلوكي كاتجاه فكري جديد؛ نتيجة عدم قدرة التمويل التقليدي على تفسير الكثير من المعوقات والانحرافات التي تحدث في السوق (الإمبابي، ٢٠١٧)؛ حيث تستند نظرية التمويل التقليدية على افتراض أن المستثمر رشيد ويسعى إلى تعظيم المنفعة، وأن المستثمرين يتخذون قراراتهم الاستثمارية بناءً على العوائد والمخاطر المالية المتوقعة فقط، وتتجاهل النظرية اختلاف ميول الأفراد ومعتقداتهم البشرية وعدم التجانس بين الأفراد في احتياجاتهم واختلاف مستوى المخاطر الذي يتقبله المستثمرون نتيجة لاختلاف الاتجاهات والأبعاد الشخصية؛ لذلك لم تركز نظرية التمويل التقليدية على تفسير التقلبات في أسعار الأسهم وعوائدها في أسواق المال؛ وذلك نتيجة افتراضهم أن قرارات المستثمرين تنسم دائماً بالرشد (أحمد، ٢٠١٦).

ويعد التساؤل الرئيس في التمويل السلوكي هو كيف يشكل المستثمرون توقعاتهم بشأن عوائد الأسهم في المستقبل؟ لذلك توجهت العديد من الدراسات الحديثة (eg: Vising- Jorgensen 2003; Greenwood & Shlefer 2014) إلى تقديم أدلة على أن المستثمرين يشكلون توقعاتهم حول العوائد المستقبلية من خلال استقراء العوائد في الماضي (Da et.al, 2018). كما أظهرت النماذج الحديثة كنموذج (Greenwood & Shleifer, 2015) أن استقراء العوائد يساعد في شرح الكثير من الحقائق حول السوق الكلي كزيادة تقلبات السوق، وإمكانية التنبؤ بعوائد سوق الأسهم.

وبذلك فإن الإفراط في الاستقراء يتضمن بعدين هما: درجة الاستقراء والمدى الزمني الذي يتم التنبؤ به، حيث تقاس درجة الإفراط في الاستقراء، بالوزن النسبي للعوائد، فكلما زاد الوزن النسبي لعوائد الماضي القريب مقارنةً بعوائد الماضي البعيد (أي درجة استقراء أعلى Degree of Extrapolative) كان هناك إفراط في الاستقراء، وتتمثل درجة الاستقراء العادية بنسبة ٢٥%، ولكن إذا زادت درجة الاستقراء عن هذه النسبة لتصل إلى ٥٠% أو ٧٥% فإن ذلك يعد إفراطاً في الاستقراء (eg: Cassella & Gulen, 2017; Atmaz, 2020). وأما بالنسبة للبعد الآخر للإفراط في الاستقراء وهو المدى الزمني الذي يتم التنبؤ به، فمراجعة الدراسات السابقة تبين أنها تركز على استقراء المستثمرين على المدى المتوسط والمدى الطويل كدراسة Banartize (2001). وإهمال استقراء المستثمرين على المدى القصير (Rapp, 2014).

تسعي الباحثة في الدراسة الحالية إلى التعرف على ما إذا كان المستثمرون الأفراد في سوق الأوراق المالية المصري يعانون من الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة، وذلك من خلال دراسة سلوك تداول المستثمرين الأفراد حول إعلانات

الأرباح، وسيتم إجراء هذا البحث باستخدام بيانات عن محافظ المستثمرين الأفراد بالتطبيق على الشركات المدرجة في البورصة المصرية.

مشكلة البحث:

بمراجعة الأطر النظرية والأدبيات البحثية اتضح أن عدداً من دراسات التمويل السلوكي تناولت دراسة أحد أهم التحيزات السلوكية التي يقع فيها المستثمرون الأفراد وهو الإفراط في الاستقراء (eg: Statman & Shefrin, 1985; Solt & Statman, 1989; Bloomfield et.al 2000; Greenwood & shlefer, 2014; Rapp, 2014; Ertan et al., 2016)، حيث يبالغ المستثمرون الأفراد في تقدير عوائد إعلانات الأرباح اللاحقة استناداً إلى الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة نتيجة اعتقادهم بأن الشركات ذات عوائد إعلانات الأرباح المرتفعة هي استثمار ممتاز في المستقبل. ومن ثم يراهن المستثمرون الأفراد على أسهم هذه الشركات حيث يقومون بشراء أسهم قبل وقت قصير من إعلانات الأرباح التالية؛ مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار هذه الأسهم بشكل كبير قبل إعلانات الأرباح التالية ثم تعود هذه الأسعار إلى الانخفاض بعد ذلك؛ ويرجع السبب في ارتفاع أسعار هذه الأسهم إلى زيادة الطلب عليها بشكل كبير قبل إعلانات الأرباح مما يؤدي بدوره إلى زيادة التقلبات في أسعارها (So & Wagn, 2014).

كما أن هناك الكثير من الدراسات التي تدرس مدى وقوع المستثمرين الأفراد والمحللين الماليين ومديري الشركات في الإفراط في الاستقراء، حيث وجد (1987) Camerer، أن المستثمرين يبالغون في استقراءهم للسوق المالية، وفي عام (1985) وجد De Bondt & Thaler أن المحللين يبالغون في رد فعلهم تجاه المعلومات الجديدة. كما حاولت دراسة Easterwood & Nutt, (1999) التوفيق بين هذه النتائج وتبين لها أن المحللين لا يتفاعلون مع المعلومات السلبية في حين يفرطون في الاستقراء تجاه المعلومات الإيجابية، كما وجدت هذه الدراسة – أيضاً – أن المستثمرين متفائلون جداً بشأن الشركات ذات الأداء الجيد بوصفها استثماراً جيداً في المستقبل؛ حيث توقع المستثمرون استمرار هذه الشركات في أدائها المتفوق في المستقبل، ولكن استكمل Easterwood & Nutt, (1999) دراسة Teoh & Wong, (2002) على أن المحللين لا يتفاعلون مع المعلومات الجديدة.

وعلى الرغم من تحقق الكثير من الدراسات من وجود تحيز الإفراط في الاستقراء في أسواق مالية مختلفة كالسوق الأمريكية (2010) He et.al., والسوق الصينية (Chen et.al., 2007) وعدم وجوده في أسواق أخرى كالسوق الفنلندي (Grinblatt et al, 2000) إلا أن هناك بعض الأسواق لم تخضع لدراسة تحيز الإفراط في الاستقراء

كالسوق الألمانية، ولا يزال مدى تأثير المستثمرين الأفراد بتحيز الإفراط في الاستقراء وتأثير هذا التحيز على أسعار الأسهم وعوائدها مثيرا للجدل (Rapp, 2014).

وبمراجعة الدراسات السابقة يتضح أنه يوجد تعارض بين نتائجها، حيث بينت نتائج بعضها وجود تحيز الإفراط في الاستقراء في بعض الأسواق المالية، بينما أكدت نتائج البعض الآخر من هذه الدراسات عدم وجود هذا التحيز في أسواق مالية أخرى، ومن هنا تأتي الحاجة إلى ضرورة دراسة مدى وجود الإفراط في الاستقراء في سوق الأوراق المالية المصرية وتأثيره على سلوك شراء المستثمرين الأفراد، بوصفه سوقاً مالياً يختلف في طبيعته عن الأسواق المالية المتقدمة.

ويسعى هذا البحث إلى تحديد مدى تعرض المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصرية لتحيز الإفراط في الاستقراء من خلال دراسة سلوك شرائهم حول إعلانات الأرباح وباستخدام بيانات كمية، حيث تم الاعتماد على إعلانات الأرباح كمحدد للبحث استرشاداً بالعديد من الدراسات التي اعتمدت على إعلانات الأرباح كمحدد لدراسة الإفراط في الاستقراء كدراسة (Fich & Xu, 2018; Ertan et.al, 2019)؛ حيث يرجع السبب وراء اختيار إعلانات الأرباح كمحدد لإجراء البحث إلى أنها تحدث بشكل دوري ومتوقع، ومن ثم تسمح للمستثمرين بتحديد توقيت معاملاتهم، كما تعد عوائد إعلانات الأرباح السابقة أحد العوامل الحاسمة لقرارات المستثمرين الأفراد في الفترة التي تسبق إعلانات الأرباح القادمة (Ertan et.al, 2019).

وبناءً على ما سبق يمكن بلوره مشكلة البحث في الإجابة على التساؤل الآتي:
هل توجد علاقة بين الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة (العائد المستقر) وسلوك شراء المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصري؟

ويتفرع من هذا التساؤل تساؤلان فرعيان على النحو التالي:

١. هل توجد علاقة بين الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة (العائد المستقر) وقيمة مشتريات المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصرية؟
٢. هل توجد علاقة بين الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة (العائد المستقر) وعدد صفقات شراء المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصرية؟

أهداف البحث:

يسعى البحث الحالي إلى تحقيق الأهداف الآتية:

١. التعرف على العلاقة بين الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة وسلوك تداول المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصرية.
٢. تقديم بعض المقترحات إلى المستثمرين وهيئة سوق رأس المال بناء على ما تسفر عنه نتائج الدراسة.

أهمية البحث:

لهذا البحث أهمية علمية وأخرى تطبيقية يتم توضيحها على النحو التالي:

الأهمية العلمية:

١. تتبع الأهمية العلمية لهذا البحث من توفير إطار علمي لدراسة تأثير تحيز الإفراط في الاستقراء، والذي قد يؤثر في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية لدى المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصري.
٢. يعد هذا البحث إضافة للدراسات التي تقدم في التمويل السلوكي بالاعتماد على البيانات الكمية الموجودة في البورصة المصرية؛ حيث اعتمدت على البيانات الكمية المتمثلة في أسعار الأسهم وعوائدها اليومية وبيانات عن محافظ المستثمرين الأفراد.
٣. سيتناول هذا البحث تحليل سلوك المستثمرين الأفراد؛ لأنهم الفئة الأكثر عرضة للتأثر بالتحيزات السلوكية عن غيرهم من المستثمرين من المؤسسات (أحمد، ٢٠١٦).

الأهمية التطبيقية:

- تتبع الأهمية التطبيقية لهذا البحث في الاستفادة من نتائجه على أكثر من مستوى سواء على مستوى:
١. المستثمرين الأفراد: من خلال معرفة ما إذا كان هذا التحيز يؤثر في قراراتهم، ومن ثم في تحسين عملية اتخاذ القرار الاستثماري لديهم.
 ٢. إدارة سوق رأس المال: من خلال مساعداتها في فهم سلوك تداول أحد أهم أطراف التداول وهم المستثمرون الأفراد، ومن ثم المساهمة في تفسير التقلبات، والتحركات في أسعار الأسهم في أسواق المال. (أحمد، ٢٠١٦).

الإطار النظري:

يتناول هذا الجانب من البحث؛ مناقشة الإطار النظري على النحو التالي:

نظرية التمويل السلوكي Theory Of Behavioral Finance:

بدأ ظهور تأثير العلوم السلوكية في التمويل في الثمانينيات من القرن الماضي (الإمبابي، ٢٠١٧)؛ حيث انطلقت من منطق رئيس وهو أن الاستثمار لا يمثل عملية ناتجة عن قرار يتسم بالعقلانية التامة التي تستند على تحليل الأمور الأساسية فقط،

كمعدلات الأرباح، أو تطورات السوق (مبارك وعبدالوهاب، ٢٠١٧). إنما قرار المستثمرين في أسواق المال غير عقلائي وغير رشيد دائما؛ حيث يتجلى ذلك في كثير من التحيزات السلوكية كتحيز الإفراط في الثقة في النفس Overconfidence Bias، وتحيز تجنب الخسارة Loss Aversion Bias، والإفراط في الاستقراء overextrapolation، وتحيز التمثيل Representativeness Bias، وردود الأفعال المبالغ فيها Overreaction وغيرها، والتي سنعكس بالنهاية على أسعار الأوراق المالية (بن سايبة وآخرون، ٢٠١٧). وسوف يركز هذا البحث على أحد أهم هذه التحيزات وهو الإفراط في الاستقراء.

الإفراط في الاستقراء over-extrapolation:

ويعد (Tversky & Kahneman (1974) أول من تناول الإفراط في الاستقراء Over-Extrapolation، بالدراسة؛ حيث أوضح إن الأسواق المالية فوضوية وعشوائية بطبيعتها؛ مما يجعل من الصعب شرح تحركات السوق السابقة بدقة والتنبؤ بتحركات السوق المستقبلية؛ حيث يميل الكثير من الأفراد والمحللين في تحليلاتهم إلى ربط فترات التحليل مع فترات سابقة اعتمادا على بعض مظاهر التشابه غافلين وجود اختلافات جوهرية من فترة لأخرى، وإمكانية العودة إلى المتوسطات مرة أخرى، ويعد هذا من الأخطاء الشائعة والتي يطلق عليها الإفراط في الاستقراء (Tversky & Kahneman, 1974).

مفهوم الإفراط في الاستقراء:

وتوجد الكثير من التعريفات للإفراط في الاستقراء، وفيما يلي عرض لبعض هذه التعريفات:

عرف (Tversky & Kahneman (1974) الإفراط في الاستقراء، بأنه ميل المستثمرين إلى التركيز بشكل كبير على أحدث الاتجاهات مع افتراض أنها ستستمر لأجل غير مسمى، كما أوضح أن الأفراد يتخذون القرارات باستخدام الاختصارات الذهنية والاستدلال؛ فهم لا يعالجون جميع المعلومات المتاحة ولا يشاركون في معالجات تحليلية معقدة، وبالتالي يبالغ المستثمرون في ردة فعلهم بشكل غير عقلائي مع الأحداث الأخيرة، ويمكن أن يؤدي ذلك إلى ظهور فقاعات في السوق، وسوء تسعير الأسهم.

كما عرّف (Irshad et.al, (2016) الإفراط في الاستقراء على أنه إعطاء المستثمرين وزناً أكبر للمعلومات الظاهرة والبارزة، فهم يحاولون ربط هذه المعلومات بنجاح الشركة أو فشلها متجاهلين العوامل الأخرى التي قد تكون أكثر أهمية لاتخاذ قرار عقلائي.

ووفقاً (Fich & XU, 2018) يقصد بالإفراط في الاستقراء أن يضع المستثمرون وزناً نسبياً أكبر على الأحداث القريبة عند تشكيل توقعاتهم حول الخصائص الرئيسية للأحداث الوشيكة؛ أي ميل المستثمرين إلى زيادة وزن الأحداث القريبة عند تشكيل توقعاتهم؛ حيث إنهم يشكلون توقعاتهم بناءً على قوة ووزن الأحداث الجديدة، ومن ثم يبالغ معظم المستثمرين في ردة فعلهم تجاه هذه الأحداث والأخبار.

ومن التعريفات السابقة توصلت الباحثة إلى أن الإفراط في الاستقراء يتمثل في ميل المستثمرين إلى إعطاء وزن أكبر للأحداث القريبة في الأجل القصير عند تشكيل توقعاتهم المستقبلية، فهم يبالغون في ردة فعلهم عند توقع الأداء المستقبلي للأسهم ويصبحون مفرطين في التفاؤل، أو التشاؤم بشأن أدائها المستقبلي دون النظر لمتوسط الأحداث في الأجل الطويل لعدم انتباههم للعودة للمتوسطات مرة أخرى.

ويمكن توضيح الإفراط في الاستقراء، وكيفية التركيز على زيادة أهمية البيانات الأخيرة في الوقت الذي تقل فيه أهمية البيانات الأقدم بالمثل التالي، وذلك عن طريق تخصيص نسبة أعلى لأحدث بيان مع إضافة هذه النسبة إلى نسبة البيانات الأقدم منه بحيث يكون حاصل مجموع هذه البيانات 100%، فعلى سبيل المثال: إذا كانت لدينا بيانات عن أسعار الإغلاق اليومية للأسهم لمدة ٨ أيام، وقمنا بتخصيص ٣٠% كقيمة نسبية لآخر سعر إغلاق، و تخصيص ٧٠% كقيمة نسبية لباقي أسعار الإغلاق التي تسبقه، فإننا بذلك نخصص قيمة أكبر لسعر إغلاق اليوم الأخير مقارنة بأسعار الإغلاق الأخرى، من ثم يعد ذلك إفراطاً في الاستقراء.

يرتبط الإفراط في الاستقراء ببعدين مختلفين:

يتمثل البعد الأول في درجة الاستقراء (DOX) Degree Of Extrapolative:

ترتبط درجة الاستقراء بالوزن النسبي الذي يضعه المستثمرون على عوائد الماضي القريب (العائد الأخير) مقابل الوزن النسبي الذي يضعه المستثمرون على عوائد الماضي البعيد عند تشكيل توقعاتهم، ويمكن أن تختلف درجة الإفراط في الاستقراء من حيث الوقت وقد تتغير مع اكتساب المستثمرين المزيد من الخبرة (Cassella & Gulen., 2017).

ويتمثل البعد الثاني للإفراط في الاستقراء في المدى الزمني الذي يتم التنبؤ به:

ركزت بعض الدراسات كدراسة (eg: Benartiz, 2001; Rapp, 2014) على دراسة وجود تحيز الاستقراء في المدى الزمني المتوسط وطويل الأجل، ولكنها لم تركز على دراسة استقراء المستثمرين في المدى القصير بالرغم من أهميته؛ حيث إنه كلما

كانت الفترة الزمنية للاستقراء أقصر كان الإفراط في الاستقراء أعمق وأدق (Chen, 2021).

أثر الإفراط في الاستقراء على قرارات المستثمرين:

يوجد الكثير من الأخبار والأحداث اليومية في سوق الأوراق المالية، والتي لا تتساوى في أهميتها الإخبارية، فليس كل الأخبار والأحداث يمكن أن تجذب انتباه المستثمرين؛ حيث يركز المستثمرون على تلك الأخبار والأحداث التي تجذب انتباههم. ولكن من الصعب التوصل إلى عدد المستثمرين الذين يتابعون الأحداث والأخبار وتحديد مدى تصنيفهم لأهمية هذه الأحداث والأخبار، ولكن يمكن أن نستنتج مدى أهميتها وانتشارها بين المستثمرين من خلال تأثيرها على حجم التداول والعوائد؛ حيث تؤثر الأخبار المهمة على معتقدات المستثمرين وأهداف المحفظة بشكل غير متجانس؛ مما يؤدي إلى زيادة حجم التداول من قبل المستثمرين بشكل أكثر من المعتاد؛ حيث ينتج قرار الشراء الذي يحركه الإنتباه بسبب صعوبة قيام المستثمرون بالبحث عن الأسهم الجيدة عند اتخاذ قرار الشراء، ولا يواجه المستثمرون مشكلة البحث نفسها عن الأسهم عند البيع؛ لأنهم يميلون إلى بيع الأسهم التي يمتلكونها بالفعل (Barber & Odean 2008).

نظراً لأن العقل البشري يتمتع بقدرة محدودة على معالجة الأحداث والمعلومات كما أنه مستعد لاتباع نمط معين؛ فمن المرجح أن يعتمد المستثمرون على الإفراط في الاستقراء عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، بوصفه اختصاراً ذهنياً عند معالجة معلومات كبيرة ومعقدة؛ وذلك لأن القرارات الاستثمارية عادة ما تكون صعبة، وتتطلب قدراً كبيراً من المعلومات والوقت والجهد لتحليلها (Gao, 2019).

فوقاً للإفراط في الاستقراء يببالغ المستثمرون الأفراد في تقدير عوائد إعلانات الأرباح المستقبلية استناداً إلى استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة، فبعد سلسلة من الأخبار الجيدة لعوائد إعلانات الأرباح يصبح المستثمرون مفرطين في التفاؤل أملين أن أخبار إعلانات الأرباح المستقبلية ستكون جيدة أيضاً، ومن ثم يعتقد المستثمرون أن الشركات ذات العوائد العالية لإعلانات الأرباح السابقة هي استثمار ممتاز خلال إعلانات الأرباح القادمة، ويراهن المستثمرون على أسهم هذه الشركات، ويقومون بشراء أسهمها قبل وقت قصير من إعلانات الأرباح التالية؛ ونتيجة لزيادة الطلب على هذه الأسهم قبل إعلانات الأرباح التالية فإن أسعارها ترتفع بشكل كبير، وذلك مع ملاحظة أنه من المحتمل أن تتناقض الأخبار المستقبلية مع تفاؤلات المستثمرين فيؤدي ذلك إلى انخفاض العوائد (eg: Bsrberis et al, 1998; Greenwood & Shlefer 2014; Ertan et.al, 2019; So & Wagn, 2014).

الدراسات السابقة:

هناك الكثير من الدراسات التي قامت بدراسة العلاقة بين الإفراط في الاستقراء وسلوك الشراء، وفيما يلي عرض وتحليل لهذه الدراسات السابقة:

هدفت دراسة (De Bondt, 1993) إلى تحديد مدى وجود الإفراط في الاستقراء بالتطبيق على عينة مكونة من ٢٧ طالباً من طلاب الماجستير؛ حيث طلب من المستجوبين التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم، وأسفرت نتائج هذه الدراسة عن أن التغيرات في أسعار الأسهم يمكن التنبؤ بها إلى حد ما؛ حيث توقع الطلاب استمرار أسعار الأسهم السابقة في المستقبل، وأن عملية الشراء اللاحقة ستتم بناءً على هذه التوقعات، ومن ثم يعد ذلك دعماً لفكرة أن المستثمرين يعتمدون على الإفراط في الاستقراء عند اتخاذ قراراتهم المالية، أو التنبؤ بالمستقبل.

كما توصلت دراسة (Chen et.al 2007) إلى أن المستثمرين في السوق الصينية يقعون في التحيزات السلوكية Behavioural Biases أثناء عملية اتخاذ القرار، وكان الإفراط في الاستقراء أحد هذه التحيزات، وحيث وجد أن المستثمرون يعتقدون بأن الأرباح الماضية تعد مؤشراً قوياً على تحقيق الأرباح في المستقبل ومن ثم فهم يتداولون بناءً على ذلك.

بينما هدفت دراسة (Barber & Odean, 2008) إلى اختبار أثر الإفراط في الاستقراء على سلوك شراء للمستثمرين الأفراد والمؤسسات الاستثمارية، وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى أن سلوك شراء المستثمرين الأفراد يتأثر بالإفراط في الاستقراء بشكل أكبر من تأثر سلوك شراء المؤسسات الاستثمارية، وأفادت نتائج هذه الدراسة أن المستثمرين المؤسسين أقل عرضة لإتمام عمليات شراء يحركها الإفراط في الاستقراء، في حين أن المستثمرين الأفراد يفرطون في الاستقراء ويتداولون بناءً على ذلك.

وبالمثل هدفت دراسة (Frieder 2008) إلى اختبار آلية تداول المستثمرين الأفراد بطريقة تتوافق مع الإفراط في الاستقراء، وما إذا كان يؤثر ذلك على سلوك تداولهم؛ حيث يتم ذلك من خلال تحليل الاختلالات الإجمالية في الطلبات (Order Imbalances (OIB بعد مفاجآت الأرباح المتتالية الإيجابية أو السلبية، وتوصلت نتائجها إلى أن المستثمرين الأفراد يعتمدون على الاتجاهات السابقة لعوائد إعلانات الأرباح عند إصدار أوامر الشراء والبيع؛ مما يقدم دليلاً على وجود الإفراط في الاستقراء في سلوك تداول المستثمرين الأفراد.

وفي السياق نفسه سعت دراسة (Safdar, 2009) إلى التعرف على مدى إفراط المستثمرين الأفراد، ومحلي الأسهم في استقراء المعلومات المالية عند تشكيل توقعاتهم عن المستقبل، وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى عدم تأثر المستثمرين الأفراد ومحلي الأسهم بالإفراط في الاستقراء.

وفي السياق نفسه هدفت دراسة (He & Shan, 2010) إلى تحديد درجة إفراط المستثمرين في الاستقراء عند اتخاذ قراراتهم المالية؛ وذلك من خلال استقراء عوائد الأسهم السابقة عند تكوين توقعاتهم بشأن العوائد المستقبلية، وتم ذلك باستخدام بيانات لعينة من الأسهم المتداولة في بورصة NYSE AMEX، NASDA متمثلة في بيانات عن تنبؤات المحللين وأسعار الأسهم للفترة من ١٩٨١-٢٠٠٧، وقد توصلت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية كبيرة بين العوائد المتوقعة للمستثمرين وعوائد الأسهم السابقة؛ مما يدل على إفراط المستثمرين في الاستقراء؛ نظراً لأن لديهم إفراطاً في التفاؤل "إفراط في التفاؤل" بالنسبة للأسهم التي حققت عوائد عالية "منخفضة" خلال العام السابق.

كما أكدت دراسة (Greenwood & Shleifer, 2014) على نتائج الدراسات السابقة؛ حيث توصلت نتائجها إلى أن توقعات المستثمرين تميل إلى الإفراط في الاستقراء؛ حيث ترتبط توقعاتهم للعوائد المستقبلية إيجاباً بالعوائد السابقة، ومن ثم فهم يتداولون بناء على ذلك.

وفي المجال نفسه قام (Eetan et.al, 2015) بتقديم أدلة على أن المستثمرين الأفراد يبالغون في تقدير العوائد السابقة، وتم ذلك من خلال دراسة العلاقة بين عوائد إعلانات الأرباح السابقة وتوقعات المستثمرين لعوائد إعلانات الأرباح اللاحقة ويتوافق ذلك مع نماذج الإفراط في الاستقراء، وقد تم استخدام بيانات تتضمن معلومات حول ٧٨٠٠٠ مستثمر فردي للفترة من ١٩٩١ إلى ١٩٩٦؛ حيث تشمل هذه البيانات معلومات عن إجمالي قيمة المشتريات، وإجمالي قيمة المبيعات، وعدد صفقات الشراء، وعدد صفقات البيع. وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى أن قرارات الشراء الخاصة بالمستثمرين تحركها معتقدات استقرائية مفرطة. وقد تم الحصول على نتائج مشابهة في دراسة (Retiz et al., 2015) ودراسة (Ertan et.al, 2019)، ودراسة (Choi et.al, 2019) ودراسة (Ertan et.al, 2022).

ولكن على النقيض من ذلك لم تجد دراسة (Grinblatt et.al, 2000) أي دليل على أن المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية الفنلندي مفرطون في الاستقراء، بل وجدت أن المستثمرين اظهروا سلوكاً معاكساً للاستقراء وهو استراتيجية التناقض

Hirshleifer et.al, (2008). Contrarian Strategies. وهو نفسه ما وجدته دراسة (2008) Hirshleifer et.al, ودراسة (2012) Kaniel et.al.

وفي الاتجاه نفسه هدفت دراسة (2009) Safdar, إلى دراسة مدى إفراط المستثمرين الأفراد في استقراء المعلومات المالية عند تشكيل توقعاتهم عن المستقبل، وذلك باستخدام بيانات التداول لحسابات المستثمرين الأفراد وبيانات عن عوائد الأسهم وبيانات عن الأرباح لعدد كبير من الشركات وذلك للفترة من ١٩٦٥ إلى ٢٠٠٤ وتم الحصول عليها من CRCP و Compustat، وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى أنها لم تجد دليلاً على تأثير سلوك تداول المستثمرين الأفراد بالإفراط في الاستقراء.

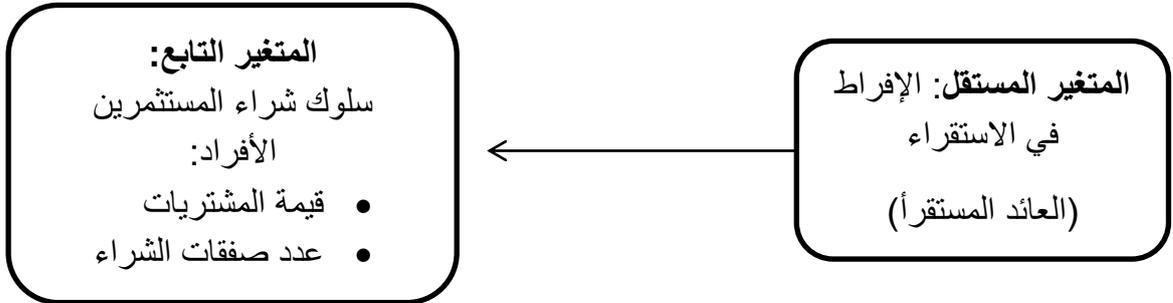
ويلاحظ من استعراض الدراسات السابقة بشكل عام الآتي:

تباين نتائج الدراسات السابقة؛ حيث أوضحت بعضها وجود علاقة ارتباط معنوية موجبة بين الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة وسلوك شراء المستثمرين (eg: Chen et.al, 2007; He & Shan, 2010; Ertan et.al, 2019) وأوضح البعض الآخر عدم وجود علاقة (Safdar, 2009). كما وجدت بعض الدراسات علاقة ارتباط معنوية سالبة بين الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة وسلوك الشراء (eg: Grinblatt et.al, 2000; Hirshleifer et.al, 2008).

وفي ضوء ما سبق يمكن بيان التصور المقترح للعلاقة بين متغيرات البحث في

الشكل التالي:

شكل (١) نموذج الدراسة



فرض البحث:

يهدف فرض البحث إلى تحديد العلاقة بين الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة وسلوك شراء المستثمرين الأفراد قبل إعلان الأرباح التالية، وقد بنى هذا الفرض بناء على نتائج الدراسات السابقة؛ حيث بينت دراسة (eg: Greenwood & Shiefer, 2014; Ertan et.al, 2016; Ertan et.al, 2019) أن المستثمرين الأفراد يببالغون في تقدير عوائد إعلانات الأرباح اللاحقة استناداً إلى استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة، ومن ثم يراهن المستثمرون الأفراد على شراء أسهم الشركات ذات العوائد العالية لإعلانات الأرباح، وذلك قبل وقت قصير من إعلانات الأرباح التالية. وبناءً على ما تقدم يمكن صياغة فرض رئيسي للبحث كما يلي:

H: توجد علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة وسلوك شراء المستثمرين الأفراد.

ولأن سلوك الشراء يتمثل في متغيرين وهما: قيمة المشتريات، وعدد صفقات الشراء- فإن هذا الفرض ينبثق منه فرضيان فرعيان كالتالي:

H.1:- " توجد علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة وقيمة مشتريات المستثمرين الأفراد.

H.2:- " توجد علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة وعدد صفقات شراء المستثمرين الأفراد.

بيانات البحث، ومنهجيته:

١. متغيرات البحث، وتعريفاته الإجرائية:

• المتغير المستقل:

يعد الإفراط في الاستقراء Overextrapolation هو المتغير المستقل لهذه الدراسة، ولقياس هذا المتغير سوف يتم التعبير عنه بمتغير يسمى مقياس العائد المستقرأ (ER) Extrapolated Return، بحيث يعبر هذا المقياس عن إفراط المستثمرين الأفراد في الاستقراء عند توقع العوائد المستقبلية، ويتم قياسه بناء على المتوسط المرجح لعوائد الشركة حول إعلانات الأرباح الثمانية الماضية بشكل ربع سنوي، وتم الاعتماد على إعلانات الأرباح الثمانية الماضية، وذلك اتباعاً لمنهجية (eg: Hirshleifer et.al 2008; Ertan et.al, 2015; Ertan et.al, 2016; Ertan et.al, 2019; Ertan et.al, 2022).

• المتغير التابع:

- وهو سلوك شراء المستثمرين الأفراد، ويتم قياسه المتغيرين فرعيين وهما: قيمة المشتريات، وعدد صفقات الشراء، وفيما يلي تعريف هاذين المتغيرين:
- قيمة المشتريات اليومية (b) buy: هي إجمالي مشتريات أسهم الشركة التي قام بها جميع المستثمرين الأفراد محل الدراسة في يوم التداول.
 - عدد صفقات الشراء (T) Buy Transactions: معبراً عنه بعدد صفقات الشراء، التي تمت على أسهم الشركة خلال اليوم الواحد.
- ويتمثل توصيف بيانات هذه المتغيرات فيما يلي:

لقياس كل متغير من هذه المتغيرات تم استخدام بيانات ربع سنوية؛ بحيث يتمثل ربع السنة في الفترة من اليوم التالي لإعلان الأرباح السابق إلى يوم إعلان الأرباح التالي، ثم تم تقسيم ربع السنة إلى فترتين وهما: فترة اختبار Test Period: والتي تتمثل في قيمة المشتريات، أو عدد صفقات الشراء قبل إعلان الأرباح بخمسة أيام (t-5)؛ حيث يمثل t يوم إعلان الأرباح، وفترة تقدير أو تحكم Control Period: وتتمثل هذه الفترة في قيمة المشتريات، أو عدد صفقات الشراء خلال باقي أيام الربع بخلاف الخمسة أيام قبل إعلان الأرباح مباشراً وذلك وفقاً لمنهجية (eg: Hirshleifer et.al 2008; Ertan et.al, 2015; Ertan et.al, 2016; Ertan et.al, 2019; Ertan et.al, 2022).

• المتغيرات الضابطة (C_v): Control Variables

- نستخدم - أيضاً - في هذه الدراسة عددا من المتغيرات الضابطة التي يتم حسابها بشكل ربع سنوي لشركات عينة الدراسة، وهي:
١. حجم الشركة (FS) Firm Size: مقاساً برأس مال الشركة بشكل ربع سنوي.
 ٢. نمو الأرباح (PG) Profit Growth: مقاساً بالتغير في قيمة إعلانات الأرباح بشكل ربع سنوي.

وذلك وفقاً لمنهجية (eg: Hirshleifer et.al 2008; Ertan et.al, 2015; Ertan et.al, 2016; Ertan et.al, 2019; Ertan et.al, 2022).

وفيما يلي جدول توضيحي لمتغيرات الدراسة التي سوف يتم استخدامها:

جدول (١) التعريف بمتغيرات الدراسة

المتغير	اسم المتغير باللغة العربية	اسم المتغير باللغة الإنجليزية	الاختصار	التعريف	وحدة القياس
مستقل	العائد المستقراً	Extrapolated Return	ER	المتغير المستقل: وهو المتوسط المرجح لعوائد إعلانات الأرباح لثمانى فترات سابقة	جنيه
تابع	قيمة المشتريات	buy	b	متغير يعبر عن إجمالي مشتريات أسهم الشركة التي قام بها جميع المستثمرين الأفراد في يوم التداول	جنيه
تابع	عدد صفقات الشراء	Buy Transactions	T	متغير يعبر عن عدد صفقات الشراء التي تمت على أسهم الشركة خلال اليوم الواحد	صفقه
ضابط	متغيرات ضابطة	Control Variables	C _v	يتمثل في حجم الشركة Firm Size (FS) و نمو الأرباح Profit Growth (PG) لكل ربع سنة	جنيه
تأثيرات ثابتة	التأثيرات الثابتة لكل ربع سنة	Fixed Effect	FE	التباين في سلوك تداول المستثمر الفرد على مدار ربع السنة (الفرق بين سلوك تداول المستثمر في الخمسة أيام قبل إعلان الأرباح وسلوك التداول في باقي أيام الربع)	جنيه

المصدر: من إعداد الباحثة

٢. مجتمع، وعينة البحث:

يتمثل مجتمع البحث لهذه الدراسة في المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصرية، وتمثل عينة الدراسة في بيانات ٥٠٠ محفظة استثمارية من محافظ المستثمرين الأفراد في هذه السوق، وتم شراؤها من شركة مصر المقاصة للإيداع والقيود المركزي Misr For Central Clearing, Depository And Registry (MCDR). وتشتمل هذه العينة بيانات تداول لهذه المحافظ لفترة ٧ سنوات، تبدأ من ١ "يناير ٢٠١٢ وحتى ٣١" ديسمبر ٢٠١٩، ويرجع السبب في اختيار ٢٠١٢ كبدائية لفترة الدراسة عند بناء مقياس العائد المستقر، هو الابتعاد عاماً كاملاً عن أحداث ثورة يناير ٢٠١١ والتحولات من أي تغيير في سلوك المستثمرين الأفراد؛ بسبب تصاعد الأحداث الاجتماعية والسياسية والاقتصادية التي حدثت بعد الثورة مباشرة (حسن، ٢٠١٦). واختيار عام ٢٠١٩ كنهاية لفترة التحليل لتجنب تأثير جائحة كورونا، والذي ظهر في بداية ٢٠٢٠ وأحدث تقلبات واضطرابات كبيرة في الأسواق الاقتصادية والمالية؛ حيث تسبب في إنهيار البورصات العالمية، كما تسبب في الكثير من الخسائر الاقتصادية على المستوى العالمي (الجعيد، ٢٠٢٣). كما تطبق هذه الدراسة على بيانات أسهم الشركات المدرجة في مؤشر EGX100 "مؤشر البورصة المصرية" والذي يبلغ عدد شركاته ١٠٠ شركة موزعة على قطاعات مختلفة.

ولكن عينة الدراسة اعتمدت فقط على أسهم الشركات الثابتة في المؤشر على مدار فترة الدراسة، بوصفها أقوى شركات المؤشر والتي حافظت على ثباتها دون الخروج من المؤشر طول فترة الدراسة، وذلك لتثبيت عدد المشاهدات طوال فترة الدراسة. وقد تبين ثبات عدد ٣٠ شركة فقط من أصل ١٠٠ شركة، كما تم استبعاد شركتين منهما وذلك لأن عملة التداول عليهما بالدولار الأمريكي وليس الجنيه المصري كباقي الشركات، وذلك لأنه من الصعب في ظل الظروف الاقتصادية غير مستقرة وعدم استقرار سعر صرف الدولار تحويل عملة هذه الشركات من الدولار الأمريكي إلى الجنيه المصري، ومن ثم بعد استبعاد هاتين الشركتين أصبح عدد شركات عينة الدراسة ٢٨ شركة، ويعرض الجدول (٢) بياناً لشركات عينة الدراسة كما يلي:

الجدول (٢) شركات عينة الدراسة

م	اسم الشركة	رمز الشركة	كود الشركة
١	الإسكندرية للزيوت المعدنية	AMOC	EGS380P1C010
٢	العربية لحليج الأقطان	ACGC	EGS32221C011
٣	البنك التجاري الدولي (مصر)	COMI	EGS60121C018
٤	المصرية للصناعات الكيماوية (كيما)	EGCH	EGS38201C017
٥	المالية والصناعية	EFIC	EGS38381C017
٦	المجموعة المالية المصرية- شركة هيرميس القابضة	HRHO	EGS69101C011
٧	المصرية للنقل (ايجيترانس)	ETRS	EGS42051C010
٨	الأهلي للتنمية والاستثمار	AFDI	EGS69021C011
٩	الشمس للإسكان والتعمير	ELSH	EGS65091C018
١٠	العز للبورسلين (جوهر)	ECAP	EGS3C071C015
١١	الصعيد العامة للمقاولات	UEGC	EGS21531C016
١٢	السويدي إلكترونيك	SWDY	EGS3G0Z1C014
١٣	الزيوت المستخلصة	ZEOT	EGS38251C012
١٤	النساجون الشرقيون	ORWE	EGS33041C012
١٥	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار (سوديك)	OCDI	EGS65851C015
١٦	القناة للتوكيلات الملاحية	CSAG	EGS44031C010
١٧	المصرية للاتصالات	ETEL	EGS48031C016
١٨	بايونيز القابضة للاستثمارات المالية	PIOH	EGS691L1C018
١٩	بالم هيلز للتنمية	PHDC	EGS655L1C012
٢٠	جنوب الوادي للأسمنت	SVCE	EGS3C351C011
٢١	جبهة للصناعات الغذائية	JUFO	EGS30901C010
٢٢	حديد عز	ESRS	EGS3C251C013
٢٣	سيدي كرير للبتروكيماويات	SKPC	EGS380S1C017
٢٤	رمكو لإنشاء القرى السياحية	RTVC	EGS70271C019
٢٥	مجموعة عامر جروب القابضة	AMAR	EGS675S1C011
٢٦	مدينة مصر للإسكان والتعمير	MNHD	EGS65591C017
٢٧	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	HELI	EGS65571C019
٢٨	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	TMGH	EGS691S1C011

المصدر: إعداد الباحثة

٣. خصائص اختيار العينة:

يشترط عند اختيار عينة الدراسة أن:

١. يتم اختيار المحافظ الاستثمارية لمستثمرين من بين محافظات مصرية مختلفة لضمان تمثيل نتائج الدراسة لسلوك المستثمرين المصريين عامة.
٢. يتم فتح جميع سجلات التداول قبل عام واحد على الأقل من بدء فترة الدراسة ؛ أي ١ يناير "٢٠١٢"؛ للتأكد من أنه في حالة اكتشاف تحيز، فإنه لا يرتبط بنقص الخبرة التجارية التي قد تختفي بمجرد اكتساب خبرة التداول.
٣. يتم الاعتماد على ثابت شركات مؤشر EGX100 على مدار فترة الدراسة لثبات هذه الشركات طول فترة التحليل.
٤. منهج البحث :

لاختبار فرضيات هذا البحث تم الاعتماد على المنهج الوصفي لاستعراض الجانب النظري لمختلف مفاهيم البحث، واستخدام المنهج الكمي التحليلي لحساب المتغير المستقل (العائد المستقر) والمتغير التابع (سلوك الشراء)، وذلك بالاستناد إلى المنهجية المستخدمة في دراسة (Ertan et.al, 2016; Johanson & So, 2018; Ertan et.al, 2015; Ertan et.al, 2022). وفيما يلي عرض لطرق حساب هذه المتغيرات:

• حساب المتغير المستقل (العائد المستقر):

يعد حساب العائد المستقر الخطوة الأولى في التقييم، وذلك لمعرفة ما إذا كانت توقعات المستثمرين الأفراد مفروطة في التفاؤل عندما يكون لدى الشركة تاريخ من الأداء الجيد، وما إذا كان المستثمرون يتداولون بناءً على هذا التفاؤل أم لا. وبالتالي سيتم تمثيل الإفراط في الاستقراء بمقياس العائد المستقر، والذي يتم حسابه كمتوسط مرجح لعوائد الشركة حول إعلانات الأرباح الثمانية الماضية مع إعطاء وزن نسبي أعلى لعوائد إعلانات الأرباح الأكثر حداثة (Ertan et.al, 2016; Ertan et.al, 2015; Ertan et.al, 2022). حيث سيتم إعطاء وزن نسبي يصل إلى ٥٠% لعائد أحدث ربع مستقر. ويعد السبب في إعطاء الأرباح الأكثر حداثة وزناً نسبياً أعلى، هو أن الأدلة التي أثبتتها الكثير من الدراسات الاستقصائية والمتعلقة بتوقعات المستثمرين الأفراد تشير إلى أن متوسط الوزن النسبي المنسوب للربع الحالي أكبر من متوسط الوزن النسبي المنسوب للأرباح السابقة له؛ وذلك لأن الأرباح الأكثر حداثة على الأرجح هي الأكثر وضوحاً بالنسبة للمستثمر (Greenwood & Shleifer, 2014). ويتكون مقياس العائد المستقر من مجموعات عشر (Decile) مقسمة إلى ثلاث فئات.

١. الفئة الأولى: تضم أسهم الـ ١٠ شركات ذات أعلى عائد مستقراً؛ حيث يكون المستثمر مفرطاً في التفاؤل بشأن هذه الشركات قبل إعلان الأرباح التالي، وتسمى هذه الفئة بأعلى عائد مستقراً (High Extrapolated Return (H).
٢. الفئة الثانية: تضم أسهم الـ ١٠ شركات ذات العائد المستقراً المتوسط، وتسمى هذه الفئة بالعائد المستقراً المتوسط (Middle Extrapolated Return (M)، ولأن عدد شركات العينة ٢٨ شركة فقط؛ إذا فهذه الفئة تضم أسهم ٨ شركات فقط.
٣. الفئة الثالثة: تضم أسهم الـ ١٠ شركات ذات أقل عائد مستقراً؛ حيث يكون المستثمر مفرطاً في التشاؤم بشأن هذه الشركات قبل إعلان الأرباح التالي، وتسمى هذه الفئة بأقل عائد مستقراً (Low Extrapolated Return (L).

وسوف تركز المنهجية المستخدمة في هذه الدراسة على تحليل سلوك تداول المستثمرين الأفراد وعوائد الأسهم اليومية في الفئتين الأولى والثالثة لأنهما الفئتان الأهم والجديرتان بالدراسة وفقاً لتحيز الإفراط في الاستقراء (Ertan et al., 2015).

وفيما يلي الخطوات التي توضح إليه بناء مقياس العائد المستقراً (eg: Ertan et.al, 2015; Ertan et.al, 2016; Ertan et.al, 2019; Ertan et.al, 2022) : تبدأ الإجراءات الحسابية لبناء مقياس العائد المستقراً بحساب العائد اليومي للأسهم الـ (٢٨) في عينة الدراسة؛ حيث تم حساب ذلك على برنامج Excel 2010 باستخدام المعادلة رقم (١).

$$\text{معادلة (١)} \quad \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

يتم حساب العائد من إعلان الأرباح لكل ربع سنة على مدار فترة الدراسة للـ ٢٨ شركة؛ وذلك عن طريق تغذية تواريخ إعلان الأرباح الخاصة بكل شركة في ملف الإكسيل المخصص لها، وعند كل تاريخ يتم حساب العائد حول إعلان الأرباح، باستخدام العوائد اليومية التي تم حسابها في الخطوة السابقة لنافذة حدث قصيرة حول إعلان الأرباح، متمثلة في ثلاثة أيام (+١، -١) حول إعلان الأرباح وهي: يوم إعلان الأرباح (t)، ويوم قبل إعلان الأرباح (t-1) ويوم بعد إعلان الأرباح (t+1) (Ertan et al., 2016).

١. يتم حساب العائد المستقراً كمتوسط مرجح للعائد من إعلان الأرباح لثماني فترات ماضية، وذلك باستخدام عوائد إعلانات الأرباح التي تم حسابها في الخطوة السابقة، مع مراعاة إعطاء وزن نسبي أعلى لعوائد إعلانات الأرباح الأكثر حداثة. (eg: Ertan et.al, 2015; Ertan et.al, 2016; Ertan et.al, 2019; Ertan et.al, 2022) وبعد الانتهاء من حساب العائد المستقراً لكافة الشركات الـ (٢٨) يتم ترتيب هذه الأسهم

- على أساس العائد المستقر الذي تم حسابه في الخطوة السابقة بشكل تنازلي (أي من الأسهم التي لها أعلى عائد مستقر إلى الأسهم التي لها أقل عائد مستقر).
٢. يتم اختيار ال ١٠ أسهم التي لها أعلى عائد مستقر؛ حيث تكون الفئة الأولى، وتسمى بالعائد المستقر العالي (H) High Extrapolated return، واختيار الأسهم ال ٨ التي لها عائد مستقر متوسط حيث تكون الفئة الثانية، وتسمى بالعائد المستقر المتوسط Middle Extrapolated return (M)، واختيار الأسهم ال ١٠ ذات أقل عائد مستقر حيث تكون الفئة الثالثة، وتسمى بالعائد المستقر المنخفض (L) Low Extrapolated return؛ كما يتم إعادة ترتيب المقياس بهذا الشكل في كل ربع سنة على مدار فترة الدراسة لتحديد الأسهم ذات أعلى عائد، والشركات ذات أقل عائد في كل ربع سنة، أي يتم إعادة ترتيب المقياس عدد ٢٤ مرة (٦ سنوات \times ٤ أرباع للسنة الواحدة)
٣. أخيراً يتم حساب العائد المستقر لكل فئة من الفئات الثلاث لمقياس العائد المستقر، وذلك لأن هذا العائد هو الذي سوف يتم استخدامه في التحليل، ويتم حسابه عن طريق أخذ متوسط عائد شركات كل فئة، ولكن في هذه الخطوة تم فقط حساب متوسط عائد الفئة الأولى، ومتوسط عائد الفئة الثالثة؛ وذلك لأن هاتين الفئتين هما اللتان سوف يتم استخدامهما في التحليل.

• علاقة الإفراط في الاستقراء بسلوك شراء المستثمرين الأفراد:

تهدف هذه الخطوة إلى اختبار فرض البحث الذي ينص على:

"توجد علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة وسلوك شراء المستثمرين الأفراد"

وذلك للتحقق من توافق سلوك شراء المستثمرين الأفراد مع التوقعات الاستقرائية المفرطة في سوق الأوراق المالية المصرية، وفقاً للإفراط في الاستقراء من المتوقع أن يشتري المستثمرون أكثر بعد سلسلة من العوائد الإيجابية (Ertan et.al, 2019). وللتحقق من ذلك سوف يتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد؛ للتأكد من أن هذه الأنماط سوف تمثل تغيرات ذات دلالة إحصائية، ونظراً لقياس سلوك الشراء من خلال متغيرين فرعيين وهما: قيمة المشتريات، وعدد صفقات الشراء، فسوف يتم اختبار فرضيتين فرعيتين:

١. وينص الفرض الفرعي الأول على:

H.1 : توجد علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة وقيمة مشتريات المستثمرين الأفراد.

وتستخدم المعادلة الآتية لقياس هذا الفرض:

$$b_{iq} = a_0 + \beta_1 b_{t-5 iq} + (\beta_2 b_{t-5 iq} \times H_{iq}) + (\beta_3 b_{t-5 iq} \times L_{iq}) + \beta_4 CV_{iq} + \beta_5 FE_{iq} + E_{iq}$$

(المعادلة ٢)

جدول (٣) جدول توضيحي لمتغيرات المعادلة (٢)

شرح المتغير	رمز المتغير	متغيرات المعادلة باللغة الإنجليزية	متغيرات المعادلة باللغة العربية
يتمثل في قيمة المشتريات خلال باقي أيام الربع بعد استبعاد يوم إعلان الأرباح؛ بسبب عدم معرفة الوقت الذي حدث فيه الإعلان عن الأرباح وما إذا حدث الإعلان في وقت التداول أم بعد إغلاق السوق في ذلك اليوم (Ertan et al, 2019)	b_t	buy	المشتريات
يتمثل في قيمة المشتريات خلال خمسة أيام قبل إعلان الأرباح (t-5)	b_{t-5}	buy 5 Day Before	مشتريات خمسة أيام قبل
يتمثل في أعلى عائد مستقراً خلال الربع	H	High Extrapolated Return	أعلى عائد مستقراً
يتمثل في أقل عائد مستقراً خلال الربع	L	Low Extrapolated Return	أقل عائد مستقراً
يتمثل في حجم الشركة (FS) ونمو الأرباح Profit Growth (PG) خلال الربع	CV	Control Variables	متغيرات ضابطة
التباين في سلوك تداول المستثمر الفرد على مدار ربع السنة (الفرق بين سلوك تداول المستثمر في الخمسة أيام قبل إعلان الأرباح وسلوك التداول في باقي أيام الربع)	FE	Fixed Effect	التأثيرات الثابتة على مستوى ربع الشركة

المصدر: من إعداد الباحثة

٢. وينص الفرض الفرعي الثاني على:

H.2: توجد علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة وعدد صفقات شراء المستثمرين الأفراد.

وتستخدم المعادلة الآتية في قياس هذا الفرض:

$$T_{iq} = a_0 + \beta_1 T_{t-5} + \beta_2 T_{t-5} \times H_{iq} + \beta_3 T_{t-5} \times L_{iq} + \beta_4 CV_{iq} + \beta_5 FE_{iq} + E_{iq}$$

(المعادلة: (٣)

جدول (٤) جدول توضيحي لمتغيرات المعادلة (٣)

شرح المتغير	رمز المتغير	متغيرات المعادلة باللغة الإنجليزية	متغيرات المعادلة باللغة العربية
يتمثل في عدد صفقات الشراء خلال باقي أيام الربع بعد استبعاد يوم إعلان الأرباح؛ بسبب عدم معرفة الوقت الذي حدث فيه الإعلان عن الأرباح وما إذا حدث الإعلان في وقت التداول أم بعد إغلاق السوق في ذلك اليوم (Ertan et al, 2019)	T	Buy Transactions	عدد صفقات الشراء
يتمثل في عدد صفقات الشراء خلال خمسة أيام قبل إعلان الأرباح (t-5)	T _{t-5}	Buy Transactions 5 Day Before	عدد صفقات الشراء لخمس أيام قبل
يتمثل في أعلى عائد مستقراً خلال الربع	H	High Extrapolated Return	أعلى عائد مستقراً
يتمثل في أقل عائد مستقراً خلال الربع	L	Low Extrapolated Return	أقل عائد مستقراً
يتمثل في حجم الشركة (FS) Firm Size ونمو الأرباح Profit Growth (PG) خلال الربع	CV	Control Variables	متغيرات ضابطة
التباين في سلوك تداول المستثمر الفرد على مدار ربع السنة (الفرق بين سلوك تداول المستثمر في الخمسة أيام قبل إعلان الأرباح وسلوك التداول في باقي أيام الربع)	FE	Fixed Effect	التأثيرات الثابتة على مستوى ربع الشركة

الأساليب الإحصائية لاختبار فرضية البحث:

فيما يلي عرض الأساليب الإحصائية المستخدمة لاختبار فرضية البحث:

ومن أجل تقدير واختبار النماذج السابقة، سوف يتم عرض الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث، ومن ثم تطبيق الاختبارات الآتية باستخدام البرنامج القياسي Eviews: التحقق من استقرارية السلاسل الزمنية للبيانات من خلال اختبار جذر الوحدة Unit Root-Test من خلال إجراء اختبار ديكي-فولر الموسع (-Augmented Dickey-Fuller).

١. التأكد من جودة وصحة النماذج التي تم التوصل إليها من خلال اختبار خصائص النموذج (معامل التحديد، معنوية إحصائية (F-statistics))
٢. اختبار تشخيص النموذج Diagnostic Test للتحقق من سلامة النموذج وهي الاختبارات الآتية :

- اختبار التوزيع الطبيعي Normality Test: التمثيل البياني واختبار Jarque-Bera للتوزيع الطبيعي لباقي النموذج.
- اختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation Test باستخدام اختبار ديربن واتسون Durbin-Watson.

نتائج البحث:

١. التوصيف الإحصائي لمتغيرات البحث :

يتم استخدام الإحصاء الوصفي لوصف الخصائص الرئيسية لبيانات البحث ومعرفة التباين داخل العينة وبناءً عليه يغطي هذا القسم التوصيف الإحصائي لبيانات ومتغيرات البحث.

ويعرض الجدول (٥) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث، والمتمثلة في المتغير المستقل وهو الإفراط في الاستقراء (مقياس العائد المستقرأ (ER)) والمتغير التابع وهو سلوك التداول معبراً عنه بقيمة المشتريات (b) وعدد صفقات الشراء (BT)

جدول (٥) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

عدد صفقات الشراء	قيمة المشتريات	العائد المستقراً	
1.1550	104730	0.0028	المتوسط الحسابي Mean
0.83029	201421	0.4186	الانحراف المعياري Std.Dev
672	672	672	عدد المشاهدات

المصدر : من إعداد الباحثة باستخدام مخرجات برنامج Eviews

يوضح الجدول السابق الانحراف المعياري والمتوسطات الحسابية للمتغيرات التابعة والمستقلة فالمتوسط الحسابي للمتغير المستقل وهو العائد المستقراً (ER) (٠.٠٠٢٨) وبانحراف معياري يساوي (٠.٠٤١٨٦). وبالنسبة للمتغيرات التابعة فالمتوسط الحسابي لقيمة المشتريات (b) يساوي (١٠٤٧٣٠) بانحراف معياري (٢٠١٤٢١) كما تشير نتائج الجدول - أيضاً - إلى أن المتوسط الحسابي لعدد صفقات الشراء يساوي (١.١٥٥٠) بانحراف معياري (٠.٨٣٠٢٩)

٢. نتائج اختبارات الفروض:

يعرض هذا الجزء النتائج التي توصل إليها البحث فيما يتعلق باختبار صحة الفرض الرئيس، وما ينبثق منه من فروض فرعية كما يلي:

• نتائج اختبار الفرض الفرعي الأول (H.1):

ينص هذا الفرض على أنه : "توجد علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة وقيمة مشتريات المستثمرين الأفراد".

ولاختبار صحة هذا الفرض، تم أولاً اختبار مستوى استقرارية البيانات باستخدام اختبار ديكي - فولر الموسع ADF، ثم استخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد باستخدام تحليل المربعات الصغرى OLS كما يلي:

• اختبار جذر الوحدة Unit Root Test:

يعرض الجدول (٦) نتائج اختبار ديكي - فولر الموسع ADF لجذر الوحدة لمتغيرات نموذج المشتريات؛ حيث تنص فرضية اختبار جذر الوحدة على وجود جذر وحدة في سلسلة المتغيرات؛ أي أن السلسلة غير مستقرة. ومن أجل رفض هذه الفرضية

والقول إن السلسلة مستقرة لآبد من أن تكون قيمة الاحتمال P-Value أقل من مستوى الدلالة المطلوب، وهو ٥%.
جدول (٦) اختبار جذر الوحدة ديكي – فولر الموسع للفرض الفرعي الأول

البيانات في مستواها العادي قيمة P	اسم المتغير
0.0000	b
0.0000	b_{t-5}
0.0006	b_{t-5} × H
0.0012	b_{t-5} × L
0.0000	FS
0.0000	PG
0.0000	FE

المصدر : من إعداد الباحثة باستخدام مخرجات برنامج Eviews.

ويتضح من نتائج الجدول (٦) أن كلتا المتغيرات مستقرة في مستواها العادي. ومن ثم تشير هذه النتائج إلى إمكانية تطبيق طريقة المربعات الصغرى (OLS) في تحليل النموذج دون الحصول على نتائج مزيفة.

• نتائج اختبار الفرض الفرعي الأول (H.1):

ومن أجل اختبار هذا الفرض تم استخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) في التحليل، ويعرض الجدول (٧) نتائج اختبار تحليل المربعات الصغرى لعلاقة الإفراط في الاستقراء بقيمة مشتريات المستثمرين الأفراد:

الجدول (٧): نتائج اختبار تحليل المربعات الصغرى OLS لعلاقة الإفراط في الاستقراء بقيمة مشتريات المستثمرين الأفراد

ثابت المعادلة (C)	FE	CV		$b_{t-5} \times L$	$b_{t-5} \times H$	b_{t-5}	اسم المتغير
		PG	FS				
0.47826	-0.5898	0.00005	0.00001	-0.1285	-0.2944	0.88016	قيمة B
10.4664	-38.973	0.0856	0.43722	-0.01027	-2.0106	42.1058	قيمة T
0.0000	0.00000	0.9318	0.6621	0.9182	0.0448	0.0000	الاحتمال (Prob)
0.83522						Adjusted R-squared	
596.357						قيمة اختبار F-Stat	
0.0000						معنوية النموذج F- Statistics (Prob)	
2.001481						Durbin-Watson stat	
672						المشاهدات	

المصدر: من إعداد الباحثة؛ باستخدام مخرجات برنامج Eviews بالتطبيق على المعادلة الآتية:

$$b_{iq} = a_0 + \beta_1 b_{t-5 \text{ iq}} + (\beta_2 b_{t-5 \text{ iq}} \times H_{iq}) + (\beta_3 b_{t-5 \text{ iq}} \times L_{iq}) + \beta_4 CV_{iq} + \beta_5 FE_{iq} + E_{iq}$$

ويتضح من نتائج الجدول (٧) ما يلي :

١. وجود اتجاه عام بالشراء من قبل المستثمرين الأفراد قبل إعلان الأرباح بخمسة أيام (b_{t-5})، مما يعني أن الزيادة بوحدة واحدة في المشتريات قبل إعلان الأرباح بخمسة أيام يقابلها زيادتها مقدارها (٠.٨٨٠) في المشتريات خلال الربع عند مستوى معنوية ($t = ٤٢.١٠٦$) وبقيمة احتمالية (٠.٠٠٠) أقل من مستوى الدلالة المطلوب وهو ٥%.

٢. بالنسبة لقيمة مشتريات المستثمرين الأفراد قبل إعلان الأرباح بخمسة أيام (b_{t-5}) في الشركات ذات أعلى عائد مستقراً (H)، تشير قيمة B لها إلى وجود علاقة ارتباط

- عكسية معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع وهو (قيمة المشتريات) والمتغير المستقل وهو (أعلى عائد مستقراً H)، وذلك بقيمة (-٠.٢٩٤) وذلك عند مستوى معنوية (-٢.٠١١) بقيمة احتمال (٠.٠٤٥).
٣. بالنسبة لقيمة مشتريات المستثمرين الأفراد قبل إعلان الأرباح بخمسة أيام (b_{t-5}) في الشركات ذات أقل عائد مستقراً (L)، تشير قيمة B لها إلى عدم وجود علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع وهو (قيمة المشتريات) والمتغير المستقل وهو (أقل عائد مستقراً L)؛ نظراً لكون قيمة الاحتمال (٠.٩١٨) وهي أكبر من مستوى الدلالة ٥%.
٤. كما يتضح من الجدول السابق فإن قيمة t^2 تساوي (٠.٨٣٥) والتي تشير إلى أن متغيرات هذا النموذج تفسر ٨٣.٥% من التغير الذي يحدث في قيمة المشتريات، وهي تمثل نسبة مرتفعة ومن ثم يتم قبول هذه الفرضية. والتي تشير نتائج تحليل الانحدار لها إلى أنه كلما كانت الشركة في الفئة الأولى من مقياس العائد المستقراً (ذات أعلى عائد مستقراً H) أدى ذلك إلى انخفاض قيمة مشتريات المستثمرين بها قبل إعلان الأرباح.
٥. كما تشير نتائج التحليل - أيضاً - إلى عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرات الضابطة (حجم الشركة (FS) ونمو الأرباح (PG)) وقيمة مشتريات المستثمرين الأفراد.
٦. بالنظر إلى ثابت المعادلة نلاحظ أن قيمته موجبة وذات دلالة معنوية، وهو ما يشير إلى وجود عوامل أخرى غير التي تم تناولها تؤثر في قيمة مشتريات المستثمرين الأفراد.
٧. كما يشير معامل معنوية النموذج (F-Statistics (Prob) إلى معنوية هذه النتائج عند مستوى دلالة (٠.٠١).

• اختبار الفرض الفرعي الثاني (H.2):

ينص هذا الفرض على أنه: توجد علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفراط في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة وعدد صفقات شراء المستثمرين الأفراد.

ولاختبار صحة هذا الفرض تم أولاً اختبار مستوى استقرار البيانات، ثم استخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد باستخدام تحليل المربعات الصغرى OLS لاختبار فرض الدراسة كما يلي:

• اختبار جذر الوحدة Unit Root Test:

يعرض الجدول (٨) نتائج اختبار ديكي – فولر الموسع ADF لجذر الوحدة لمتغيرات نموذج عدد صفقات الشراء؛ حيث تنص فرضية اختبار جذر الوحدة على وجود جذر وحدة في سلسلة المتغيرات؛ أي أن السلسلة غير مستقرة. ومن أجل رفض هذه الفرضية، والقول ان السلسلة مستقرة لابد من أن تكون قيمة الاحتمال P-Value أقل من مستوى الدلالة المطلوب، وهو ٥%.

جدول (٨) اختبار جذر الوحدة ديكي – فولر الموسع للفرض الفرعي الثاني

البيانات في مستواها العادي قيمة P	اسم المتغير
0.0000	T
0.0000	T_{t-5}
0.0000	$T_{t-5} \times H$
0.0000	$T_{t-5} \times L$
0.0000	FS
0.0000	PG
0.0000	FE

المصدر: من إعداد الباحثة؛ باستخدام مخرجات برنامج Eviews

ويتضح من نتائج الجدول (٨) أن كلتا المتغيرات مستقرة في مستواها العادي. ومن ثم تشير هذه النتائج إلى إمكانية تطبيق طريقة المربعات الصغرى (OLS) في تحليل النموذج دون الحصول على نتائج مزيفة.

• نتائج اختبار الفرض الفرعي الثاني (H.2):

ومن أجل اختبار هذا الفرض تم استخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) في التحليل، ويعرض الجدول (٩) نتائج اختبار تحليل المربعات الصغرى لعلاقة الإفراط في الاستقراء بعدد صفقات الشراء.

الجدول (٩): نتائج اختبار تحليل المربعات الصغرى OLS لعلاقة الإفراط في الاستقراء بعدد صفقات الشراء

ثابت المعادلة (C)	FE	CV		$T_{t-5} \times L$	$T_{t-5} \times H$	T_{t-5}	اسم المتغير
		PG	FS				
0.535480	-0.20926	0.00007	0.0000 2	-0.0029	0.856201	0.19306	قيمة B
25.14551	-10.8844	0.15896	1.2470 7	-0.0131	3.217041	7.20328	قيمة T
0.0000	0.0000	0.873	0.2128	0.9895	0.0014	0.0000	الاحتمال (Prob)
0.294058				Adjusted R-squared			
64.0979				قيمة اختبار F-Stat			
0.0000				معنوية النموذج F-Statistics (Prob)			
1.958057				Durbin-Watson stat			
672				المشاهدات			

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام مخرجات برنامج Eviews بالتطبيق على المعادلة؛ الآتية:

$$T_{iq} = a_0 + \beta_1 T_{t-5 it} + (\beta_2 T_{t-5 iq} \times H_{iq}) + (\beta_3 T_{t-5 iq} \times L_{iq}) + \beta_4 C_{V iq} + \beta_5 FE_{iq} + E_{iq}$$

يتضح من نتائج الجدول (٩) ما يلي :

١. وجود زيادة في عدد صفقات الشراء التي يقوم بها المستثمرون الأفراد قبل إعلان الأرباح بخمسة أيام (T_{t-5})؛ مما يعني أن الزيادة بوحدة واحدة في عدد صفقات

- الشراء التي يقوم بها المستثمرون الأفراد قبل إعلان الأرباح بخمسة أيام يقابلها زيادتها مقدارها (٠.١٩٣) في عدد صفقات الشراء خلال الربع عند مستوى معنوية ($t=7.203$)، وبقيمة احتمالية ($p=0.000$) أقل من مستوى الدلالة ٥%.
٢. بالنسبة لعدد صفقات الشراء التي يقوم بها المستثمرون الأفراد قبل إعلان الأرباح بخمسة أيام (T_{t-5}) في شركات الفئة الأولى من مقياس العائد المستقر (ذات أعلى عائد مستقر) تشير قيمة B لها إلى وجود علاقة ارتباط موجبة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع وهو (عدد صفقات الشراء) والمتغير المستقل وهو (أعلى عائد مستقر H). بقيمة (٠.٨٥٦)، وذلك عند مستوى معنوية (٣.٢١٧) بقيمة احتمال (٠.٠٠١٤). وبالتالي يرتبط عدد صفقات الشراء التي يقوم بها المستثمرون الأفراد بكون الشركة في الفئة الأولى من مقياس العائد المستقر (ذات أعلى عائد مستقر H).
٣. بالنسبة لعدد صفقات الشراء التي يقوم بها المستثمرون الأفراد قبل إعلان الأرباح بخمسة أيام (T_{t-5}) في شركات الفئة الثالثة من مقياس العائد المستقر (ذات أقل عائد مستقر L) تشير قيمة B لها إلى عدم وجود علاقة ارتباط موجبة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع وهو (عدد صفقات الشراء) والمتغير المستقل وهو (أقل عائد مستقر L)؛ نظراً لكون قيمة الاحتمال (٠.٩٨٩) أكبر من مستوى الدلالة ٥%، وبالتالي فإن صفقات الشراء التي يقوم بها المستثمرون الأفراد لا ترتبط بكون الشركة في الفئة الثالثة من مقياس العائد المستقر (ذات أقل عائد مستقر L).
٤. وكما يتضح من الجدول السابق فإن قيمة 2 تساوي (٠.٢٩٤) والتي تشير إلى أن متغيرات هذا النموذج تفسر حوالي ٢٩% من التغير الذي يحدث في عدد صفقات الشراء قبل إعلان الأرباح، وهي نسبة ليست مرتفعة بشكل كبير مقارنةً بال R^2 لقيمة المشتريات، ولكن قد تشير هذه النتيجة بشكل عام إلى وجود إفراط في الاستقراء من قبل المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصرية، لأن نتائج تحليل الانحدار تشير إلى أنه كلما كانت الشركة في الفئة الأولى من مقياس العائد المستقر (ذات أعلى عائد مستقر H) أدى ذلك إلى زيادة عدد صفقات الشراء قبل إعلان الأرباح.
٥. كما تشير نتائج التحليل - أيضاً - إلى عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغيرات الضابطة (حجم الشركة FS) ونمو الأرباح (PG) وعدد صفقات الشراء.
٦. وبالنظر إلى ثابت المعادلة؛ نلاحظ أن قيمته موجبة وذات دلالة معنوية، وهو ما يشير إلى وجود عوامل أخرى غير التي تم تناولها تؤثر في صفقات الشراء التي يقوم بها المستثمرون الأفراد.
٧. كما يشير معامل معنوية النموذج F -Statistics (Prob) إلى معنوية هذه النتائج عند مستوى دلالة (٠.٠١).

٣. مناقشة، وتفسير اختبارات الفروض:

استهدف البحث الحالي التعرف على علاقة إفراط المستثمرين الأفراد في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة بسلوك شرائهم، وبناءً عليه قامت الباحثة باختبار فروض البحث، وفيما يلي عرض لنتائج اختبار هذه الفروض:

■ أسفرت نتائج الفرض الفرعي الأول عن وجود علاقة ارتباط سلبية ذات دلالة إحصائية بين الإفراط في الاستقراء وقيمة مشتريات المستثمرين الأفراد قبل إعلان الأرباح، وترى الباحثة أن تجنب المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصري شراء أسهم الشركات التي يكون لها تاريخ من الأداء الجيد (أي التي لها عائد مستقر عالٍ)، بأن هؤلاء المستثمرين قد يتبعون سلوكًا معاكسًا للإفراط في الاستقراء وهو السلوك المناقض، أو ما يسمى باستراتيجية التناقض (Contrarian Strategies)، ويمكن تفسير ذلك بأن المستثمرين الأفراد يعتقدون أن أسهم هذه الشركات مقبلة بقيمة أعلى من قيمتها الحقيقية وسوف ترتد إلى متوسطها مرة أخرى؛ فقد يكون هناك خوف لدى المستثمرين من فقدان المكاسب المحتملة في المستقبل أو من تأثر الأسعار بتغييرات في الشركات أو التشريعات، أو بسبب الضغط البيعي الذي قد يؤدي إلى ارتفاع الأسعار بشكل مفرط.

وتتفق نتائج هذا الفرض مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة، كدراسة (eg: Grinblatt et al, 2000; Brav et.al, 2005; Hirshleifer et al, 2008) كما لم تجد دراسة (Safdar, 2009) دليلاً على تأثير المستثمرين الأفراد بالإفراط في الاستقراء. ولكن على النقيض من ذلك وجدت دراسات كل من (eg: He & Shen, 2010; Greenwood & Shleifer, 2014; Ertan, et al, 2019) دليلاً على إفراط المستثمرين الأفراد في الاستقراء بشكل كبير.

■ أسفرت نتائج الفرض الفرعي الثاني عن وجود علاقة ارتباط معنوية موجبة ذات دلالة إحصائية بين الإفراط في الاستقراء وعدد صفقات شراء المستثمرين الأفراد قبل إعلان الأرباح، وترى الباحثة أن نتائج هذا الفرض تشير إلى وجود إفراط في الاستقراء من قبل المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصرية، حيث تشير نتائج تحليل الانحدار إلى أنه كلما كان لدى الشركة عوائد إعلانات أرباح عالية سابقاً أدى ذلك إلى زيادة عدد صفقات الشراء قبل إعلان الأرباح التالي، ويمكن تفسير ذلك بأن المستثمرين يتفعلون بشأن الشركات التي لديها تاريخ من عوائد إعلانات الأرباح المرتفعة ويتشاءمون بشأن الشركات التي لديها تاريخ من عوائد إعلانات الأرباح المنخفضة، ومن ثم فهم يتداولون بناءً على ذلك؛ نظراً لتوهمهم باستمرار العوائد في الاتجاه نفسه ومن ثم يمكنهم ذلك من تحقيق عوائد غير عادية، في حين أنه من الناحية

العملية فإن معظم الأسهم لا يمكنها الحفاظ على معدلات نموها السابقة، وتعود هذه الأسهم إلى متوسط أدائها مرة أخرى.

وجاءت نتائج هذا الفرض متفقة مع ما توصلت إليه كل من دراسة (eg: Frieder, 2008; Greenwood & Shlefer, 2014; Retiz et al, 2015; Cho et al, 2015; Ertan et.al, 2015; Ertan et.al, 2016; Fich & Xu, 2018; Ertan et.al, 2019; Atmaz, 2020; Ertan et.al, 2022) والتي توصلت نتائجها إلى إفراط المستثمرين في الاستقراء بشكل كبير؛ وذلك لاعتماد المستثمرين على العوائد السابقة عند تشكيل توقعاتهم بشأن العوائد المستقبلية.

٤. استنتاجات البحث:

من خلال المناقشة السابقة لنتائج البحث الحالي يمكن التوصل إلى عدد من

الاستنتاجات التي يمكن عرضها فيما يلي:

١. أسفرت نتائج البحث عن وجود علاقة ارتباط معنوية موجبة ذات دلالة إحصائية بين الإفراط في الاستقراء وعدد صفقات الشراء التي يقوم بها المستثمرون الأفراد قبل إعلان الأرباح التالي، حيث يعد ذلك مؤشراً جزئياً على أن المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصرية يفرطون في استقراء عوائد إعلانات الأرباح السابقة عند تشكيل توقعاتهم عن المستقبل؛ وهو ما يعني أن المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصرية يستندون إلى أحدث أداء سابق للشركات لبناء تصور يمكن أن يعتمدوا عليه عند اتخاذ قرارات الشراء، دون الأخذ في الاعتبار كافة الأحداث والمعلومات المؤثرة في هذا الأداء.

٢. بينت نتائج البحث اختلاف نتائج تحليل علاقة الإفراط في الاستقراء بسلوك شراء المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصرية عند استخدام قيمة المشتريات وعدد صفقات الشراء كمقياس لسلوك الشراء، حيث أظهرت نتيجة تحليل الفرض الفرعي الأول وجود علاقة ارتباط سلبية بين الإفراط في الاستقراء وقيمة المشتريات، في حين أظهرت نتيجة تحليل الفرض الفرعي الثاني وجود علاقة ارتباط إيجابية بين الإفراط في الاستقراء وعدد صفقات الشراء، وقد يرجع هذا الاختلاف إلى اختلاف حجم التداول بين فئات المستثمرين (كبار المستثمرين وصغار المستثمرين) في الأسواق المالية، فقد يكون هناك عدد كبير من الصفقات من قبل صغار المستثمرين، ولكن لا تؤثر بشكل كبير في قيمة المشتريات، وذلك لأن صغار المستثمرين يتداولون على عدد صغير من الأسهم في الصفقة الواحدة، ومن ثم يظهر تأثيرهم في زيادة عدد الصفقات وليس في قيمة المشتريات، وعلى العكس من ذلك فقد تؤثر صفقة شراء واحدة من قبل كبار المستثمرين بشكل كبير في قيمة المشتريات، لأن هؤلاء المستثمرون يتداولون على مئات الآلاف من الأسهم في

الصفقة الواحدة، فقد يسجل أحد كبار المستثمرين صفقة واحدة تتفوق قيمتها عن قيمة عشرات أو مئات الصفقات التي يقوم بها صغار المستثمرون، كما أنه قد يكون هؤلاء المستثمرين من صغار المستثمرين والذين ليس لديهم الخبرة الكافية بسوق رأس المال، والتي تمكنهم من اتخاذ قرار استثماري سليم، وبالتالي فهم الأكثر عرضة للوقوع في الإفراط في الاستقراء، ويمكن الاستفادة من هذه النتيجة من خلال مساعدة المستثمرين في فهم طبيعة العملية الاستثمارية وطبيعة عمل الأسواق المالية.

٣. بينت نتائج البحث أن هناك تعقيدًا كبيرًا وعدم تجانس في سلوك شراء المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية المصرية، وقد يرجع ذلك الاختلاف حجم محافظ المستثمرين الأفراد واختلاف فئاتهم (كبار المستثمرين، وصغار المستثمرين).

٤. توصيات البحث:

يوصى البحث الحالي بالآتي:

- لكي يتجنب المستثمرون الوقوع في تحيز الإفراط في الاستقراء لابد لهم من أن يقوموا بعمل إعادة توازن لممتلكاتهم أو محافظهم الاستثمارية كل عام أو بشكل دوري على الأقل، وبالتالي لابد أن يضع المستثمر خطة مالية وإستراتيجية استثمار حتى يتمكن من إعادة توازن محفظته بشكل مناسب.
- يجب على المستثمرين الاستفادة من برامج التوعية والدورات التدريبية التي تقدمها لهم شركات السمسرة أو إدارة سوق الأوراق المالية؛ وذلك من أجل تحسين قدراتهم على قراءة المعلومات المالية، واتخاذ قرارات استثمارية مبنية على أسس علمية
- يجب على الجهات المسؤولة (شركات السمسرة، المؤسسات المالية، هيئة سوق المال) زيادة الاهتمام والمعرفة سواء بتحيز الإفراط في الاستقراء أو التحيزات السلوكية المختلفة ومدى تأثيرها في سلوك التداول وأسعار الأسهم؛ من أجل توفير رؤية واضحة عن نظرية التمويل السلوكي من خلال التواصل مع المراكز البحثية والأكاديمية؛ وذلك لرفع مستوى كفاءة الاستثمار لدي المستثمرين.
- يجب أن تقوم هيئة سوق المال بسن التشريعات والقوانين التي تساعد في تنشيط عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، وإدخال بعض الأدوات والسياسات التي تعمل على زيادة كفاءة السوق مثل: برامج صناع السوق، ونظم الشراء والبيع على المكشوف، بالإضافة إلى تخفيض تكاليف تداول الأوراق المالية وتراخيص الوساطة المالية.
- يجب أن تعمل هيئة سوق المال على معالجة ضعف التداول في سوق الأوراق المالية من خلال زيادة وعي المستثمرين بأهمية الأسواق المالية وإقامة الدورات التدريبية والورش التعريفية بآلية السوق والقوانين المنظمة للتداول به.

٥. دراسات مستقبلية مقترحة:

- يقترح البحث الحالي إجراء دراسات مستقبلية حول الموضوعات الآتية:
 - دراسة علاقة الإفراط في الاستقراء بسلوك شراء المستثمرين المؤسسين، وكذلك التحقق من مدى وقوع محلي الأوراق المالية في تحيز الإفراط في الاستقراء عند التنبؤ بأداء الأسهم في المستقبل.
 - إجراء دراسة مستقبلية يتم فيها الفصل بين الفئات المحتملة للمستثمرين الأفراد كالفصل بين صغار المستثمرين وكبارهم لتحديد أي منهم أكثر عرضة للوقوع في هذا التحيز.
 - اختبار مدى وجود تحيز الإفراط في الاستقراء باستخدام محددات أخرى غير إعلانات الأرباح، كتوزيعات الأرباح، وإعلانات الاندماج، والاستحواد.

مراجع البحث:

المراجع باللغة العربية:

- أحمد، هبة السيد بدوي. (٢٠١٦). تأثير التحيزات السلوكية على قرارات المستثمرين الأفراد في سوق الأسهم المصرية، مجلة المدرس الناجح، ص ٨٥-٩٧.
- الإمبابي، محمد. (٢٠١٧). التمويل السلوكي وأثره على سوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر، ص ٢٣-٨٥.
- ابن سائنة، عبدالرحمن. ، نعاس، صلاح الدين، بن ضب، على. (٢٠١٧). "الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال"، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، ١ (٢)، ص ١٢-٣٠.
- مبارك، بن زاير؛ عبدالوهاب، بن زاير. (٢٠١٧). نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، ٣ (١).
- حسن، وسام محسن عبد العزيز. (٢٠١٦). أثر الثقة الزائدة، وأثر النزعة، وأثر الانحياز التمثيلي على خصائص وأداء محافظ المستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.
- الجعيد، ساير ساعد ساير. (٢٠٢٣) انعكاس جائحة فيروس كورونا المستجد (COVID-19) على السوق المالية السعودية (دراسة تحليلية). مجلة البحوث المالية والتجارية، ٢٤ (٢)، ص ٢٧٩-٣١٠.

المراجع باللغة الأجنبية:

- Atmaz, A. (2020). Stock return extrapolation, option prices, and variance risk premium, <http://ssrn.com/abstract=3525764>
- Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785-818
- Barberis, N, Shleifer, A, Vishny, R. (1998). A Model of Investor sentiment, *Journal of Financial Economics*, 49 (3), 307-343.
- Benartzi, S. (2001). Excessive extrapolation and the allocation of 401(k) accounts to Company stock. *Journal of Finance*, 55(5), 1747-1764.
- Bloomfield, R., Libby, R., Nelson, M, W. (2000). Underreactions, overreactions and moderated confidence, *The Journal of Financial Markets*, 3 (2), P 133-137.
- Brav, A, Lehavy, R, Michealy, R. (2005). Using expectations to test asset pricing model. *Financial Management*, 34 (3), P 31-64.
- Camerer, C. (1987). Do Biases in probability Judgment Matter in Markets? *Experimental Evidence*. *American Economic Review*, 77 (5), P 981-997..
- Cassella, S., Gulen, H. (2017). Extrapolation bias and the predict ability of stock returns by price –scaled variables, <http://ssrn.com/abstract=2676860>.
- Chen, Z. (2021). *Extrapolation Beliefs and the Value Premium*, Doctor of philosophy, west Lafayette, Indiana.
- Cho, H., Choi, S., Hwang, L. S., & Lee, W. J. (2015). Extrapolation Bias in Explaining the Asset Growth Anomaly: Evidence from Analysts' Multi-Period Earnings Forecasts. Available at SSRN 2378215.

- Da, Z., Huang, X., Jin, L. (2018), Extrapolative beliefs in the cross-section: what can we learn from the crowds?, *Journal of Financial Economics*, 140(1), p175-196.
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact?. *Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- De Bondt, W. P. (1993). Betting on trends: Intuitive forecasts of financial risk and return. *International Journal of forecasting*, 9(3), 355-371.
- Deng, k. Peng, j. Zhang, Y. (2022). Real options with overextrapolation. *Economic Modelling*, Volume 114.
- Easterwood, J. C., Nutt, S, R. (1999). Inefficiency in analysts' Earnings forecasts: Systematic misreaction or systematic optimism?. *Journal of Finance* 54 (5), P 1777-1797.
- Ertan, A., Karolyi, S. A., Kelly, P., & Stoumbos, R. C. (2016). Pre-earnings announcement over-extrapolation. Working paper, University of Notre Dame, p 1-53.
- Ertan, A., Karolyi, S., Kelly, P., Stoumbos, R. (2015). Pre-earnings announcement Over-extrapolation, Working paper, P1-23.
- Ertan, A., Karolyi, S., Kelly, P., Stoumbos, R. (2019). Individual investor. Overextrapolation, <http://ssrn.com/abstract=2720575>. Working paper, P 1-52.
- Ertan, A., Karolyi, S., Kelly, P., Stoumbos, R. (2022). earnings announcement Return extrapolation, Working paper, p 1-63.
- Fich, E., Xu, G. (2018). Are market reactions to M & As biased by over-extrapolation of salient news, Drexel University and WHU, Working paper, P 1- 54.
- Frieder, L. (2008). Investor and price response to patterns in earnings surprises. *Journal Financial Markets*, 11(3), 259-283.

- Gao, J. (2019). Investor overconfidence, over-extrapolation bias, mutual fund flow and performance. Doctor of philosophy in management.
- Greenwood, R, Hanson, S. (2015). Waves in ship price and investment. The Quarterly Journal of Economics 130 (1), P 55-109.
- Greenwood, R., Shleifer, A. (2104). Extrapolation of returns and expected returns, the Review of financial studies, 27 (3), P 717-746.
- Grinblatt.M, Keloharju.M, 2000, The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finlanda's unique data set, Journal of Financial Economics, 55, P 43-67.
- He, W, Shen, J. (2010). Investor Extrapolation and Expected Rturns, Journal of Behavioral Finance, 11(3), p 150-160.
- Hirshleifer, D. A., Myers, J. N., Myers, L. A., & Teoh, S. H. (2008). Do individual investors cause post-earnings announcement drift? Direct evidence from personal trades. The Accounting Review, 83(6), 1521-1550.
- Irshad, S, Badshah, W, Hakam, U. (2016). Effect of representativeness bias on investment decision making, journal of management and administrative sciences review, 5(1), P 26-30.
- Johnson, T. L., & So, E, E. (2018). Asymmetric trading cost prior to earnings announcement Implications for price discovery and returns. The Journal of Accounting research, 56(1), 639-680.
- Kaniel, R, liu, S, saar, G, titman, S. (2012). Individual Investor Trading and Return Patterns around Earnings Announcements, The Journal Of Finance, 67 (2), P.639-680.
- Rapp, A. (2014). Extrapolation bias as a manifestation of the representativeness heuristic : Evidence from the content analysis, Master Thesis, University

- Retize, S., Pierdzioch, C., Rulke, J. (2015). Nonlinear Expectation Formation in the U.S. Stock Market. <http://hdl.handle.net/10419/113210>.
- Safdar, I. (2009). A joint test of accounting information and investor sentiment theory. Available at SSRN 1483396.
- Shefrin, H., and Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of Finance*. 40 (3), 777-790.
- SO, E., Wang, S. (2014). News driven return reversals: Liquidity provision ahead of earnings announcement, *Journal of Financial Economics*, P 1-38.
- Solt, M., Statman, M. (1989). Good Companies, Bad stocks. *The Journal of Portfolio Management*, 15, P 39-44.
- Teoh, S, H., Wong, T, K. (2002). Why new issues and high-accrual firms underperform: The role of analysts' credulity. *The Review of Financial Studies* 15 (3), P 869-900.
- Tversky, A., Kahneman, D, 1974, judgment under uncertainty: heuristics and biases, *Journal of Science*, 185 (4157), P 1124-1131.
- Vissing-Jorgensen, A. (2003). Perspectives on behavioral finance: Does "irrationality" disappear with wealth? Evidence from expectations and actions. *VBER macroeconomics annual* 18, P 139-194.