



التأثير المُعدل لتحريير سعر صرف العملات الأجنبية وخصائص الشركات على العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم عبر الدور الوسيط لحجم التداول

دراسة اختبارية على الشركات المسجلة في مؤشر EGX70

إعداد

د. دلال محمد إبراهيم محمد

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة (بنات) – جامعة الأزهر

dalal.mohamed@azhar.edu.eg

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد الخامس - العدد الأول – الجزء الثاني - يناير ٢٠٢٤

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

محمد، دلال محمد إبراهيم (٢٠٢٤). التأثير المُعدل لتحريير سعر صرف العملات الأجنبية وخصائص الشركات على العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم عبر الدور الوسيط لحجم التداول: دراسة اختبارية على الشركات المسجلة في مؤشر EGX70. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٥(١)، ٦٦٧-٧٠٥.

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

التأثير المُعدل لتحرير سعر صرف العملات الأجنبية وخصائص الشركات على العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم عبر الدور الوسيط لحجم التداول

دراسة اختبارية على الشركات المسجلة في مؤشر EGX70

د. دلال محمد إبراهيم محمد

المُلخَص:

تناولت الدراسة الحالية اختبار أثر سلوك القطيع على حجم التداول، واختبار أثر حجم التداول على عوائد الأسهم، واستهدفت أيضاً تحديد أثر سلوك القطيع على عوائد الأسهم، والتعرف على الدور الوسيط لحجم التداول في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم، كما تناولت الدراسة الدور المُعدل لتحرير سعر صرف العملات الأجنبية وخصائص الشركات في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم في وجود حجم التداول كمتغير وسيط، من خلال القيام بدراسة اختبارية على الشركات المسجلة في مؤشر EGX70 في الفترة من ٢٨ مارس ٢٠٢٢ حتى ٣٠ إبريل ٢٠٢٣، وقد أسفرت الدراسة عن عدة نتائج؛ أن لسلوك القطيع تأثيراً معنوياً على (١) حجم التداول على أسهم الشركات، وعلى (٢) عوائد أسهمها، كما كشفت النتائج أيضاً عن وجود (٣) تأثير معنوي لحجم التداول على عوائد الأسهم في تلك الشركات، وعن (٤) توسط حجم التداول في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم فيها، وأخيراً فقد أوضحت نتائج الدراسة أن الدور الوسيط لحجم التداول في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم يختلف بتحرير سعر صرف العملات الأجنبية وخصائص الشركات.

الكلمات المفتاحية: تحرير سعر صرف العملات الأجنبية – خصائص الشركات – سلوك القطيع – حجم التداول – عوائد الأسهم.

أولاً: المقدمة:

مما لا يدع مجالاً للشك أنه عندما يحصل المستثمرون بشكل كامل على المعلومات المالية ويتم استخدامها بشكل فعال فإن اتجاه أسعار الأسهم يعكس سلوك هؤلاء المستثمرين مما يؤدي لسرعة ودقة نقل المعلومات في سوق الأوراق المالية، إلا أنه بسبب الاختلافات في قبول المعلومات وقدرات المعالجة لدى مختلف المستثمرين فتظهر فقاعات الأسواق المالية، وبسبب عدم تماثل المعلومات فغالباً ما يتجاهل المستثمرون معلوماتهم الخاصة ويتربحون تصرفات الآخرين وهنا يظهر سلوك القطيع (Herd Behavior) والذي أصبح فرعاً بحثياً مهماً للتمويل السلوكي [1]. يعتبر سلوك القطيع إحدى التحيزات السلوكية الهامة والظواهر الشاذة في الأسواق المالية والتي نالت اهتماماً كبيراً من قبل العديد من الباحثين في الأونة الأخيرة لماله من تأثير على أحجام التداول وأداء السوق بشكل عام، بالإضافة لكونه يُشكل تهديداً على استقرار الأسواق المالية، كما أن له دور كبير في إيجاد تيريرات لقرارات التداول غير العقلانية وخصوصاً في فترات عدم الاستقرار والأزمات المالية.

ويتأثر سلوك القطيع بالمعلومات الخاطئة والمخاوف المتعلقة بالسمعة وأنظمة المكافآت، بالإضافة لحجة التسلسل المعلوماتي، فمن المرجح أن يأخذ المستثمرون الذين لديهم إمكانية الوصول إلى معلومات أكثر موثوقية ودقة زمام المبادرة، ومن المرجح أن يسير الآخرون الأقل معرفة على خطاهم حيث يمكن للمستثمرين الآخرين استنتاج نوع المعرفة التي كانت لدى المتبنين الأوائل من خلال رؤية سلوكهم، إلا أن هذا الاختيار قد لا يكون سليماً في جميع الأحوال مما يؤدي لزيادة تقلبات السوق في حالة اتباع سلوك القطيع [2].

وفي ذات السياق يُعتبر حجم التداول (Trading Volume) عاملاً مهماً في اتخاذ القرار الاستثماري، حيث يهتم المستثمرون بالمعلومات الخاصة التي بحوزة بقية المستثمرين بهدف تحقيق وتعظيم الأرباح، ولذلك يُعد حجم التداول أداة مهمة في التنبؤ بحركة اتجاه أسعار الأسهم، وبالتالي تمكين المستثمر من تعظيم ثروته، ويُعتبر حجم التداول القوة الدافعة خلف حركة الأسعار لأنه مرةً لمدى إقبال المتعاملين في الشراء أو البيع، وبالتالي يعود سبب أي ارتفاع للأسعار إلى زيادة الطلب على العرض، وهو ما يُترجم عملياً وعلى أرض الواقع إلى زيادة في طلبات الشراء بأسعار مرتفعة نسبياً لجذب البائعين، مما يزيد من حجم التداول والعكس صحيح [3].

وعند اختيار الأسهم والاستثمار المربح يجب مراعاة تقلبات الأسعار وحجم تداول الأسهم، وبالتالي يحتاج المستثمرون لمهارة معالجة المعلومات في السوق المتقلب والذي يُظهر صعوداً وهبوطاً، ونظراً لافتقار المستثمرين لهذه المهارة وعدم قدرتهم على معالجة المعلومات فإنهم يتربحون تصرفات الآخرين مما يؤدي لظهور سلوك القطيع واتخاذ قرارات مالية تستند لقرارات المستثمرين الآخرين مما يعكس على حجم التداول في الأسواق المالية [4].

لذا فإن إدراك المستثمر لتوقعات العائد على الأسهم Stock Return يتأثر ويتغير طبقاً للاتجاهات السائدة لدى المستثمرين الآخرين، بمعنى أن الأسعار قد لا تعكس القيم الحقيقية للأصول بقدر ما تعكس توقعات المستثمرين حول تقييم المستثمرين الآخرين لهذه الأصول، حيث أن اندفاع المستثمرين نحو الاستثمار في سهم معين أو أداة استثمارية معينة يعتمد على اتباع سلوك المستثمرين الآخرين حول الاتجاه المستقبلي لحركات أسعارها، لذلك فإن سعر السهم النهائي يعتمد جزئياً أو كلياً على توقعات المستثمرين، فإذا كان الإنطباع العام لدى جمهور المتعاملين أن هناك زيادة ستحدث في سعر سهم معين سيندفع المتعاملون في السوق المالي لشراء هذا السهم أو إحلاله محل سهم آخر في المحفظة، مما يؤدي لزيادة حجم التداول ومن ثم رفع سعر السهم، ويساعد في الحصول على عوائد للأسهم غير عادية [5].

وقد مر الاقتصاد المصري في الأونة الأخيرة بالعديد من الأزمات المالية والظروف الاقتصادية والتي إنعكست على أداء الأسواق المالية والتي من أهمها تحرير سعر صرف العملات الأجنبية Liberalization Of The Foreign Exchange Rate والذي يُعد عنصراً من العناصر الأساسية التي تؤثر على كافة النواحي الاقتصادية والمالية، ومن النظم التي يمكن أن تقررها الحكومات لإستعادة التوازن وتحقيق الاستقرار للاقتصاد الوطني هو اتخاذ قرار بشأن تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة المحلية أمام العملات الأجنبية وهو من القرارات التي لها تداعيات مباشرة على الأسواق المالية وخاصة أسواق الأسهم من خلال التأثير على قيمة الأصول الحقيقية المسجلة في الأسواق المالية وتدفقاتها النقدية بالإضافة لسعر الخصم المستخدم في خصم هذه التدفقات [6 - 7]، وفي ظل هذه الظروف لا يمتلك جميع المستثمرين القدرة على معالجة المعلومات، وبالتالي يقوموا

بترقب تصرفات مستثمرين آخرين لديهم القدرة على اتخاذ القرارات المالية في مثل هذه الأوضاع وتقليد قراراتهم مما يؤدي لظهور سلوك القطيع، والذي يساهم بدوره في زيادة حركة التداول على أسهم الشركات، ومن ثم سيؤدي ذلك لارتفاع أسعار الأسهم وتحقيق عوائد غير عادية.

وتنعكس خصائص الشركات Firms Characteristics مثل (الحجم، الربحية، هيكل الملكية، والرافعة المالية) على الأداء المالي للشركات وبالتالي عوائد أسهمها، كما تؤثر خصائص الشركات على جذب المستثمرين لشراء أسهمها مما يزيد من سلوك القطيع، والذي ينعكس بدوره على حجم التداول على أسهم هذه الشركات، الأمر الذي يترتب عليه ارتفاع أسعار الأسهم، ومن ثم تحقيق عوائد غير عادية.

ونظرًا لتجاهل الدراسات العربية إلى حد ما بحث العلاقة بين خصائص الشركات وتحريك سعر صرف العملات الأجنبية وسلوك القطيع وحجم التداول وعوائد الأسهم، لذا تتناول الباحثة في دراستها الحالية "التأثير المُعدل لتحرير سعر صرف العملات الأجنبية وخصائص الشركات على علاقة سلوك القطيع بعوائد الأسهم عبر توسيط حجم التداول في الشركات المسجلة في مؤشر EGX70".

ثانيًا: مراجعة أدبيات الدراسة، وتطوير الفرضيات:

يتم في هذا الجزء مراجعة الأدبيات المتعلقة بمفهوم سلوك القطيع وعوائد الأسهم، أخذًا في الاعتبار وجود حجم التداول كمتغير وسيط في تلك العلاقة، ودراسة الأثر المُعدل لتحرير سعر صرف العملات الأجنبية وخصائص الشركات على العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم عبر توسيط حجم التداول، ومن ثم صياغة فرضيات الدراسة، ووضع نموذج الدراسة، وذلك على النحو التالي:

١- العلاقة بين سلوك القطيع وحجم التداول:

١/١ سلوك القطيع: Herd Behavior

ظهر سلوك القطيع منذ فترة طويلة وذلك بسبب وجود متعاملين في السوق المالي لا يمتلكون المعايير والأسس اللازمة لاتخاذ القرارات المالية، ولذلك فإنهم يعتمدون ويتأثرون بقرارات المستثمرين الآخرين والناشرين للشائعات والأخبار والمعلومات والتي لا يمكن الوثوق بها، وبالتالي يشير سلوك القطيع لميل المستثمرين لتقليد سلوك الأطراف الأخرى في مواجهة عدم اليقين بدلاً من الثقة في استراتيجيتهم أو معلوماتهم وهو تحيز سلوكي شائع والذي يعني ميل المستثمرين لإتباع أو التأثر بصنع القرارات الاستثمارية للآخرين كوسيلة لتجنب تحقيق خسائر [8]، وأيضًا عُرف سلوك القطيع بأنه ميل المحللون ومن ثم المستثمرون إلى إتباع الإتجاه السائد في السوق، وبالتالي يُعبر سلوك القطيع عن الحالة التي يحاكي فيها المستثمرون تصرفات المستثمرين الآخرين بشكل غير عقلاني دون إجراء تحليل لمعلوماتهم الخاصة [9]، وتُعد ظاهرة القطيع ظاهرة مستمرة بسبب أنه عندما تأتي الأخبار للسوق يقوم المستثمرون بإتباع القطيع، وعندما تأتي أخبار أخرى يختفي القطيع السابق، ويتم إتباع قطيع جديد [10].

وفي الأوقات العادية يكون لدى المستثمر الوقت الكافي لجمع المعلومات الكافية والتفكير بعقلانية واتخاذ القرارات الرشيدة، إلا أنه في أوقات الأزمات المالية في الأسواق وفترات الاضطرابات والخوف وعدم اليقين والذعر يكون المستثمر أكثر ميلاً لتقليد قرار الجماعة وإخفاء معلوماته الخاصة [11].

وغالبًا ما يكون صنع القرار الفردي متسقًا مع سلوك المجموعة، ويُمكن تفسير ذلك بسبب صعوبة حصول المستثمرين على معلومات كاملة في الوقت المناسب وبطريقة فعالة وإصدار أحكام معقولة، ولذلك غالبًا ما يختار المستثمرون الانتظار ورؤية سلوك اتخاذ القرار للمستثمرين الآخرين، وعندما يكون هناك المزيد من المجموعات التي تتخذ قرارًا موحدًا فهم يعتقدون أن المعلومات التي حصلت عليها مجموعة الأغلبية صحيحة، وبهذه الطريقة يصبح صنع القرار لمجموعة الأغلبية هو الهدف المرجعي للمستثمرين الأفراد، وإذا كان قرار الفرد غير متوافق مع قرار المجموعة فغالبًا ما يتخلى المستثمر الفردي عن قراره ويختار قرار المجموعة، كما يختار المستثمرون الأفراد سلوك القطيع لتخفيض تكلفة البحث عن المعلومات ومعالجتها [1].

وهناك نوعين من سلوك القطيع (التقليد) **التقليد الكاذب**، والذي يحدث عند اتخاذ المتداولون لقرارات متشابهة ولكن بشكل مستقل بسبب امتلاكهم لنفس المعلومات التي ستؤثر على قرارات جميع المستثمرين بنفس الطريقة، و**التقليد المتعمد** والذي يحدث عند تقليد المستثمرين لسلوك الآخرين عن قصد وذلك بسبب محدودية المعلومات المتوفرة لديهم مما يجعلهم يقلدون استراتيجية الآخرين نظراً لقلّة المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار الفردي بشكل مستقل [12].

ويتسبب في سلوك القطيع ثلاثة أسباب؛ **الأول**، سلاسل المعلومات والتي تشير لقيام المستثمرين بمتابعة نتائج متخذي القرار السابق ويفعلون نفس الشيء في قراراتهم الخاصة بإعتبار أنها مفيدة في اتخاذ القرار، **الثاني**: سلوك القطيع القائم على السمعة والذي يشير إلى إتباع المستثمرين لقرارات المديرين الآخرين، و**الثالث**: سلوك القطيع القائم على التعويض والذي يشير إلى أنه إذا كانت تعويضات المدير ترتبط بكيفية أدائه فمن الممكن أن يقوم المدير بتحريف معلوماته والذي من شأنه أن يؤدي لحدوث تضليل فيما يتعلق بتعويضاته، وهو ما يؤكد مساهمة سلوك القطيع في إنحراف سعر السهم عن سعره التوازني [9].

ونتيجة لتفاعل المستثمر مع العوامل المالية والاجتماعية والنفسية فإنه يوجد نهجان متناقضان لسلوك القطيع؛ **الأول**: يُفسر سلوك القطيع على أنه غير عقلائي وينشأ بسبب التصرفات غير الرشيدة والتي ترتبط بطبيعة وغرناز الفرد والتي توجهه لاتخاذ قرارات متماثلة لسلوك الآخرين في السوق وهو سلوك أعمى يتم من خلاله تقليد سلوكيات الآخرين بسبب عوامل نفسية واجتماعية بدلاً عن عمليات التقييم والتحليل العقلاني، و**الثاني**: فسر سلوك القطيع على أنه ظاهرة عقلانية يقوم من خلالها المستثمرين باتخاذ قرارات متشابهة بنفس الوقت وتنتج هذه الظاهرة بسبب مخاوف السمعة والأمور غير المتوقعة من نتائج الاستثمار أو عن طريق تماثل أدوات التحليل المتشابهة، ومن الصعب التمييز بين سلوك القطيع العقلائي وغير العقلائي [13].

وهناك مجموعة من العوامل التي تدعم وجود سلوك القطيع داخل الأسواق المالية ومن أهمها؛ **الثقة الزائدة لدى المستثمرين**، حيث يعتمد المستثمرون ذوو الثقة المفرطة على معلوماتهم الخاصة عند اتخاذ القرارات المالية مما يؤدي لعدم التأثر بعامل القطيع، بالإضافة لعامل **حجم الاستثمارات** فيميل المستثمرون لسلوك القطيع عندما تكون حجم الاستثمارات كبيرة وذلك بهدف تخفيض المخاطر [14]، كما يختلف سلوك القطيع باختلاف نوع المستثمر؛ فقد يكون المستثمر **عقلاني** وهو ما تؤيده نظرية التمويل التقليدي وهنا يُفسر سلوك القطيع بأن المتداولين في السوق يتخذون قرارات عقلانية وهادفة والتي من شأنها تحقيق النمو الاقتصادي، كما قد يكون المستثمر **عقلاني بشكل محدود** وهنا يُفسر سلوك القطيع بأن المتداولين يتصرفون بطرق ليست مثالية في كل الأحوال من الجانب الاقتصادي وذلك بسبب سعي المتداولون لتحقيق أهداف أخرى، كما قد يكون المستثمر **غير عقلاني** وهو ما تؤيده نظرية التمويل السلوكي وهنا يُفسر سلوك القطيع بأن العوامل الخارجية تجعل لدى المحللين حوافز استراتيجية مثل الإهتمامات المهنية والتي تجعل التوقعات قريبة من الإتجاه العام في بعض الحالات، وبالتالي فإنه في ظل حالات عدم التأكد وعدم الاستقرار وفترات الإضطرابات فقد يكون الدافع لسلوك القطيع هو الإعتقاد بأن المستثمرين الآخرين لديهم معلومات أكثر دقة وأن تقليد قرارات الآخرين هو السلوك الأفضل من اتخاذ القرارات بشكل فردي [9].

وتلعب الخصائص الديموغرافية دوراً في ميل المستثمرين لإتباع أو تقليد الآخرين (سلوك القطيع)، فقام [15] Hussain et al بدراسة سلوك القطيع في سوق الأوراق المالية الباكستانية بالإضافة لاختبار تأثير الاختلافات الديموغرافية بين المستثمرين على سلوك القطيع، حيث يُعد سلوك القطيع سلوكاً مخالفاً للحدس التقليدي للعقلانية والكفاءة مما يؤثر على عملية صنع القرار بأكملها وجعلها غير منطقية، وأظهرت نتائج الدراسة أن القطيع يؤثر بشكل كبير على عملية اتخاذ القرار العقلاني للمستثمرين، كما تؤثر الخصائص الديموغرافية المتمثلة في (المهنة، العمر، والاختلافات الثقافية، مستوى الدخل) على سلوك القطيع، وفي ذات السياق قامت دراسة [16] Rahayu et al باختبار تأثير المعلومات الإجتماعية والمعلوماتية على سلوك القطيع في السوق الإندونيسي، وكشفت نتائج الدراسة عن أن العوامل الإجتماعية أكثر تأثيراً على سلوك القطيع في اتخاذ القرارات الاستثمارية، كما اختبر [17] Choi and Yoon ظروف سوق الأسهم الكورية على سلوك القطيع، بالإضافة لاختبار مشاعر المستثمرين على سلوك القطيع، وتوصل الباحثان لوجود سلوك القطيع في فترات انخفاض السوق وفي التقلبات المرتفعة والمنخفضة في الأسواق، وأيضاً يُعد من أحد العوامل التي يمكن أن تتسبب في سلوك القطيع مشاعر المستثمرين، وأيضاً اختبرت دراسة [18] Loang and Ahmad تأثير العوامل الإجتماعية مثل السن ومستوى التعليم والتوجه الصناعي والجنس على سلوك القطيع في الأسواق المتقدمة والناشئة، وتم التوصل إلى تأثير السن على سلوك القطيع، وبصفة خاصة ينتشر القطيع بين المسنين، إلا أن الإزدهار والتعليم والتوجه الصناعي والجنس لم يكن لهم تأثير على سلوك القطيع.

كما أن للسمات المعرفية للمستثمرين تأثير على سلوك القطيع، فقام Sabir al [19] باختبار الثقة المفرطة والخبرة الاستثمارية السابقة على سلوك القطيع للمستثمرين الأفراد في البورصة الباكستانية، بالإضافة لاختبار الدور الوسيط للتوعية المالية على العلاقة بين متغيرات البحث، وأشار الباحثون إلى أن المستويات المختلفة من المعرفة المالية تتوافق مع مستويات مختلفة من شدة سلوك القطيع بين المستثمرين الأفراد وتنبأ بشكل كبير بسلوك القطيع لدى المستثمرين، لذلك فإن للسمات المعرفية للمستثمرين تأثير على سلوك القطيع، وفي ظل وجود محو الأمية المالية فإن تجربة الاستثمار السابقة تخفف من سلوك القطيع.

كما يظهر سلوك القطيع بين المستثمر المؤسسي وذلك بدرجة أكبر من المستثمرين الأفراد ويظهر هذا السلوك في اتجاه الشراء وبدرجة أكبر بالنسبة للشركات الأكثر نشاطاً في السوق بسبب حصول المستثمر المؤسسي على معلومات مؤكدة أفضل من الأفراد، وبالتالي يميل المستثمر المؤسسي أكثر للتداول على أسهم الشركات الكبرى للاستفادة من التباين في المعلومات في مقابل إتباع المستثمر الفردي للاتجاه العام للسوق [20]، وفي هذا السياق اختبر Shah et al [21] وجود سلوك القطيع بين المستثمرين الأفراد وبين المؤسسين بالإضافة لاختبار تأثيرهما المستقل والتفاعلي على قيمة الشركة، وأفصحت نتائج الدراسة عن وجود تأثير سلوك القطيع بين المستثمرين الأفراد والمؤسسين على مستوى الشركة وعلى مستوى الصناعة، بالإضافة لتأثيرهما على قيمة الشركة كما يكون التأثير أكثر وضوحاً خلال فترات التداول القصوى، وأن التفاعل السلبي لقطيع المستثمرين مع قطيع المؤسسين يؤدي لاتجاه صعودي لأسواق الأسهم، في حين أن الاتجاه الهابط لأسواق الأسهم يُفسر من خلال التفاعل الإيجابي بين قطيع المستثمرين والمؤسسين، ويؤدي لاحتمال حدوث انهيار في السوق وانخفاض القيمة العادلة للأسهم.

٢/١ حجم التداول: Trading Volume

يُعرف حجم التداول بأنه عدد الأسهم التي تم إجراء الصفقات عليها خلال وقت محدد حيث قد يكون هذا الوقت (دقائق - ساعات - أيام - أسابيع - أشهر) أو حتى سنوات أو أي وحدة زمن، أو بمعنى آخر هو عدد الأسهم التي تم بيعها (التي تم تداولها) خلال عدد من الدقائق أو خلال ساعة مثلاً، وبما أن عدد الأسهم المباعة هي أيضاً عدد الأسهم المشتراة من طرف آخر، بالتالي فإن حجم التداول يُظهر عدد الأسهم المنفذة من إجمالي العروض والطلبات، وبالنتيجة هو عدد الأسهم التي تم تداولها في السوق لفترة زمنية معينة [22].

وللحالة الاقتصادية مثل التغيرات في أسعار الفائدة والودائع وتدفق العملات الأجنبية والتضخم واللوائح التنظيمية وتحرير أسعار صرف العملات الأجنبية في البورصة وعوامل العرض والطلب، بالإضافة للأحداث السياسية حيث ترتبط بإستقرار اقتصاد الدولة تأثير على حجم التداول [23].

ولقياس حجم التداول عدة مقاييس يتمثل أهمها في؛ عدد الأسهم المتداولة، والتي تُعبر عن العدد الكلي من الأسهم التي يتم تداولها في سوق معينة خلال فترة زمنية معينة، قيمة الأسهم المتداولة والتي تُعبر عن العدد الكلي للأسهم التي يتم تداولها لشركة معينة مضروباً في سعر السهم خلال فترة زمنية محددة، معدل دوران السهم والذي يهدف بشكل أساسي لقياس درجة سيولة السوق المالي أو سهم معين دون باقي الأسهم، عدد الصفقات التي تتم على الأسهم التي يتم تداولها في السوق المالي، عدد أيام التداول الكلية خلال العام [24].

ويُعد حجم التداول مؤشر مهم لقياس حركة السوق وسعر السهم إما صعودًا أو هبوطًا [25]، حيث يُعد الحجم مقياسًا لعواطف المستثمرين، فإذا كان الحجم كبير في الأيام التي ترتفع فيها الأسعار فإن الطبيعة العامة للسوق تعتبر صعودية، أما إذا كان الحجم كبير في الأيام التي تنخفض فيها الأسعار فهذه إشارة هبوطية، ويُعد الحجم ممثل عن المعلومات الغامضة يعكس خلاف المستثمرين على القيمة الجوهرية للسهم، وبالتالي كلما زادت المعلومات غير الواضحة المُستخدمة في تقييم الشركة زاد الخلاف بين المستثمرين وبالتالي زاد حجم التداول، ويمكن أن يكون الحجم أداة مفيدة للغاية في محاولة الحكم على صحة تحرك السعر في سلسلة زمنية.

ويتم تنفيذ غالبية عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية من قبل المتداولين الكبار مثل البنوك ومديري الصناديق (المستثمرين المؤسسين) وعندما يقوم هؤلاء المستثمرون بعمليات شراء أو بيع كبيرة للأسهم فإن ذلك يخلق حجم تداول مرتفع [26]، وهذا النوع من عمليات البيع والشراء من قبل كبار المستثمرين عادة ما ينقل الأسهم للأعلى أو للأسفل، لذلك يراقب المتداولون الأفراد أو المؤسسات الأخرى أرقام الحجم كمؤشر على نشاط البيع أو الشراء من قبل المؤسسات الكبيرة.

وهناك أربعة أنماط حجم أساسية يشاهدها المتداولون عادة كمؤشرات وهي؛ **حجم تداول كبير في أيام الصعود** وهذا مؤشر على أن سعر السهم سيستمر في الارتفاع، **حجم تداول منخفض في أيام الهبوط** ويُعد هذا مؤشر ارتفاع لأنه يشير إلى أنه في الأيام التي ينخفض فيها سعر السهم قليلاً لا يشارك الكثير من المستثمرين في التداول، **ارتفاع حجم التداول في أيام الهبوط** يُعتبر هذا مؤشر انخفاض للسهم حيث يُظهر أن المتداولين الرئيسيين يبيعون السهم بقوة، **انخفاض حجم التداول في الأيام الصاعدة** هذا مؤشر انخفاض على الرغم من أنه ليس بنفس قوة حجم التداول المرتفع في الأيام المنخفضة. (27 - 28).

٣/١ العلاقة بين سلوك القطيع وحجم التداول:

قامت العديد من أديبات المحاسبة بدراسة وتحليل أثر سلوك القطيع بإعتباره أحد أهم التحيزات السلوكية تأثيرًا في اتخاذ القرارات كمحدد لحجم التداول في سوق الأوراق المالية، وبصفة خاصة في أوقات الأزمات المالية وعدم الاستقرار.

استهدفت دراسة Kharabsheh Al-Gharai behand [29] اختبار العلاقة بين سلوك القطيع في بورصة عمان وحجم التداول ومستويات السيولة في السوق باستخدام مؤشر الأسهم الحرة المتكون من ١٠٠ شركة، وأسفرت نتائج الدراسة عن وجود سلوك القطيع في البورصة العمانية لا سيما خلال الأزمات المالية، بالإضافة لوجود علاقة ارتباط قوية بين سلوك القطيع وحجم التداول في فترات السيولة المتوسطة والعالية.

ومن خلال تجميع بيانات أسعار الإغلاق اليومية وحجم التداول لـ ٤٢ شركة مدرجة في بورصة اندونيسيا تم تقييم وجود سلوك القطيع من خلال حجم التداول في ظل الظروف المختلفة للسوق (عائد السوق)، وتم التوصل لوجود سلوك القطيع في السوق مع حجم تداول منخفض وعوائد سوق مرتفعة ومنخفضة وذلك بسبب عدم قدرة المستثمرين على معالجة المعلومات المتاحة وتفضيل اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بناء على توافق السوق، كما يُشير غياب سلوك القطيع في حجم التداول الكبير إلى قدرة المستثمرين على استيعاب البيانات قبل اتخاذ قرار الاستثمار، وبالتالي يجب على

المستثمرين إجراء تحليل فني أو أساسي قبل اتخاذ أي قرار، حيث يؤدي سلوك القطيع لاختلاف سعر السهم وانحرافه عن قيمته الأصلية، كما أنه قد لا يكون صحيح في كل الأحوال، كما يجب على الشركات أن تحافظ على أدائها المالي في جميع الظروف من أجل أن تكون الشركات مربحة للمستثمرين مستقبلاً [30].

كما اختبرا Jlassi and Bensaïda [31] وجود سلوك القطيع خلال أزمة الرهن العقاري في سوق الولايات المتحدة، بالإضافة لتأثير سلوك القطيع على حجم التداول، وتم التوصل لوجود سلوك القطيع خلال أزمة الرهن العقاري، كما أنه ظاهرة طويلة الأمد ومستمرة في السوق المالية الأمريكية، كما أنه يساهم في زيادة حجم التداول.

وتناول Bharti [32] سلوك القطيع في السوق الهندية في ظل عدم تماثل السوق وتأثيره على حجم التداول، وتوصل الباحث لوجود سلوك القطيع أثناء فترات النقلب العالية وذات العوائد المرتفعة للسوق، والسبب في ذلك أنه كلما ارتفع عدم التأكد في السوق فإن المستثمرين الذين ليست لديهم القدرة على معالجة المعلومات يميلون لإتباع الآخرين مما يزيد من سلوك القطيع، بالإضافة لتأثير سلوك القطيع على زيادة حجم التداول.

كما تم اختبار أثر بعض التحيزات السلوكية والمتمثلة في (التوقع العقلاني، سلوك القطيع) على حجم التداول لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية في الفترة من ٢٠٢٠ وحتى ٢٠٢١، وتوصلت الباحثة لعدم وجود تأثير لسلوك القطيع على حجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية [33].

في ضوء ما سبق يُمكن القول بأنه في أوقات الأزمات المالية وفترات الإضطرابات والظروف الاقتصادية والتي تتسبب في زيادة المعلومات غير الواضحة والتي تُستخدم في تقييم الشركات فإنه يزيد الخلاف بين المستثمرين وبسبب عدم قدرة المستثمرين على معالجة المعلومات، وأنه يتم تنفيذ غالبية عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية من قبل المتداولين الكبار مثل البنوك ومديري الصناديق (المستثمرين المؤسسين) فيميل المستثمرون الآخرون لتقليد تصرفات المستثمرين المؤسسين مما يؤدي لظهور سلوك القطيع وعندما يقوم هؤلاء المستثمرين بعمليات شراء أو بيع كبيرة للأسهم فإن ذلك يخلق حجم تداول مرتفع، وبناء عليه يُتوقع أن لسلوك القطيع تأثير على علاقة بحجم التداول في الشركات المسجلة بمؤشر EGX70، لذا يُمكن صياغة الفرضية الأولى من فرضيات الدراسة على النحو التالي:

"يؤثر سلوك القطيع تأثيراً مغنويًا على حجم التداول بالشركات موضوع التطبيق"

٢- العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم: ١/٢ عوائد الأسهم: Stock Return

تتميز أسواق المال بخصائص لها جاذبية معينة والأكثر جاذبية للشركة والتي تؤثر على الاقتصاد والشركة هي التي تكون لها قيمة سوقية عالية لتأثير ذلك على ارتفاع أسعار أسهمها، وبالتالي تحقيق عوائد مرتفعة والتي تُعد العامل الأساسي في تحديد ربحية الاستثمار [34]، فعوائد الأسهم هي الدخل الذي يحصل عليه المساهمون نتيجة استثمارهم في شركات معينة وبدون هذا العائد سيحجم المستثمرون عن هذا الاستثمار [35]. عرف السايح [36] عائد السهم بأنه المكافأة التي ينتظرها المستثمر أو الشركة مقابل التخلي عن منفعة حاضرة

على أمل الحصول على منفعة أكبر في المستقبل، من خلال حصة الأرباح الناتجة عن استثمار في الأسهم العادية مع الإستعداد لتحمل المخاطر، ويوضح عائد السهم ربحية الشركة من عملياتها التشغيلية أو غير التشغيلية أو في الربح والخسارة المترتبة على الاستثمار خلال فترة زمنية محددة.

ويميز الباحثون بين عدة أنواع لعوائد الأسهم؛ **الأول: عائد فترة الاحتفاظ** وهو ذلك العائد المتوقع فعلاً ويعكس النسبة المئوية للتغير في ثروة المساهمين إذا ما تم بيع الأسهم في نهاية فترة الاحتفاظ، ولذلك فهو يعكس نجاح المستثمر في زيادة أو انخفاض قيمة الاستثمار الرأسمالية بالإضافة للإيراد المتوقع الحصول عليه، **الثاني: العائد المتوقع** ويقصد به المتوسط لاحتمالات العوائد المتوقع الحصول عليها وفقاً لاعتقادات المستثمر بناء على الحالة الاقتصادية التي يتم التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطر، **الثالث: معدل العائد المطلوب** وهو ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمر على الأصول ذات المخاطرة ويعكس المبادلة بين العائد والمخاطرة وللحكم على جاذبية السهم يقارن المستثمر بين العائد المتوقع تحقيقه والعائد المطلوب، فإذا كان العائد المتوقع تحقيقه أكبر من العائد المطلوب هنا يكون السهم جذاب [37].

ويؤثر على عائد السهم العديد من العوامل والتي تعكس خصائص الشركات [38] – [41] منها؛ **السيولة والربحية**: حيث يؤدي زيادة العرض النقدي لارتفاع الإنفاق الاستثماري مما يؤدي لزيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها السوقية مما يعني أن زيادة النقد يؤدي للزيادة في الشراء، وبالتالي زيادة الأرباح مما ينعكس إيجابياً على أسعار الأسهم، في حين أن انخفاض السيولة عن حاجة النشاط الاقتصادي يؤدي إلى انخفاض العائد على السهم مما يترتب عليه انخفاض أسعار الأسهم في البورصة، **أسعار الفائدة**: حيث يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة لإنخفاض أسعار الأسهم والعكس صحيح حيث يأخذ المستثمر في الاعتبار مستوى الفائدة الذي يتسم بنسبة قليلة من المخاطر، وفي ضوء هذا السعر يُحقق سعر السهم عائداً متوقعاً أعلى بدرجة كافية من سعر الفائدة الخالي من المخاطرة، **سعر صرف العملة**: فيؤثر سعر صرف العملة على أسعار الأسهم بسبب ارتفاع تكلفة الإستيراد مما يقلل من التدفق النقدي للشركات التي تستورد والعكس صحيح في الشركات المصدرة، واستبدال العملة الوطنية بالعملة الأجنبية في أوقات انخفاض العملة المحلية يؤدي لإنخفاض أسعار الأسهم، ومن ناحية أخرى قد يؤدي ضعف العملة المحلية لتخلص الأفراد من احتياطياتهم منها وإستبدالها بأدوات أخرى منها الأسهم مما يترتب عليه زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها، **التضخم**: قد يؤدي التضخم لإنخفاض حجم السيولة الموجهة لأغراض الاستثمار في الأسهم نتيجة زيادة كمية الأموال المخصصة للإنتاج الاستهلاكي لتعويض انخفاض القوة الشرائية بسبب التضخم، إلا أنه قد يتجه المستثمرون لحماية مدخراتهم بسبب التضخم، مما يؤدي لزيادة حجم استثماراتهم في الأسهم، وبالتالي ارتفاع أسعارها [42].

وتعددت طرق قياس العوائد اليومية للأسهم العادية فمنها؛ **العوائد الفعلية**: وهي العوائد التي يحققها المستثمر فعلياً من خلال استثماره (الاقتناء أو التداول) بيعاً وشراء لهذه الأداء الاستثمارية وقد تكون هذه العوائد إما إيرادية أو رأسمالية أو مزيجاً منهما، **نصيب السهم من الأرباح المتحققة**: ويعكس هذا المؤشر الأداء الكلي للشركة ومدى كفاءتها في استخدام الأصول والموارد المتاحة، **نصيب السهم من الأرباح الموزعة**: ويقاس

ما يحصل عليه المساهم من أرباح موزعة لكل سهم لقاء وجود هذا السهم في محفظته، الربح الجاري للسهم: ويقاس قدرة الجنيه الذي يدفعه المستثمر ثمنًا للسهم لتوليد الأرباح، عائد فترات الإقتناء: وهو أكثر المقاييس واقعية حيث يأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية كما يقاس اقتناء المستثمر لسهم كان قد اشتراه بمبلغ معين ثم تم بيعه بعد ذلك، العوائد المتوقعة: وهي القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة الحدوث [43].

٢/٢ العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم:

اختبر Gueyie et al [44] العلاقة بين العوائد غير الطبيعية للأسهم وحجم التداول في بورصة اندونيسيا باستخدام أسلوب دراسة الحدث (الانتخابات الرئاسية) في الأعوام ٢٠٠٤ و ٢٠٠٩ و ٢٠١٤، وتوصل الباحثون لوجود اختلافات في متوسط العوائد غير الطبيعية في سوق الأوراق المالية الاندونيسية قبل وبعد الانتخابات وبصفة خاصة في قطاع التعدين، على الرغم من تماثل حجم التداول في سوق الأسهم قبل وبعد الانتخابات.

وكشفت دراسة Pathirawasam [45] عن أن عائدات الأسهم ترتبط بشكل إيجابي بالتغير في حجم التداول في بورصة كولومبو في الفترة من ٢٠٠٠ - ٢٠٠٨، كما توصلت الدراسة إلى أن التغير في حجم التداول السابق يرتبط سلبياً بعوائد الأسهم، وقد يكون السبب في ذلك هو خطأ المستثمر في تقدير الأرباح المستقبلية أو عدم سيولة الأسهم المنخفضة التداول، ولذلك فإن لحجم التداول قدرة تنبؤية على عائدات السهم، مما يمكن المستثمرين من وضع استراتيجيات قائمة على حجم التداول لتحقيق أرباح.

وتناولت دراسة Choi et al [46] العلاقة بين تقلبات عوائد الأسهم وحجم التداول كبديل لوصول المعلومات إلى السوق في السوق الكورية في الفترة من يناير ٢٠٠٠ لديسمبر ٢٠١٠، وتوصل الباحثون إلى وجود علاقة إيجابية بين حجم التداول وتقلبات عوائد الأسهم، مما يشير إلى أن حجم التداول يؤثر على تدفق المعلومات إلى السوق.

واستهدفت دراسة Yonis [25] اختبار العلاقة بين عوائد الأسهم وحجم التداول في أسواق الأوراق المالية لاقتصاديات النمر الأسيوية الأربعة حيث يؤثر حجم التداول على معدل تدفق المعلومات في الأسواق المالية، وأيضاً دراسة علاقات السببية بين حجم التداول والعوائد في الولايات المتحدة، وكشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة معنوية موجبة بين حجم التداول وعوائد الأسهم في أسواق الأسهم الأمريكية، بالإضافة لوجود علاقة ثنائية السببية بين العائد وحجم التداول في سنغافورة، بينما لا يوجد مجال لإمكانية تحسين التنبؤ بعوائد الأسهم من خلال تدفق المعلومات في شكل حجم التداول في هونج كونج وكوريا وتايوان، مما يعني أن تأثير حجم التداول على أسعار الأسهم غير معنوي في جميع الأسواق.

كما استهدفت دراسة Saci [47] اختبار العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية، وأيضًا علاقة السببية بين متغيري الدراسة وذلك في سوق الأوراق المالية السعودي والسوق المصري، وأفصحت نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة معنوية بين حجم التداول وعوائد الأسهم في السوق المصري والسعودي، بالإضافة لعدم وجود علاقات سببية تتجه من حجم التداول لعوائد الأسهم والعكس، وقد يرجع السبب في هذه النتيجة لحجم السوق والقيود التي تفرضها بعض الدول على حركة التداول والتغير في الأسعار في أسواقها المالية، بالإضافة لضيق نطاقها وقصور هيكلها المؤسسية وأطرها التشريعية وافتقارها لمتطلبات الشفافية مما يجعل حجم التداول يعكس المعلومات المتاحة، وبالتالي لا يؤثر على عوائد الأسهم.

وفي دراسة أجراها عيش [48] لفحص العلاقة بين تقلبات عوائد الأسهم وحجم التداول في البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية المدرجة في المملكة العربية السعودية في الفترة من ٢٠١٥ وحتى ٢٠٢٠، توصلت الباحثة لوجود علاقة سببية ثنائية بين حجم التداول وعوائد الأسهم، مما يشير إلى أن ارتفاع عوائد السوق يتماشى مع ارتفاع أحجام التداول والعكس صحيح وذلك لكل من البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية، مما يعني أن حجم التداول يُعد متغيرًا مهمًا في شرح ديناميكيات تقلب عوائد الأسهم، بالإضافة لعدم وجود فروق بين عوائد الأسهم في البنوك الإسلامية والتقليدية.

في ضوء ما سبق يُمكن القول بأن حجم التداول يعكس تدفق المعلومات المتاحة في الأسواق المالية، ولذلك فإن حجم التداول له قدرة تنبؤية على التنبؤ بعوائد الأسهم، مما يُمكن المستثمرين من وضع استراتيجيات قائمة على حجم التداول لتحقيق أرباح، وبناء عليه يُتوقع أن يكون لحجم التداول تأثير على عوائد الأسهم، ومن هنا يمكن صياغة الفرضية الثانية للدراسة علي النحو التالي:

"يؤثر حجم التداول تأثيرًا معنويًا على عوائد الأسهم بالشركات موضوع التطبيق"

٣- العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم:

استهدفت دراسة Gharbi et al [49] اختبار تأثير جائحة كورونا على العلاقة بين عدم اليقين (تقلب أسواق الأسهم، الأمراض المعدية، عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، الضغوط المالية) والتحيزات السلوكية للمستثمرين (سلوك القطيع، النفور من الخسارة، المحاسبة العقلية، الثقة الزائدة) على تحقيق عوائد غير طبيعية في السوق الأمريكية في الفترة من ٢٠١٦ وحتى ٢٠٢١، وأشار الباحثون لوجود تأثير للتحيزات السلوكية وبصفة خاصة الثقة المفرطة والقطيع، بالإضافة لتأثيرهما الإيجابي القوي على العوائد غير الطبيعية في ظل جائحة كورونا مقارنة بفترة قبل الكورونا، لأنه في ظل هذه الجائحة شهدت الحياة اليومية زيادة في مخاطر الاحتيال والأمن السيبراني مع التأثير الكبير للضغوط المالية، مما يؤدي لتحقيق عوائد غير طبيعية أعلى، علاوة على ذلك فإن عدم استقرار الأسعار يجعل المستثمرين غير عقلانيين، كما أن التحيز المفرط في الثقة يجعل المستثمرين يبالغون في تقدير قدراتهم مما يؤثر على مخاطر أسواق الأسهم.

وفي ذات السياق اختبرا Bahnamiri and Michaghani [50] تأثير عدم اليقين البيئي على العلاقة بين سلوك القطيع للمستثمرين وتقلبات أسعار الأسهم، حيث يُعد سوق رأس المال أحد الركائز الأساسية للنمو الاقتصادي للبلاد وتطوره، وبالتالي فإن حدوث أي اضطراب وانحراف في الأسعار يسبب مشاكل في تخصيص الأموال، وأن أحد العوامل التي تؤدي لتقلبات العائد وعدم استقرار الأسواق المالية هو سلوك القطيع، وتشير النتائج لوجود تأثير لسلوك القطيع على انحراف الأسعار، أما عدم اليقين البيئي فليس له تأثير على العلاقة بين متغيرات البحث، كما توصل الباحثان إلى أنه لتجنب الصدمات السلبية في السوق يجب التقليل من سلوك القطيع إلى الحد الأدنى.

وألقا Ayoub and Balawi [51] الضوء على مفهوم سلوك القطيع وأثره على الأسواق المالية وأسواق الأسهم، وتم تقسيم سلوك القطيع لنفسي واقتصادي، وقدم الباحثان وجهة النظر الاقتصادية فيما يتعلق بسلوك القطيع وتأثيره على أسواق الأسهم، والتسبب في تغيرات في أسعار الأسهم عن طريق الصعود أو الهبوط، وتأثيره خلال الأزمات المالية، والدور الذي قد يلعبه في خلق فقاعات اقتصادية، وتوصل الباحثان لوجود سلوك القطيع، بالإضافة لتأثيره على أسعار الأسهم إما صعودًا أو هبوطًا، بالإضافة لتأثيره خلال الأزمة المالية، كما له دور في خلق فقاعات السوق، ولذلك يجب على المحللين الإقتصاديين عند تحليل أسواق المال النظر في مثل هذه الأنواع من السلوك لأن البيئة الإقتصادية لا تلعب دورًا في أسعار الأسهم فحسب بل هناك عوامل أخرى مثل سلوك القطيع.

وتناول Kabir [52] سلوك القطيع في السوق الأمريكية وخاصة البنوك التجارية وشركات الإستثمار والتأمين خلال الأزمة المالية العالمية لعام ٢٠٠٨، وتم التوصل لوجود تأثير كبير للأزمة المالية العالمية على سلوك القطيع الزائف للبنوك التجارية والإستثمارية، كما يزيد سلوك القطيع في الأسواق الهابطة ويتسبب في تقلبات عوائد الأسهم.

باستخدام البيانات اليومية في مؤشر شنغهاي اختبرا Fu and Chen [53] ما إذا كان سلوك القطيع يسبب التقلب في عوائد الأسهم، وأكدت نتائج الدراسة على أن سلوك القطيع له تأثير كبير على تقلبات أسعار الأسهم، وأن هذا التأثير يرتبط بظروف السوق وتوقعات المستثمرين والتنظيمات التي تخضع لها السوق.

وفي سياق متصل اختبرت دراسة Ah Mand et al [54] إذا كانت ظروف السوق لها تأثير على ميل المستثمرين للقطيع في سوق الأوراق المالية في الشركات الإسلامية وغيرها، واستخدم الباحثون البيانات اليومية للفترة من ١٩٩٥ لـ ٢٠١٦، وأوضحت نتائج الدراسة أن سلوك القطيع في الشركات الإسلامية له علاقة غير خطية بعائد السوق عندما يكون السوق في حالة صعود، بينما في الأسهم التقليدية فيوجد سلوك القطيع أثناء هبوط السوق فقط وله علاقة خطية بعائد السوق، وبالنسبة لعينة السوق كلها فإن سلوك القطيع لا يوجد إلا أثناء انخفاض السوق مع وجود علاقة غير خطية مع عائد السوق.

وفحصت دراسة Jabeen et al [55] اختبار تأثير سلوك القطيع على عوائد الأسهم على مستوى الصناعة في البورصة الباكستانية، مع أخذ بعض العوامل الإقتصادية (معدل الفائدة، معدل الصرف، ومعدل التضخم) والمتغيرات الأساسية (العائد على حقوق الملكية، والعائد على السهم)، وتم التركيز على الشركات المسجلة في البورصة في الفترة من ١٩٩٩ إلى ٢٠١٧، وأظهرت نتائج الدراسة أن بعض القطاعات تُظهر تأثيرًا إيجابيًا للقطيع على عوائد الأسهم، في حين أظهرت قطاعات أخرى تأثير سلبى لسلوك القطيع على عوائد الأسهم على المدى القصير والطويل.

وفي دراسة أجراها Maquieira and Méndez [56] تم اختبار سلوك القطيع في السوق الصينية في ظل جائحة كورونا في الفترة من يناير ٢٠٠١ وحتى يونيو ٢٠٢٠، وتم التوصل إلى وجود سلوك القطيع في السوق الصينية وأنه أصبح أقوى وأشد بعد ٣١ ديسمبر ٢٠١٩، كما تم اختبار سلوك القطيع في ظل حالات مختلفة من عوائد السوق والتقلبات، وأظهرت النتائج أنه عندما يكون السوق مرتفعًا والتقلبات منخفضة فإن هناك اتجاه أكبر للقطيع، حيث أنه من المرجح أن يتزامن المستثمر في تقييمه لقرارات الإستثمارات مع المجموعة، ويحدث شئ مشابه مع المحللين الذين يقدمون المزيد من المشورة المماثلة في أسواق التقلبات المنخفضة التي يميل المستثمرون إلى الإعتماد عليها مما يجعل سلوك القطيع أكثر احتمالاً، ومن ناحية أخرى فإنه في أسواق الأسهم ذات التقلبات العالية والعوائد السلبية سيجمع المستثمرون المزيد من المعلومات لاتخاذ القرارات ومحاولة تجنب الخسائر، ولن يتفق المحللون في السوق على قرارات الإستثمار بسبب حالة عدم اليقين العالية فيما يتعلق بالمستقبل في سوق الأوراق المالية مما يجعل سلوك القطيع أقل احتمالاً في هذه الحالة.

في ضوء ما سبق يُمكن القول بأن هناك عوامل وتحيزات سلوكية تؤثر على الأسواق المالية ومنها سلوك القطيع مما يجعل المستثمرين غير عقلانيين، والذي يؤدي بدوره لحدوث تقلبات في أسعار وعوائد الأسهم في الأسواق المالية، لذا يُتوقع أن يكون لسلوك القطيع تأثير على عوائد الأسهم، ومن هنا يُمكن صياغة الفرضية الثالثة للدراسة على النحو التالي:

"يؤثر سلوك القطيع تأثيرًا معنويًا على عوائد الأسهم بالشركات موضع التطبيق"

٤ - العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم عبر حجم التداول:

يُعد حجم التداول أحد التغيرات التي ترتبط بسلوك القطيع وبصفة خاصة في أوقات الاضطرابات والأزمات المالية والظروف، وتأثير سلوك القطيع على حجم التداول يشير إلى أنه يحتوي على معلومات إضافية والتي توضح أن المستثمرين يؤثرون على حجم التداول عن طريق مراقبة بعضهم البعض أو اتباع اتجاه السوق وذلك عن طريق التركيز على نفس القرارات لتقليل المخاطر، مما يؤدي لزيادة الطلب على أسهم معينة أو زيادة الطلب الكلي بشكل عام، وبالتالي اختلال تقييم الأصول، حيث يُعد سلوك القطيع مصدرًا لفقاعات المضاربة في السوق لأنه يشير إلى أن المستثمرين يتخذون قرارات تداول متطابقة مما يؤدي لإنحراف أسعار الأسهم عن قيمتها الحقيقية، الأمر الذي يترتب عليه احتمال حدوث طفرات في الطلب على مدى فترات مختلفة في السوق مما ينعكس على أحجام التداول بشكل مباشر، وهو ما يتسبب في تحقيق عوائد غير طبيعية في السوق، وبذلك من المُتوقع أن يساهم سلوك القطيع في زيادة حجم التداول الأمر الذي ينعكس على ارتفاع أسعار الأسهم، ومن ثم تحقيق عوائد غير عادية على الأسهم.

ووفقًا لذلك يُمكن صياغة الفرضية الرابعة للدراسة على النحو التالي:

"حجم التداول يتوسط العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم بالشركات موضع التطبيق"

٥- الدور المُعدل لتحرير سعر صرف العملات الأجنبية على توسط حجم التداول في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم:

تتعرض الإستثمارات المالية لمخاطر أسعار الصرف والتي تؤثر بدورها على أسعار الأوراق المالية المُسعرة بالعملة المحلية عند تحويلها لعملات أجنبية مما يوجب على المستثمرين أخذ هذه المخاطر عند إختيار الأسهم، ولتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية تأثير على سوق الأوراق المالية، حيث يؤدي سعر الصرف المتقلب لخلق حالة من عدم اليقين لدى المستثمرين بشأن الاستثمار في السوق أم لا، ولذلك يجب تعزيز ثقة المستثمرين عن طريق تدخل صانعي السياسة في أوقات التقلب غير الطبيعي في أسعار الصرف، واستخدام أدوات التحوط الفعالة من قبل الشركات في أسواق الأسهم، وتثبيت سعر الصرف وأن يُستخدم كأداة سياسية لجذب استثمارات المحفظة الأجنبية [57]، ومن السياسات التي يُمكن أن تتخذها الدول لتخفيف الآثار السلبية لتقلبات سعر الصرف هو تحرير سعر الصرف، وقد صدر أول قرار بتعويم الجنية المصري عام ١٩٧٧، ثم تم تعويم الجنيه للمرة الثانية في ٢٩ يناير عام ٢٠٠٣، وأصدر البنك المركزي المصري في ٣ نوفمبر قرارًا بتعويم أسعار صرف العملات الأجنبية في السوق المصري للمرة الثالثة في تاريخ الاقتصاد المصري، وتم تعويم الجنيه للمرة الرابعة في ٢٧ أكتوبر ٢٠٢٢ لإعادة الاستقرار في سوق الصرف، ومن ثم تقليص الدور الذي تلعبه السوق الموازية في تسريع انخفاض قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار، ويُقصد بتعويم الجنيه أن قوى السوق هي التي تتحكم في تحديد أسعار التداول يوميًا وفقًا لظروف العرض والطلب، وقد تأثرت عناصر القوائم المالية للشركات بشكل كبير حيث تغيرت نتائج الأعمال للفترة المالية التي يقع ضمنها تاريخ تحرير سعر الصرف سواء حققت خسائر أو أرباح مما يؤثر على قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية والذي يترتب عليه تقليد المستثمرين الآخرين (سلوك القطيع) مما يترتب عليه التأثير على حجم التداول على أسهم الشركات، ومن ثم على عوائد أسهمها [58].

وقام Allam et al [59] بدراسة سلوك القطيع في قطاعات البورصة المصرية، بالإضافة لدراسة العوامل التي تؤثر على سلوك القطيع والتي تتمثل في (سعر الصرف، حجم تداول الأسهم، عوائد الأسهم، جائحة كورونا) في خمسة قطاعات، وتوصل الباحثون إلى أن سعر الفائدة وسعر الصرف من المتغيرات الاقتصادية الكلية الهامة التي تؤثر بشكل كبير على سوق الأسهم، كما أنها تحفز من سلوك القطيع.

واستهدفت دراسة سيد [60] معرفة أثر سعر الصرف على قيم التداول في قطاعات البورصة المصرية، ومعرفة الأكثر تأثرًا من هذه القطاعات بسعر الصرف، باستخدام تحليل الإنحدار للسلاسل الزمنية لسعر لصرف والسلاسل الزمنية لأحجام التداول في قطاعات البورصة في الفترة من ٢٠١٥ إلى ٢٠١٩، وتوصل الباحث لوجود أثر معنوي لأسعار الصرف على أحجام التداول في القطاعات، إلا أن هذا التأثير يختلف حسب نوع القطاع.

وتم إختبار تأثير مخاطر أسعار الصرف في عوائد ومخاطر الأسهم في سوقين ماليين ولمدة زمنية قدرها (52) إسبوع، وتم التوصل لعدم وجود تأثير معنوي لمخاطر أسعار صرف العملات في عوائد الأسهم، بالإضافة لوجود تأثير معنوي لمخاطر أسعار الصرف على مخاطر أسهم الشركات [6].

كما اختبرت دراسة مقدم [61] تأثير تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على معدل عائد الأسهم لشركات السلع الرأسمالية في السوق المالي السعودي باستخدام بيانات السلاسل الزمنية من ٢٠٠٩ - ٢٠١٩، وأوضحت نتائج الدراسة أن تقلب سعر صرف الدولار يُخفض من معدلات عوائد الأسهم، بينما تقلب سعر الروبية الهندية يزيد من معدلات عوائد الأسهم، بينما ليس لها أي تأثير على المدى الطويل، مما يعني أن معدلات عوائد الأسهم حساسة للتغيرات في تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، مما يؤكد ضرورة التحوط من المخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية بأساليب التحوط المختلفة مثل عقود الخيار أو العقود الآجلة.

كما تم إختبار تأثير تحرير سعر الصرف والانتقال من سعر الصرف الثابت إلى سعر الصرف المرن على أسعار الأسهم، وقياس الارتباط بين كل من سعر الصرف وأسعار الأسهم في البورصة قبل وبعد تحرير سعر الصرف خلال الفترة من ٣ يناير ٢٠١٦ إلى ١٧ أغسطس ٢٠١٧، وأشارت نتائج الدراسة لوجود إختلاف بين توزيع سعر الصرف قبل وبعد تحرير سعر الصرف، وأيضاً إختلاف توزيع مؤشر EGX100 قبل وبعد تحرير سعر الصرف، كما أشارت نتائج الدراسة لوجود ارتباط قوي معنوي بين سعر الصرف وبين مؤشر EGX100، في حين لا يوجد ارتباط بينهما بعد تحرير سعر الصرف [62]. وأيضاً استهدفت دراسة المغني [7] إختبار أثر تحرير سعر صرف العملات الأجنبية على عوائد الأسهم ومخاطرها في البورصة المصرية اعتماداً على أسلوب دراسة الحدث باستخدام البيانات اليومية لعوائد عينة مكونة من ٣٠ شركة في الفترة من يونيو ٢٠١٥ حتى ٢٠١٧، وكشفت نتائج الدراسة أن تحرير سعر صرف العملات الأجنبية يؤدي لتحقيق عوائد إيجابية جوهرية ومجمعة، مما يشير لوصول معلومات مبكرة عن هذا الحدث والذي يشير لعدم كفاءة السوق المصري، كما أدى الحدث لحدوث زيادة جوهرية في المخاطر الكلية خلال فترة الحدث.

من خلال ما سبق يُمكن القول أنه يُمكن لحدث تحرير سعر صرف العملات الأجنبية أن يُعدل من توسط حجم التداول في العلاقة سلوك القطيع وعوائد الأسهم، ومن هنا يُمكن صياغة الفرضية الخامسة للدراسة على النحو التالي:

"لا يختلف تأثير حجم التداول على العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق بتحرير سعر صرف العملات الأجنبية"

٦- الدور المُعدل لخصائص الشركات على توسط حجم التداول في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم:

تناولت العديد من الأدبيات المحاسبية خصائص الشركات بإعتبارها إحدى أهم محددات الأداء المالي للشركات والتي تُؤثر على القرارات المالية للمستثمرين وبصفة خاصة في حالة عدم إستقرار الأسواق المالية، والتي تنعكس على حجم التداول على أسهم الشركات، ومن ثم التأثير على عوائد أسهمها.

اختبرت دراستي Sardjoe [63] و Hsieh [64] سلوك القطيع لدى المستثمرين المؤسسين والأفراد في سوق الأوراق المالية في تايوان، بالإضافة لإختبار تأثير حركة السوق وخصائص الشركات على قطيع المستثمرين المؤسسين والأفراد، وتوصلت الدراستين لوجود أدلة على وجود سلوك القطيع من قبل كلا المستثمرين، ولكن اتجاه القطيع أقوى بين المؤسسات مقارنة بالمستثمرين الأفراد، حيث يتجه المستثمرون المؤسسون أكثر للشركات ذات رؤوس الأموال الكبيرة ودورانها المنخفض ويقوم المستثمرون المؤسسون بشراء المحافظ بشكل أكبر عن تلك التي يبيعونها، وعلى العكس من ذلك يتجه المستثمرون الأفراد بشكل أكبر إلى الشركات ذات الأحجام الصغيرة وذات معدل دوران مرتفع ويتزاحمون لشراء (بيع) الأسهم ذات العوائد السلبية (الإيجابية) السابقة، مما يعني أن لخصائص الشركات تأثير على سلوك القطيع لدى المستثمرين المؤسسين والأفراد، كما تُشير النتائج إلى أن قطيع المؤسسين يُسرّع عملية تعجيل الأسعار حيث تكون مدفوعة بالمعلومات الخاصة، في حين أن قطيع الأفراد يكون مدفوعاً بالسلوك والعواطف، وفي ذات السياق توصل Hälli [65] إلى أن خصائص السهم (القيمة السوقية، معدلات النمو) عامل مهم لحركة القطيع في ظل الظروف المختلفة، حيث يحدث سلوك القطيع بشكل أكبر وأكثر انتشاراً في أسهم الشركات ذات رؤوس الأموال الكبيرة ومعدلات النمو الأعلى مقارنة بالمتوسطة والمنخفضة وبصفة خاصة في أوقات عدم اليقين.

كما اختبرت دراسة Ayoub and Balawi [51] وجود سلوك القطيع في السوق الصينية، وكشفت نتائج الدراسة عن وجود سلوك القطيع وخصوصاً في فترات الأزمات المالية، كذلك اختبرت الدراسة أسباب وجود القطيع، وتوصلت إلى أن توصيات المحللين وتطلعات المستثمرين قصيرة الأجل والمخاطر والتدخل الحكومي وبيئة المعلومات والمخاطر المنتظمة والمضاربة هي عوامل أساسية لسلوك القطيع، ولم يتم التوصل لوجود تأثير لحجم الشركة ونوع ملكية الشركة على سلوك القطيع.

وفي سوق الأوراق المالية الهندي توصل Chauhan et al [66] إلى أن سلوك القطيع موجود بشكل كبير في أسهم الشركات كبيرة الحجم عن أسهم الشركات صغيرة الحجم وذلك بسبب عدة عوامل (عدم تماثل المعلومات، حجم التداول، ومستوى الاستقرار والسيولة، وعوامل الاقتصاد الكلي)، ولذلك يُعد سلوك القطيع عامل مهم في تحقيق عوائد الأسهم لما له من تأثير على العوائد المتوقعة، كما يميل المحللين الماليين على التركيز بشكل أكبر على أسهم الشركات كبيرة الحجم من أجل التخفيف من المخاطر المرتبطة بحافظهم الإستثمارية.

ولدراسة العلاقة بين خصائص الشركات وحجم التداول اختبرت دراسة and Barron Schneible [67] العلاقة بين حجم التداول وحجم الشركة باستخدام نماذج متعددة لقياس حجم التداول عقب الإعلان عن الأرباح ربع السنوية، وتم التوصل لوجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة وحجم التداول في الشركات كبيرة الحجم، كما استهدفت دراسة المستريحي [68] التعرف على أثر خصائص الشركات (الحجم، الربحية، نسبة الملكية الأجنبية، والنمو، والرافعة المالية، وحجم التداول في السنة السابقة) على حجم التداول للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان، وتوصل الباحث لوجود أثر إيجابي وذو دلالة إحصائية لحجم الشركة ونسبة الملكية الأجنبية ونمو الشركة وحجم التداول للسنة السابقة وحجم تداول الشركات الصناعية الأردنية، كما توصل الباحث لوجود أثر سلبي للرافعة المالية على حجم التداول للشركات الصناعية.

واستهدفت دراسة العلمي [69] التعرف على أثر سلوك الأداء المالي لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين وفقاً لمؤشرات نسب (السيولة، الربحية، المديونية، والسوق) على قرارات المستثمرين (حجم التداول، وسعر التداول)، وكشفت الدراسة عن عدة نتائج من أهمها؛ أن أحجام وأسعار التداول في البورصة تتأثر بالأداء المالي للشركات، إلا أن هذا التأثير يختلف حسب القطاع وحسب النسبة، فأكثر النسب المالية تأثيراً على حجم وأسعار التداول هي نسب السوق يليها نسب الربحية، وبالتالي يجب الأخذ في الاعتبار أثر مؤشرات الأداء المالي عند تسعير أسعار الأسهم وعدم الاعتماد على مؤشر وحيد في تقييم الإستثمار في الأسهم، بالإضافة لأخذ متغيرات أخرى كالتغيرات الاقتصادية مثل معدلات التضخم والتي قد يكون لها تأثير على قرار الإستثمار في الأوراق المالية.

هذا وقد تناولت العديد من الدراسات تأثير خصائص الشركات المختلفة على القيمة السوقية للشركة ومن ثم تأثيرها على عوائد الأسهم، فتناولت دراسة Husna and Satria [70] تأثير (حجم الشركة، والعائد على الأصول، ونسبة الديون إلى الأصول، ونسبة توزيع الأرباح) على قيمة الشركة في الشركات الصناعية الإندونيسية، وتوصل الباحثان لوجود تأثير لحجم الشركة والعائد على الأصول على قيمة الشركة، ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات التي لديها أصول كبيرة قد وصلت لمرحلة النضج ومستقرة نسبياً وقادرة على تحقيق أرباح مقارنة بالشركات الصغيرة الحجم، مما ينعكس على قيمة الشركة وعلى عوائد الأسهم.

وقاما Nguyen and Nguyen [71] باختبار تأثير هيكل رأس المال على أداء الشركة مقاساً بالعائد على (حقوق الملكية، الأصول، والسهم)، وأظهرت نتائج الدراسة أن لهيكل رأس المال تأثير سلبي ذي دلالة إحصائية على أداء الشركة، كما تُظهر نتائج الدراسة أن هذا التأثير أقوى في الشركات المملوكة للدولة من الشركات غير الحكومية وذلك بسبب قدرة مديري الشركات المملوكة للدولة على تحسين أداء الشركة بهيكل رأس المال.

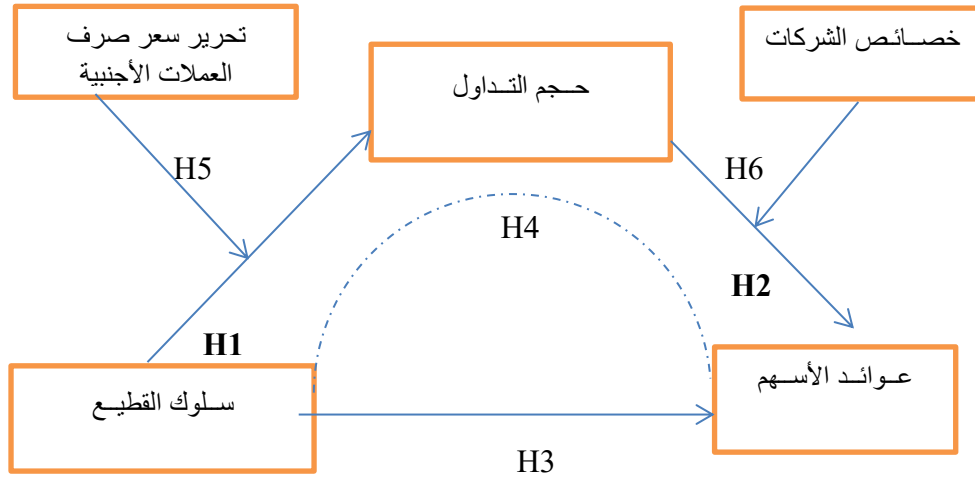
وتناولت دراسة Huang et al [72] أثر هيكل الملكية على عوائد الأسهم، وما إذا كان بإمكان المستثمرين المؤسسين المساهمة في تخفيض العوائد المطلوبة على حقوق الملكية للشركات المملوكة وغير المملوكة للدولة، وأشارت نتائج الدراسة إلى أن زيادة حصة المؤسسين في رأس المال يُخفض من العوائد المطلوبة، وهذا التأثير أقوى بالنسبة للشركات غير المملوكة للدولة عنه في الشركات المملوكة للدولة، مما يشير إلى أن ملكية

الدولة قد تُحد من التأثير الذي يُخفف به المستثمرون المؤسسون من العوائد المطلوبة على الأسهم، كما يعمل المستثمرون المؤسسون على تعزيز المسؤولية الإجتماعية للشركات مما يُخفف من العوائد المطلوبة على حقوق الملكية.

من خلال ما سبق يُمكن القول أنه يُمكن لخصائص الشركات أن تُعدل من تأثير حجم التداول على علاقة سلوك القطيع بعوائد الأسهم، ومن هنا يُمكن صياغة الفرضية السادسة للدراسة على النحو التالي:

"لا يختلف تأثير حجم التداول على العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق بخصائص الشركات"

وفي ضوء العرض المنطقي لفرضيات الدراسة يُمكن وضع نموذج مُقترح للعلاقة بين متغيرات الدراسة بالشكل التالي:



شكل رقم (1) العلاقة بين متغيرات الدراسة

ثالثاً: مشكلة الدراسة:

وفي ضوء مراجعة الباحثة للأدبيات الأجنبية التي تناولت متغيرات الدراسة اتضح وجود قدر كبير من الإهتمام بمفهوم سلوك القطيع، وحجم التداول، وعوائد الأسهم، وقدر ليس بالقليل لاهتمامهم بتحرير سعر صرف العملات الأجنبية وخصائص الشركات، إلا أن هناك ندرة في الدراسات العربية - في حدود علم الباحثة- التي تناولت علاقة سلوك القطيع بحجم التداول، أو تناولت حجم التداول بعوائد الأسهم، أو تناولت سلوك القطيع بعوائد الأسهم عبر توسيط حجم التداول، وأيضاً التأثير المعدل لتحرير سعر صرف العملات الأجنبية وخصائص الشركات على علاقة سلوك القطيع بعوائد الأسهم عبر حجم التداول، وفي ضوء ذلك يُمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤلات التالية:

د. دلال محمد إبراهيم محمد

- ١- هل يؤثر سلوك القطيع على حجم التداول في الشركات موضع التطبيق؟
- ٢- هل يؤثر حجم التداول على عوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق؟
- ٣- هل يؤثر سلوك القطيع على عوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق؟
- ٤- هل يتوسط حجم التداول العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق؟
- ٥- هل يختلف تأثير حجم التداول في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم بتحرير سعر صرف العملات الأجنبية؟
- ٦- هل يختلف تأثير حجم التداول في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم بخصائص الشركات؟

رابعاً: أهداف الدراسة:

تسعى الدراسة الحالية لتحقيق الأهداف التالية:

- ١- التعرف على مدى وجود تأثير لسلوك القطيع على حجم التداول في الشركات موضع التطبيق.
- ٢- التعرف على مدى وجود تأثير لحجم التداول على عوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق.
- ٣- تحديد تأثير سلوك القطيع على عوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق.
- ٤- تحديد الدور الوسيط لحجم التداول في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق.
- ٥- معرفة مدى اختلاف الدور الوسيط لحجم التداول على العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم بتحرير سعر صرف العملات الأجنبية في الشركات موضع التطبيق.
- ٦- معرفة مدى اختلاف الدور الوسيط لحجم التداول على العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم بخصائص الشركات في الشركات موضع التطبيق.

خامساً: أهمية الدراسة:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من الإعتبارات العلمية والعملية التالية:

- ١- تساهم هذه الدراسة في أدبيات التمويل السلوكي، حيث تلقي الضوء على تحيز سلوكي مهم يُؤثر في تصرفات المستثمرين وهو سلوك القطيع، وما له من تأثير معنوي في اتخاذ القرارات المالية التي تنعكس على الأسواق المالية.
- ٢- تسعى الدراسة لاستخدام منهجية جديدة (التأثير المُعدل / الوسيط) لمعرفة تأثير حدث تحرير سعر صرف العملات الأجنبية والذي يُعد أحد أهم العوامل المؤثرة على الأسواق وبصفة خاصة الأسواق المالية، وخصائص الشركات والتي تُعد أحد أهم العوامل المؤثرة على قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية على الدور الوسيط لحجم التداول في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم.
- ٣- توضح الدراسة الآثار المختلفة لسلوك القطيع سواء على حجم التداول أو على عوائد الأسهم، والذي يُعد أحد الأسباب التي تؤدي لخلق فقاعات السوق ويؤدي لقرارات تداول غير عقلانية.

- ٤- تستمد الدراسة أهميتها من النتائج المتوقعة منها، والتي يُمكن أن تساهم في تقديم دليل علمي عن علاقة سلوك القطيع بعوائد الأسهم عبر توسيط حجم التداول، مما يساهم في محاولة إثراء نتائج الجهود البحثية في البيئة المصرية، وسد الفجوة البحثية بين الأدبيات الأجنبية والمحلية التي تناولت تلك العلاقات.
- ٥- لم يتم دراسة الأثر المُعدل لتحرير سعر صرف العملات الأجنبية وخصائص الشركات على علاقة سلوك القطيع بعوائد الأسهم في ظل توسيط حجم التداول في أي من الأدبيات الأجنبية أو المحلية، ولذلك تسعى الدراسة الحالية لرصد هذا الأثر وانعكاسه على عوائد الأسهم في تلك الشركات.

سادساً: منهجية الدراسة:

تحتوي منهجية الدراسة متغيرات الدراسة وكيفية قياسها، ومجتمع وعينة الدراسة، ومصادر الحصول على بيانات الدراسة، وأساليب تحليل متغيرات الدراسة، واختبار فرضيات الدراسة، على النحو التالي:

٦/١ متغيرات الدراسة، وكيفية قياسها:

تناولت الدراسة الدور الوسيط لحجم التداول في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم بالشركات، بالإضافة للدور المُعدل لتحرير سعر صرف العملات الأجنبية وخصائص الشركات في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم من خلال الدور الوسيط لحجم التداول (الدور المُعدل / الوسيط)، وبناء عليه تتمثل متغيرات الدراسة في الآتي:

- ١- سلوك القطيع (المتغير المستقل): للتحقق من سلوك القطيع في السوق المالي تم استخدام نموذج الانحراف المطلق المقطعي (Cross Sectional Absolute Deviation (CASD (change et al., 2020)، ويُعبر عن هذا النموذج بالعلاقة التالية:

$$CASD_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N |R_{i,t} - R_{m,t}|$$

حيث:

N عدد الأسهم.

$R_{i,t}$ العائد اليومي لسهم الشركة i في الزمن t.

$R_{m,t}$ عائد السوق في الزمن t.

وفي حالة وجود سلوك القطيع فسيقوم المستثمرون باتخاذ قرارات واحدة، مما يؤدي للارتباط الكبير بين الأسهم، لذلك من المحتمل أن تكون العلاقة بين تشتت عوائد الأسهم وعوائد السوق غير خطية، ولهذا تم إضافة متغير غير خطي وهو $R^2_{m,t}$ ليعكس العلاقة غير الخطية المحتملة، وذلك من خلال إدخاله في معادلة الانحدار التالية:

$$CSAD_{i,t} = a + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R_{m,t}^2 + \varepsilon_t$$

ويدل على وجود سلوك القطيع معامل الانحدار السالب γ_2

٢- عوائد الأسهم (المتغير التابع)

تم قياس عوائد الأسهم بالمعادلة التالية:

حيث:

P_t سعر إغلاق السهم في الفترة t .

P_{t-1} سعر إغلاق السهم في الفترة السابقة $t-1$.

٣- حجم التداول (المتغير الوسيط):

تم قياس حجم التداول بقيمة الأسهم المتداولة وهي عبارة عن عدد الأسهم الكلي المتداولة لشركة في فترة محددة بسوق معينة مضروباً في سعر السهم الواحد.

٤- تحرير سعر صرف العملات الأجنبية (المتغير المعدل الأول):

وهو متغير وهمي يأخذ القيمة (١) بعد تحرير سعر الصرف، والقيمة (٠) قبل تحرير سعر الصرف.

٥- خصائص الشركات (المتغير المعدل الثاني):

تم التعبير عن خصائص الشركات بتركز الملكية، وتقاس بنسبة الأسهم العادية التي يمتلكها أكبر المستثمرين أو الذين تزيد نسبتهم عن ٥٪ من قيمة الأسهم في الشركة، وتقاس بالمعادلة التالية:

تركز الملكية = إجمالي الأسهم العادية التي يمتلكها الذين تزيد نسبتهم عن ٥٪ إجمالي عدد الأسهم.

٦/٢ مجتمع، وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المسجلة في مؤشر EGX 70 في الفترة من ٢٨ مارس ٢٠٢٢ – ٣٠ أبريل ٢٠٢٣ (قبل وبعد تحرير سعر صرف العملات الأجنبية في ٢٧/١٠/٢٠٢٢)، وتم استبعاد الشركات التي تعد قوائمها المالية بالعملة الأجنبية، لتتمثل عينة الدراسة في ٦٨ شركة بواقع ١٦٨٧٠ مشاهدة يومية خلال الفترة المذكورة.

٦/٣ مصادر الحصول على بيانات الدراسة:

تم الحصول على البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة من المصادر التالية:

- القوائم المالية للشركات موضع التطبيق والمتاحة على موقع مباشر والبورصة المصرية.
- الموقع الإلكتروني لشركات العينة.
- موقع Investing.

٦/٤ أساليب تحليل البيانات، واختبار فرضيات الدراسة:

لتحليل البيانات، واختبار فرضيات الدراسة تم استخدام حزمة التحليل الإحصائي SPSS Ver (26) وبرنامج Macro Process لاختبار التأثير الممثل الوسيط/المحمول، وتم استخدام الأساليب الإحصائية التالية:

- ١- الإحصاءات الوصفية: Descriptive Analysis
- ٢- معامل الارتباط بيرسون: Person Correlation
- ٣- الانحدار الخطي البسيط: Simple Regression Analysis
- ٤- الانحدار الخطي المتعدد: Multiple Regression Analysis
- ٥- اختبار سوبل: Sobel Test

سابعاً: اختبار فرضيات الدراسة:

أ- نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

تم القيام بإجراء تحليل وصفي لمتغيرات الدراسة للتعرف على قيم المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية، كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (١)

التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	الحد الأقصى	الحد الأدنى	الوسط الحسابي	المتغير
٣٨,٤٤	٣٥٨٧,٤	-٦٣,٩١٤	٠,٩٠٦٢	سلوك القطيع
٣٧,٧٢	٣٥٥٢	-٩٩,١٣	٠,٩٤٥٦	عوائد الأسهم
٢٨٩٤,٣١	٣٧٣٨٧,٥٠	٠,٠٠	١٤٤٨,٥٣	حجم التداول
١٨,٧٠	٩٣,٠٠	٠,٠٠	٦٥,٦٩	تركز الملكية

المصدر: من إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي.

بالنظر للجدول السابق يتضح ما يلي:

- تتراوح قيم سلوك القطيع بين -٦٣,٩١٤ ، ٣٥٨٧,٤ ، كما بلغ متوسط المتغير ٠,٩٠٦٢ بانحراف معياري ٣٨,٤٤.
- بلغ الحد الأدنى لعوائد الأسهم ٩٩,١٣ بالسالب، في حين بلغ الحد الأقصى لعوائد الأسهم ٣٥٥٢ بمتوسط ٠,٩٤٥٦ وانحراف معياري ٣٧,٧٢.
- الحد الأدنى لحجم التداول ٠,٠٠ والحد الأقصى له ٣٧٣٨٧,٥ بمتوسط حسابي قدره ١٤٤٨,٥٣ وانحراف معياري ٢٨٩٤,٣١.
- بلغ الحد الأدنى لتركز الملكية في شركات العينة ٠,٠٠٪، وبلغ الحد الأقصى لتركز الملكية ٩٣٪ بمتوسط قدره ٦٥,٦٩ وانحراف معياري ١٨,٧٠.

ب. مصفوفة ارتباط بيرسون للارتباط بين متغيرات الدراسة:

لمعرفة طبيعة واتجاه العلاقة بين متغيرات الدراسة تم اختبار الارتباطات باستخدام معامل ارتباط بيرسون، والتي يُوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٢)

مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

Variables	Con_ own	St_re	Exch	Vol
Con_ own Pearson Correlation Sig.	1			
St_re Pearson Correlation Sig.	0.620** 0.000	1		
Exch Pearson Correlation Sig.	*0.617 0.002	-0.18* 0.022	1	
vol Pearson Correlation Sig.	0.088** 0.000	0.858 ** 0.000	0.024* 0.002	1

المصدر: من إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي.

يُلاحظ من الجدول السابق وجود علاقة معنوية بين عوائد الأسهم (المتغير التابع) وباقي متغيرات الدراسة.

ج. نتائج اختبار فرضيات الدراسة:

١- نتائج اختبار فرضية الدراسة الأولى:

لاختبار صحة فرضية الدراسة الأولى تم استخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression Analysis) لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل (سلوك القطيع) وحجم التداول (المتغير الوسيط)، وقد كانت نتائج الاختبار كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٣)

تأثير سلوك القطيع على حجم التداول

"يؤثر سلوك القطيع تأثيراً معنوياً على حجم التداول بالشركات موضع التطبيق"				الفرضية الأولى	
		F	p-value	معامل التحديد	المتغير المستقل
مستوي المعنوية	B				
0.000	0.177	5.450	0.000	30%	Constant
0.000	0.057				HER BEH _{it}

المصدر: إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي

وبالنظر للجدول السابق يتضح ما يلي:

- بلغ معامل التحديد (٣٠٪) بمعنى أن المتغير المستقل (سلوك القطيع) يساهم في تفسير (٣٠٪) من التغير الذي يحدث في المتغير الوسيط (حجم التداول)، وأن ٧٠٪ من التغيرات التي تحدث في متغير حجم التداول ترجع لعوامل أخرى.
- يتضح من الجدول السابق معنوية نموذج الانحدار حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة للنموذج ٥,٤٥٠ وهي معنوية عند مستوى معنوية (١٪) حيث (P-value= ٠,٠٠٠).
- وبالرجوع لاختبار (T-Test) يتضح أن هناك تأثير معنوي لسلوك القطيع على حجم التداول حيث بلغت قيمة (P-value = ٠,٠٠٠)، وبالتالي يتم قبول فرضية الدراسة الأولى، مما يعني أن سلوك القطيع يُؤثر تأثيرًا معنويًا على حجم التداول في الشركات موضع التطبيق.

٢- نتائج اختبار فرضية الدراسة الثانية:

لاختبار صحة فرضية الدراسة الثانية تم استخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression Analysis) لاختبار العلاقة بين حجم التداول (المتغير الوسيط) وعوائد الأسهم (المتغير التابع)، وقد كانت نتائج الاختبار كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٤)

تأثير حجم التداول على عوائد الأسهم

"يؤثر حجم التداول تأثيرًا معنويًا على عوائد الأسهم بالشركات موضع التطبيق"					الفرضية الثانية
t		F	p-value	معامل التحديد	المتغير المستقل
مستوي المعنوية	β				
0.007	0.783	10.52	0.000	60%	Constant
0.000	0.924				VOL

المصدر: إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي.

وبالنظر للجدول السابق يتضح ما يلي:

- بلغ معامل التحديد (٦٠٪) بمعنى أن المتغير الوسيط (حجم التداول) يساهم في تفسير (٦٠٪) من التغير الذي يحدث في المتغير التابع (عوائد الأسهم)، وأن ٤٠٪ من التغيرات التي تحدث في متغير عوائد الأسهم ترجع لعوامل أخرى.
- يتضح من الجدول السابق معنوية نموذج الانحدار حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة للنموذج ١٠,٥٢ وهي معنوية عند مستوى معنوية (١٪) حيث (P-value = ٠,٠٠٠).
- وبالرجوع لاختبار (T-Test) يتضح أن هناك تأثير معنوي لحجم التداول على عوائد الأسهم، حيث بلغت قيمة (P-value = ٠,٠٠٠)، وبالتالي يتم قبول فرضية

الدراسة الثانية، مما يعني أن حجم التداول يُؤثر تأثيرًا معنويًا على عوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق.

٣- نتائج اختبار فرضية الدراسة الثالثة:

لاختبار صحة فرضية الدراسة الثالثة تم استخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression Analysis) لاختبار العلاقة بين سلوك القطيع (المتغير المستقل) وعوائد الأسهم (المتغير التابع)، وقد كانت نتائج الاختبار كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٥)

تأثير سلوك القطيع على عوائد الأسهم

"يؤثر سلوك القطيع تأثيرًا معنويًا على عوائد الأسهم بالشركات موضع التطبيق"		الفرضية الثالثة			
t		F	p-value	معامل التحديد	المتغير المستقل
مستوي المعنوية	B				
0.006	0.059	30.17	0.000	%59	Constant
0.000	0.977				HER_BEH _{it}

المصدر: إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي.

وبالنظر للجدول السابق يتضح ما يلي:

- بلغ معامل التحديد (٥٩٪) بمعنى أن المتغير المستقل (سلوك القطيع) يساهم في تفسير (٥٩٪) من التغير الذي يحدث في المتغير التابع (عوائد الأسهم)، وأن ٤١٪ من التغيرات التي تحدث في متغير عوائد الأسهم ترجع لعوامل أخرى.
- يتضح من الجدول السابق معنوية نموذج الانحدار حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة للنموذج ٣٠,١٧ وهي معنوية عند مستوى معنوية (١٪) حيث (P-value= ٠,٠٠٠).
- وبالرجوع لاختبار (T-Test) يتضح أن هناك تأثير معنوي لسلوك القطيع على عوائد الأسهم، حيث بلغت قيمة (P-value= ٠,٠٠٠)، وبالتالي يتم قبول فرضية الدراسة الثالثة، مما يعني أن سلوك القطيع يُؤثر تأثيرًا معنويًا على عوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق.

٤- نتائج اختبار فرضية الدراسة الرابعة:

لاختبار صحة فرضية الدراسة الرابعة تم استخدام الآتي:

أ- تم استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression Analysis) لاختبار العلاقة بين سلوك القطيع (المتغير المستقل) وعوائد الأسهم (المتغير التابع) في وجود حجم التداول (المتغير الوسيط)، وقد كانت نتائج الاختبار كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٦)

تأثير سلوك القطيع على عوائد الأسهم في وجود حجم التداول		الفرضية الرابعة	
"حجم التداول يتوسط العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم بالشركات موضع التطبيق"			
المتغير المستقل	معامل التحديد	p-value	F
مستوى المعنوية	t		
	β		
Constant	0.260	0.000	17.27
HER_BEH _{it}	0.015		
VOL	0.979		

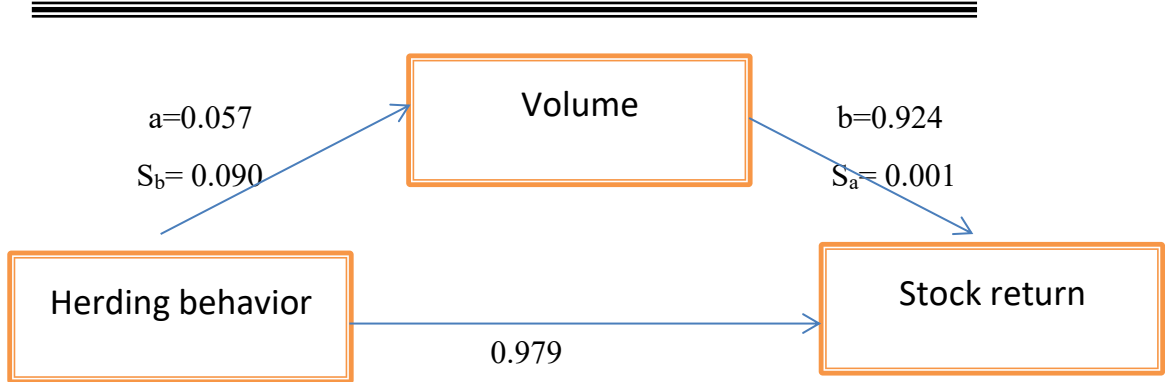
المصدر: إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي.

وبالنظر للجدول السابق يتضح ما يلي:

- بلغ معامل التحديد (٦٩٪) بمعنى أن المتغير المستقل (سلوك القطيع) والمتغير الوسيط (حجم التداول) يساهمان في تفسير (٦٩٪) من التغير الذي يحدث في المتغير التابع (عوائد الأسهم)، وأن ٣١٪ من التغيرات التي تحدث في متغير عوائد الأسهم ترجع لعوامل أخرى.
- يتضح من الجدول السابق معنوية نموذج الانحدار حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة للنموذج ١٧,٢٧ وهي معنوية عند مستوى معنوية (١٪) حيث (P-value= ٠,٠٠٠).
- وبالرجوع لاختبار (T-Test) يتضح أن هناك تأثير معنوي لحجم التداول على عوائد الأسهم، حيث بلغت قيمة (P-value=٠,٠٠٠)، بالإضافة إلى أنه أصبحت العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم غير معنوية حيث بلغت قيمة (P-value = ٠,٤٦٦)، وبالتالي يتم قبول فرضية الدراسة الرابعة، مما يعني أن حجم التداول يتوسط العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق، وأن وساطة حجم التداول وساطة كلية.

ب- اختبار سوبل: Sobel Test

وللتحقق من صحة ما سبق تم إجراء اختبار Sobel Test، ولإجراء الاختبار تم تحديد كل من معاملات الانحدار غير المعيارية a and b وانحرافها المعياري (S_a and S_b)، ثم يتم مقارنة قيمة اختبار sobel بقيمة معيارية (١,٩٦)، فإذا كانت قيمة الاختبار أكبر من القيمة المعيارية دل ذلك على وجود وساطة، أم إذا كانت قيمة اختبار sobel أقل من القيمة المعيارية دل ذلك على عدم وجود وساطة، كما هو موضح بالشكل التالي:



شكل رقم (2)

معاملات الانحدار المعيارية والانحراف المعياري

ويوضح الجدول التالي نتائج الاختبار:

جدول رقم (٧)

نتائج اختبار sobel Test لتأثير سلوك القطيع على عوائد الأسهم

في وجود حجم التداول

Input		Test statistic	p-value
a= 0.057	Sobel Test	10.104	0.000
b= 0.924			
S _a = 0.001			
s _b = 0.090			

المصدر: إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي.

ويتضح من الجدول السابق أن قيمة اختبار Sobel ١٠,١٠٤ وهي أكبر من ١,٩٦ بالإضافة لمعنوية الاختبار حيث $p\text{-value}=0.000$ مما يؤكد قبول الفرضية الرابعة للدراسة وأن متغير حجم التداول يتوسط العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق، وهو ما يؤكد ما سبق التوصل إليه.

٥- نتائج اختبار فرضية الدراسة الخامسة:

بعد إثبات الدور الوسيط لحجم التداول في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم فالسؤال هنا كيف يُعدل متغير تحرير سعر الصرف للعملة الأجنبية تلك العلاقة (بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم) عبر المتغير الوسيط (حجم التداول)، واختبار فرضية الدراسة الخامسة تم استخدام برنامج V ٢٤ Macro Process من خلال إتباع الخطوات التالية:

د. دلال محمد إبراهيم محمد

- ١- يجب اثبات وجود متغير مُعدّل، بمعنى وجود تفاعل بين المتغير المُعدّل والمتغير المستقل وأن يكون دال إحصائياً.
 - ٢- يتم إدخال المتغير الوسيط ومعرفة ما إذا كان التأثير ما زال دال أم أنه أصبح غير دال إحصائياً.
 - ٣- وفي حالة أصبح تأثير المتغير الوسيط غير دال إحصائياً وأصبح التأثير غير المباشر هو الموجود فهنا يوجد تأثيرات مُعدّلة وسيطة.
- ويعرض الجدول التالي العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم في وجود حجم التداول والأثر المُعدّل لتحرير سعر صرف العملات الأجنبية.

جدول رقم (٨)

الأثر المُعدّل لتحرير سعر صرف العملات الأجنبية على تأثير حجم التداول في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم

"لا يختلف تأثير حجم التداول على العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق بتحرير سعر صرف العملات الأجنبية"				الفرضية الخامسة
مستوي المعنوية	B	p-value	معامل التحديد	المتغير المستقل
0.000	0.879	0.000	%56	Constant
0.527	0.042			HER_BEH
0.000	0.157			VOL
0.001	0.0974			HER_BEH* EX
0.3818	0.010			INT 1
0.425	0.35-			Direct Effect
0.0047	0.0025-			In Direct Effect

المصدر: إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي.

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- ١- معنوية التفاعل بين المتغير المستقل (سلوك القطيع) وتحرير سعر صرف العملات الأجنبية حيث بلغت قيمة $p\text{-value} = 0,001$.
- ٢- أصبحت العلاقة بين المتغير المستقل (سلوك القطيع) والمتغير التابع (عوائد الأسهم) غير معنوية بعد إدخال المتغير الوسيط (حجم التداول) حيث بلغت قيمة $p\text{-value} = 0,527$.
- ٣- أصبح التفاعل الأول للتأثير على المتغير التابع غير معنوي بعد دخول المتغير الوسيط حيث بلغت قيمة $p\text{-value} = 0,381$.
- ٤- عدم معنوية التأثير المباشر ومعنويته التأثير غير المباشر، مما يعني أن تأثير المتغير الوسيط يتوقف على مستويات المتغير المُعدّل، مما يعني أن تأثير حجم التداول

على العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم يتأثر بتحرير سعر صرف العملات الأجنبية، وبالتالي يتم قبول فرضية الدراسة الخامسة، وبناء عليه يُمكن القول بأنه يختلف تأثير حجم التداول على العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق بتحرير سعر صرف العملات الأجنبية.

٦- نتائج اختبار فرضية الدراسة السادسة:

لاختبار فرضية الدراسة السادسة تم استخدام برنامج Macro Process V 24 . ويعرض الجدول التالي العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم في وجود حجم التداول والأثر المُعدل لخصائص الشركات.

جدول رقم (٩)

الأثر المُعدل لخصائص الشركات على تأثير حجم التداول في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم

الفرضية السادسة			
"لا يختلف تأثير حجم التداول على العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق بخصائص الشركات"			
المتغير المستقل	معامل التحديد	p-value	B
Constant	57%	0.000	0.284
HER_BEH			0.2173
VOL			0.000
CO* VOL			0.000
INT 1			0.215
Direct effect			0.125
In direct effect			0.014

المصدر: إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي.

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- ١- معنوية التفاعل بين المتغير الوسيط (حجم التداول) وخصائص الشركات (المتغير المُعدل) حيث بلغت قيمة $p\text{-value} = ٠,٠٠٠$.
- ٢- أصبحت العلاقة بين المتغير المستقل (سلوك القطيع) والمتغير التابع (عوائد الأسهم) غير معنوية بعد إدخال المتغير الوسيط (حجم التداول) حيث بلغت قيمة $p\text{-value} = ٠,٢١٧٣$.
- ٣- أصبح التفاعل الأول للتأثير على المتغير التابع غير معنوي بعد دخول المتغير الوسيط حيث بلغت قيمة $p\text{-value} = ٠,٢١٥$.
- ٤- كما يتضح من الجدول السابق عدم معنوية التأثير المباشر، ومعنوية التأثير غير المباشر، مما يعني أن تأثير المتغير الوسيط يتوقف على مستويات المتغير المُعدل، والذي يعني أن تأثير

حجم التداول على العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم يتوقف على خصائص الشركات، وبالتالي يتم قبول فرضية الدراسة السادسة، وبناء عليه يُمكن القول بأنه يختلف تأثير حجم التداول على العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم في الشركات موضع التطبيق بخصائص الشركات.

سابعاً: مناقشة نتائج الدراسة:

اهتمت الدراسة باختبار تأثير سلوك القطيع كأحد التحيزات السلوكية على عوائد الأسهم عبر حجم التداول في الشركات المسجلة في مؤشر EGX70، كما اهتمت الدراسة باختبار دور تحرير سعر صرف العملات الأجنبية وخصائص الشركات كمتغيرات مُعدلة على الدور الوسيط لحجم التداول في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم، ومن نتائج الاختبارات الاحصائية لفرضيات الدراسة يُمكن استنتاج ما يلي:

١- لسلوك القطيع تأثير معنوي على حجم التداول، وهو ما يتفق مع ما أقرته العديد من الدراسات العلمية والعملية في مجال الفكر المحاسبي [٢٩-٣٢]، كما اختلفت نتائج الدراسة مع دراسة [٣٣]، ويُمكن تفسير ذلك بأن سلوك القطيع يُعد أحد أهم التحيزات السلوكية التي تؤثر على قرارات المستثمرين وبصفة خاصة في ظل فترات عدم اليقين، حيث لا يمتلك المستثمرون نفس القدر من المعلومات أو قد لا يكون لديهم القدرة على معالجة المعلومات، وفي مثل هذه الظروف يتم تنفيذ أغلب عمليات الشراء والبيع عن طريق كبار المتداولين، وبالتالي يميل باقي المستثمرين لتقليد (سلوك القطيع) تصرفاتهم في الشراء والبيع، مما يؤدي لزيادة حجم التداول على الأوراق المالية.

٢- رصدت نتائج الدراسة وجود تأثير معنوي لحجم التداول على عوائد الأسهم، وتتفق نتيجة الدراسة مع ما توصلت له دراسات عديدة [٢٥، ٤٤-٤٦]، إلا أنه اختلفت نتيجة الدراسة مع دراسة [٤٧]، ويُمكن تفسير ذلك بأن حجم التداول يُعد عاملاً مهماً في التنبؤ بحركة اتجاه أسعار الأسهم وتفسير تقلبات عوائد الأسهم، حيث يؤثر حجم التداول على تدفق المعلومات إلى السوق ويعكس مدى اقبال المتعاملين في الشراء والبيع، وبالتالي فإن سبب أي ارتفاع في أسعار الأسهم يرجع لزيادة الطلب عليها، مما يؤدي لتحقيق عوائد غير عادية.

٣- كشفت نتائج الدراسة وجود تأثير معنوي لسلوك القطيع على عوائد الأسهم، وتتماشى هذه النتيجة مع النتائج التي كشفت عنها دراسات عديدة [٤٩-٥٦]، وذلك بسبب أن إدراك المستثمر لتوقعات العائد على الأسهم يتأثر بالاتجاهات السائدة لدى المستثمرين الآخرين، بمعنى أن الأسعار تعكس توقعات المستثمرين حول تقييم المستثمرين الآخرين لهذه الأصول، وأن اندفاع المستثمرين لتقليد كبار المستثمرين للإستثمار في سهم معين يعتمد على توقعهم للإتجاه المستقبلي للأسعار، لذلك فإن سعر السهم النهائي يعتمد جزئياً أو كلياً على توقعات المستثمرين الآخرين، مما يؤدي لارتفاع سعر السهم، ويساعد في الحصول على عوائد للأسهم غير عادية.

٤- أفصحت نتائج الدراسة عن وجود تأثير معنوي لحجم التداول كمتغير وسيط في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم، حيث يؤثر المستثمرون على حجم التداول عن طريق مراقبة بعضهم البعض بسبب عدم القدرة على معالجة المعلومات وتخفيض تكلفة معالجة المعلومات، وبالتالي يتخذ المستثمرون قرارات تداول متطابقة، مما يؤدي لزيادة الطلب على أسهم معينة

- أو زيادة الطلب الكلي بشكل عام، والذي ينعكس على أحجام التداول بشكل مباشر، وهو ما يتسبب في ارتفاع أسعار الأسهم وتحقيق عوائد غير طبيعية في السوق.
- ٥- أوضحت نتائج الدراسة أن تأثير حجم التداول كمتغير وسيط في العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم يختلف بتحرير سعر صرف العملات الأجنبية والذي يُعد من القرارات التي لها تداعيات مباشرة على أسواق الأسهم ويتسبب في زيادة المعلومات غير الواضحة والتي تستخدم لتقييم الشركات، مما يجعل المستثمرون غير عقلانيين، وبسبب عدم قدرتهم على معالجة المعلومات فإنهم يقوموا بترقب تصرفات مستثمرين آخرين لديهم القدرة على اتخاذ القرارات المالية في مثل هذه الأوضاع وتقليد قراراتهم مما يؤدي لظهور سلوك القطيع، والذي يساهم بدوره في زيادة حركة التداول على أسهم الشركات، ومن ثم سيؤدي ذلك لارتفاع أسعار الأسهم وتحقيق عوائد غير عادية.
- ٦- أسفرت نتائج الدراسة عن اختلاف تأثير حجم التداول على العلاقة بين سلوك القطيع وعوائد الأسهم باختلاف خصائص الشركات والتي تُعد من أهم محددات الأداء المالي للشركات، كما تُعد من عوامل جذب المستثمرين للاستثمار في أسهمها، مما يزيد من سلوك القطيع، الأمر الذي يترتب عليه زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار أسهم الشركات، ومن ثم تحقيق عوائد غير عادية.

ثامناً: توصيات الدراسة:

- ١- الإهتمام بدراسة سلوك القطيع في تصرفات المستثمرين لما له من تأثير على أحجام التداول وأداء السوق بشكل عام، بالإضافة لكونه يشكل تهديداً لاستقرار الأسواق المالية، ويتسبب في خلق فقاعات الأسواق.
- ٢- يجب على المحللين الماليين عند تحليل أسواق المال النظر في العوامل السلوكية والتي قد تؤثر على قرارات المستثمرين، لأن البيئة الاقتصادية لا تلعب دوراً في أسعار الأسهم فحسب بل هناك عوامل أخرى مثل سلوك القطيع، وأنه لتجنب الصدمات السلبية في السوق يجب التقليل من سلوك القطيع إلى الحد الأدنى.
- ٣- ضرورة الإهتمام بدراسة حجم التداول عند تقييم أداء الشركات، حيث يعكس إقبال المتعاملين في الشراء والبيع، ومن ثم يُمكن التنبؤ باتجاه الأسعار صعوداً وهبوطاً، والذي يؤثر بدوره على تحقيق عوائد.
- ٤- القيام بحملات توعية للمستثمرين في سوق الأوراق المالية المصري لتعريفهم بمفهوم سلوك القطيع وضرورة الحذر في إتباع قرارات الآخرين، لما لها من مخاطر قد تؤدي لانحراف أسعار الأسهم عن أسعارها التوازنية والذي يسبب عدم استقرار السوق.
- ٥- دعم الاقتصاد المصري ودعم العملة المصرية مقابل العملات الأجنبية، والحفاظ على استقرار سعر الصرف، مما يقلل من التقلبات التي تتعرض لها العملة المصرية، والذي يُخفف من تأثير هذه التقلبات على مخاطر وعوائد الأسهم في البورصة المصرية.
- ٦- ضرورة دراسة خصائص الشركات عند تقييم الأداء المالي للشركات، حيث تُعد من العوامل التي قد تؤدي لإقبال كبار المستثمرين على شراء أسهمها، وتقليد المستثمرين الآخرين لهم، وهو ما يساعد في ظهور سلوك القطيع، والذي يترتب عليه زيادة حجم التداول على أسهم الشركات وارتفاع أسعار أسهمها.

تاسعًا: مراجع الدراسة:

- 1- Gong, W., Li, S., Yu, H. (2022). Herding Behavior in China's Stock Market under the Background of Implementation of the SHKSC Policy, *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2022, 1-10.
- 2- Abd El-Razeek, M., H., Abd Elbaseet, A., S. (2023). Does the Egyptian Exchange Market Still Have Herd Behavior?, *Scientific Journal for Financial and Commercial Studies and Research*, Vol.4, No.1, Part 1, 184- 228.
- ٣- خليل، يزن رأفت عبد الله. (٢٠١٨). أثر حجم التداول علي مؤشر الأسعار في سوق عمان للأسهم المالية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط.
- 4- Gupta, T., & Gupta, A. K. (2019). An Investigative Study of Herding Behavior in Indian Stock Market: A Global Perspective. *Adhyayan: A Journal of Management Sciences*, 9(01), 23-31.
- ٥- عمر، إيهاب عزت فهمي. (٢٠٢٢). أثر سلوك القطيع على سوء تسعير السهم "دراسة تطبيقية على الشركات لمقيدة بالبورصة المصرية"، *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، جامعة قناة السويس (فرع الأسماعيلية)، المجلد الثالث عشر، العدد الأول، ص.ص. ١٠٥-١٢٨.
- ٦- الوندأوي، هشام طلعت عبد الحكيم. (٢٠٢١). تأثير مخاطر أسعار الصرف في عوائد ومخاطر الأسهم دراسة تحليلية في عينة من أسهم الشركات في العراق وماليزيا، *مجلة العلوم الإحصائية*، المعهد العربي للتدريب والبحوث الإحصائي، العدد الثاني عشر، ص.ص. ٨٢-١١٧.
- ٧- المغني، هناء. (٢٠٢١). أثر تحرير سعر الصرف على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية، *المجلة العربية للإدارة*، جامعة الدول العربية المنظمة العربية للتنمية الإدارية، (١) ٤١، ١٢٧-١٤٤.
- 8- Manalu, S., Hellyani, C. A., & Setiawati, D. R. (2023). Herd Behavior and Heuristic of Investors in Malang City: The Influence on Investment Decision Making, *American International Journal of Business Management (AIJBM)*, Volume 6, Issue 01 , PP 44 -55.
- ٩- الموصللي، منال. (٢٠٢٢). اختبار سلوك القطيع في دمشق للأوراق المالية"، *مجلة المعهد*، المعهد العالي للدراسات النوعية، العدد ٣، ص.ص. ١٢-٢٢.
- 10- Adem, A., M., Sarioğlu, S., E. (2020). Analysis of Investors Herding Behavior: An Empirical Study from Istanbul Stock Exchange, *EJBMR, European Journal of Business and Management Research*, Vol. 5, No. 2.
- 11- Dhall, R., Singh, B. (2020). The COVID-19 Pandemic and Herding Behaviour: Evidence from India's Stock Market, *Millennial Asia*, 11(3) 366–390.
- ١٢- تنيو، عفاف. (٢٠٢٢). "مبادئ المالية السلوكية كحل لإنعاش السوق المالي الجزائري"، *مجلة دراسات اقتصادية*، كلية الاقتصاد- جامعة سرت، المجلد ٩، العدد ١، ص.ص. ٦٧-٨٤.
- ١٣- عليان، محمود عادل مصطفى. (٢٠١٩). "اختبار سلوك القطيع بإستخدام أحجام التداول في سوق عمان للأوراق المالية"، *مجلة النظم الإدارية*، جامعة قناة السويس، المجلد العاشر، العدد الأول، الجزء الثاني، ص.ص. ٦١-٩٣.

- 14- Alnajjar, J. (2017). "Behavioral Factors Determining the Decisions of Individual Investors and their Impact on the Performance of the Investment Portfolio "An Empirical analysis from Palestinian Security Exchange", *Journal of the Arab American University*, Vol. 3 , Iss. 2 , 109- 153.
- 15- Hussain, M., Sadiq, S., Rasheed, M., H., and Amin, k. (2022). Exploring The Dynamics Of Investors' Decision Making In Pakistan Stock Market: A Study Of Herding Behavior, *Journal of Economic Impact*, 4 (1), 165-173.
- 16- Rahayu, S., Rohman, A., Harto, P. (2021). Herding Behavior Model in Investment Decision on Emerging Markets: Experimental in Indonesia, *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol 8, No 1 , 053–059.
- 17- Choi, K., Yoon, S. (2020). Investor Sentiment and Herding Behavior in the Korean Stock Market, *International Journal of Financial Stock Market*, 8-34.
- 18- Loang, O., K., Ahmad, Z. (2020). Social Factors and Herd Behaviour in Developed Markets, Advanced Emerging Markets and Secondary Emerging Markets, *Journal of Contemporary Eastern Asia*, Vol. 19, No. 1: 97-122.
- 19- Sabir, S., A., Mohammad, H., B., Shahar, H., B.(2019). The Role Of Overconfidence And Past Investment Experience In Herding Behaviour With A Moderating Effect Of Financial Literacy: Evidence From Pakistan Stock Exchange, *Asian Economic and Financial Review*, Vol 9, No. 4, 480-490.
- ٢٠- جمال الدين، بوسي أحمد. (٢٠١٤). دور المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية دراسة الحالة المصرية، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة.
- 21- Shah, S., Asif Khan, M., Meyer, N., and others. (2019). Does Herding Bias Drive the Firm Value? Evidence from the Chinese Equity Market, *Sustainability*, 11, 5583; doi:10.3390/su11205583.
- ٢٢- المعاضيدي، معن وعد الله، العباس، حسن صبحي حسن. (٢٠٠٩). تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل – كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، مجلد ٣١، العدد ٩٤، ص.ص. ١٠٥-١٣٠.
- 23- Machmuddah, Z., Utomo, S. D., Suhartono, E., Ali, S., & Ali Ghulam, W. (2020). Stock market reaction to COVID-19: Evidence in customer goods sector with the implication for open innovation, *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 6(4), 99.
- ٢٤- مشكور، سعود جايد، صادق، زهور عبد السلام. (٢٠١٩). العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والقيمة لسوقية للسهم وأثرهما على حجم التداول "دراسة في عينة من المصارف المسجلة في

-
-
- سوق العراق للأوراق المالية"، *مجلة دناتير*، جامعة المثنى، العدد الخامس عشر، ص.ص. ٣٧٢-٤٠١.
- 25- Ben-David, I., Franzoni, F., Moussawi, R., & Sedunov, J. (2021). The granular nature of large institutional investors, *Management Science*, 67(11), 6629-6659
- 26- Baum, A. (2021). Tokenization—The Future of Real Estate Investment?, *The Journal of Portfolio Management*.
- ٢٧- الغالبي، عبد الحسين جليل، عبود، محمد عودة. (٢٠١٨). التنبؤ بمستقبل أسعار الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية باستخدام مستويات الدعم والمقاومة، *مجلة كلية التربية للبنات للعلوم الإنسانية*، العدد ٢٣، السنة الثانية عشر.
- ٢٨- الحديدي، محمود ياسر عجان. (٢٠٢١). دراسة العلاقة بين ربحية السهم وحجم التداول عليه وقيمتها السوقية (بالطبيق على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)، *رسالة دكتوراه*، جامعة المنارة.
- 29- Kharabsheh, B., Al-Gharaibeh, M. (2022). Herding behaviors and trading volume: evidence from Amman Stock Exchange, *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, Vol. 12, No. 3, pp 345-365.
- 30- Malini, H., Sakliana, A., D. (2022). Analyzing the Relationship between Return and Trading Volume in Relation to Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD) In Order to Detect Herding Behavior in Indonesia Emerging Stock Market, *Indonesian Capital Market Review*, Vol. 14, No. 2, 121-135.
- 31- Jlassi, M., Bensaïda, A. (2014). Herding Behavior and Trading Volume: Evidence from the American Indexes, *International Review of Management and Business Research*, Vol. 3, Issue.2, 705-722.
- 32- Bharti, A., K. (2019). Do market Asymmetries Affect Herd Behavior?: Evidence From The Indian Equity Market, *International Journal Of Scientific & Technology Research*, Volume 8, Issue 10.
- ٣٣- باللحام، مريم معتز الأصفر الشهير. (٢٠٢١). أثر التحيزات السلوكية في حجم التداول (دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية)، *رسالة ماجستير*، الجامعة السورية الخاصة.
- 34- Hertina, D., & Saudi, M. H. M. (2019). Stock return: Impact of return on asset, return on equity, debt to equity ratio and earning per share, *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 6(12), 93-104.
- 35- Violita, C. E., & Soeharto, S. (2019). Stock liquidity and stock return, *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 3(2), 111-122.
- ٣٦- السايح، فريدة. (٢٠١٤). محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٢، *رسالة ماجستير*، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة.

- ٣٧- ساحلي، سهام. (٢٠١٨). أثر التضخم علي عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشلاكات المسعرة في بورصتي عمان والدار البيضاء للفترة ٢٠٠٠-٢٠١٧، رسالة ماجستير، جامعة أم البواقي.
- 38- Intariani, W. R., & Suryantini, N. P. S. (2020). The effect of liquidity, profitability, and company size on the national private bank stock returns listed on the Indonesia stock exchange, *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 4(8), 289-295.
- 39- Khan, M. K. (2019). Impact of exchange rate on stock returns in Shenzhen stock exchange: Analysis through ARDL approach, *International Journal of economics and management*, 1(2), 15-26.
- 40- Rafiq, M. Z., Jun, J. C., Naseem, S., & Mohsin, M. (2019). Impact of Market Risk, Interest rate, Exchange rate on Banks stock return: Evidence from listed Banks of Pakistan, *Amazonia Investiga*, 8(21), 667-673.
- 41- Sanusi, F., & Wiayanti, A. (2022). Effect of Liquidity and Profitability on Stocks Return with Inflation as a Moderating Variable in Manufacturing companies listed on Indonesia Stock Exchange, *Jurnal Riset Akuntansi Terpadu*, 15(1), 41-59.
- ٤٢- الخطيب، محمد محمود. (٢٠١٠). الأداء المالي وأثره علي عوائد أسهم الشركات المصرية، *دار الحامد للنشر والتوزيع*، الطبعة الأولى، المملكة الأردنية الهاشمية.
- ٤٣- عبدالله، حسان محمد أحمد. (٢٠٢١). أثر مؤشرات الأداء المالية المبنية علي الأرباح في عوائد الأسهم السوقية- دراسة تطبيقية على السوق المالي السعودي، رسالة ماجستير، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، معهد الإدارة العامة، المملكة العربية السعودية.
- 44- Gueyie, J., P., Diallo, M., S., Diallo, M., F. (2022). Relationship between Stock Returns and Trading Volume at the Bourse Régionale des Valeurs Mobilières, West Africa, *International Journal of Financial Studies*, 10, 113, doi.org/10.3390/ijfs10040113.
- 45- Pathirawasam, C. (2011). The Relationship Between Trading Volume and Stock Returns, *Journal of Competitiveness*, Issue 3, 41-49.
- 46- Choi, K., Jiang, Z., Kang, S., H., and Yoon, S., M. (2012). Relationship between Trading Volume and Asymmetric Volatility in the Korean Stock Market, *Modern Economy*, 3, 584-589.
- 47- Saci, K. (2022). Modelling the Relationship Between Trading Volume and Stock Returns Volatility for Islamic and Conventional Banks: The Case of Saudi Arabia, *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, 35(1), 41-55.
- ٤٨- عيش، فطيمة، حاقة، حنان. (٢٠٢٢). العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في كل من سوقي السعودية ومصر خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٧ (باستخدام نماذج الإرتباطية، السببية، (ARDL)، *مجلة المنهل الاقتصادي*، الجزائر، المجلد ٥، العدد ٢، ص.ص. ٢٧٩-٢٩٤.

- 49- Gharbi, O., Trichilli, Y., Abbes, M., B. (2022). Impact of the COVID-19 pandemic on the relationship between uncertainty factors, investor behavioral biases and the stock market reaction of US Fintech companies, *Journal of Academic Finance*, Vol. 13, N° 1, 101-122.
- 50- Bahnamiri, M., J., Michaghani, H. (2023). Investigating the Effect of Environmental Uncertainty on the Relationship between Herd Behavior and Negative Price Shock in TSE, *Iranian Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, 67- 84.
- 51- Ayoub, A., Balawi, A. (2022). Herd Behavior And Its Effect On The Stock Market: An Economic Perspective, *Quality Access To Success*, Vol. 23, No. 188, 285-289.
- 52- Kabir, M., H. (2018). Did Investors Herd during the Financial Crisis? Evidence from the US Financial Industry, *International Review of Finance*, pp. 59–90.
- 53- Fu, Y., Chen, Y., Y. (2018). Does Herding Affect Volatility? Implications for China's Stock Market, *Advances in Social Science, Education and Humanities Research (ASSEHR)*, volume 184, 1238-1242.
- 54- Ah Mand, A., Janor, H., Rahim, R., A and Sarmidi, T. (2021). Herding behavior and stock market conditions, *PSU Research Review*, <https://www.emerald.com/insight/2399-1747.htm>
- 55- Jabeen, S., Rizav, S., S., Farhan, M. (2022). Herd Behaviour, Fundamental, and Macroeconomic Variables – The Driving Forces of Stock Returns: A Panel-Based Pooled Mean Group Approach, *Original Research*, Volume 13.
- 56- Maquieira,c., Méndez, c., e. (2022). Herding behavior in the Chinese stock market and the impact of COVID-19 , *Estudios de Econom ía*, Vol.49-N. 2, 19 9-229.
- 57- Sichoongwe, K. (2016). Effects of exchange rate volatility on the stock market: The Zambian experience, *Journal of Economics and Sustainable Development*, 7 (4).
- ٥٨- الرشيدى، طارق عبد العظيم . (٢٠١٧). أثر تعويم سعر الصرف للجنيه المصري على عناصر القوائم المالية في إطار معيار المحاسبة المصري رقم (١٣) – آثار التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية – دراسة ميدانية على الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية، *الفكر المحاسبي*، جامعة عين شمس، مجلد ٢١، عدد ٣، ص.ص. ٩٧٨- ١٠٠٥.
- 59- Allam, S., Abdelrhim, M., & Mohamed, M. (2020). Determinants of herding behavior in the time of COVID-19: The case of Egyptian stock market sectors. *Available at SSRN 3717995*.

- ٦٠- سيد، إسلام نمير رامي. (٢٠١٩). أثر سعر الصرف على قيم التداول بالبورصة المصرية – تطبيق على سوق الأوراق المالية المصرية، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، جامعة عين شمس، المجلد ٤٩، العدد ٤، ص.ص. ٧٤٨-٧٠٣.
- ٦١- مقدم، ليلي . (٢٠٢٠). تأثير تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على عوائد الأسهم في شركات السلع الرأسمالية في السوق المالي السعودي، *المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية*، جامعة ورقلة، الجزائر، مجلد ٧، عدد ١، ص.ص. ٢٨٣ – ٢٩٨.
- ٦٢- وهدان، محمد. (٢٠١٧). أثر تحرير سعر الصرف على أسعار الأسهم بالتطبيق على البورصة المصرية، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، جامعة عين شمس، المجلد ٤٧، العدد ٤، ص.ص. ٤١٨ – ٣٩٥.
- 63- Sardjoe, J. (2012). Herding in Investor's Behavior: *An investigation of herd behavior in the Russian stock market, a bachelor thesis*, Tilburg University.
- 64- Hsieh, S. F. (2013). Individual and institutional herding and the impact on stock returns: Evidence from Taiwan stock market, *International Review of Financial Analysis*, 29, 175-188.
- 65- Hälli, H. (2022). Herding behavior in the US stock markets: Does market capitalization matter?, *Finance Master's thesis in Finance*, The School of Accounting and Finance, University Of Vaasa.
- 66- Chauhan, Y., Ahmad, N., Aggarwal, V., & Chandra, A. (2020). Herd behaviour and asset pricing in the Indian stock market, *IIMB Management Review*, 32(2), 143-152.
- 67- Barron, O. E., & Schneible Jr, R. A. (2011). *The Firm Size Effect on Trading Volume Reactions to Earnings Announcements: A Re-examination and Extension, Working Paper, Pennsylvania State University*.
- ٦٨- المستريحي، باهر. (٢٠١٥). تأثير خصائص الشركات على حجم تداول الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية، *رسالة ماجستير*، جامعة اليرموك، الأردن.
- ٦٩- العلمي، فائق سعيد. (٢٠١٨). سلوك الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وأثره على قرارات المستثمرين. (*Doctoral dissertation*) ، جامعة الازهر، غزة.
- 70- Husna, A., & Satria, I. (2019). Effects of return on asset, debt to asset ratio, current ratio, firm size, and dividend payout ratio on firm value, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50-54.
- 71- Nguyen, H. T., & Nguyen, A. H. (2020). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Vietnam, *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(4), 97-105.
- 72- Huang, M., Jiang, H., Ning, Z., & Tu, J. Institutional Ownership and Stock Returns On Chinese Firms, *Available at SSRN 4330102*.

The Modifying Effect of Foreign Exchange Rate Liberalization and Corporate Characteristics on the Relationship between Herd Behavior and Stock Returns via the Mediating Role of Trading Volume

(An Experimental Study on Companies Registered In the EGX70 Index)

Dr. Dalal Mohamed Ibrahim

Abstract:

The current study examined the impact of herd behavior on trading volume, and tested the impact of trading volume on stock returns. It also aimed to determine the impact of herd behavior on stock returns, and to identify the mediating role of trading volume in the relationship between herd behavior and stock returns. The study also addressed the modified role of liberalizing the foreign exchange rate and the characteristics of companies in the relationship between herd behavior and stock returns in the presence of trading volume as an intermediate variable, through an experimental study on companies registered in the EGX70 index from March 28, 2022 to April 30, 2023. The study led several results; the herd behavior has a significant effect on (1) the volume of trading on the shares of companies, and on (2) the returns of their shares. The results also revealed the presence of (3) a significant effect of trading volume on stock returns in those companies, and (4) the mediation of trading volume in the relationship between herd behavior and stock returns in them. **Finally**, it was shown from the results of the study that the mediating role of trading volume in the relationship between herd behavior and stock returns varies with the liberalization of the foreign exchange rate and the characteristics of companies.