https://doi.org/10.31272/jae.i149.1454
https://admics.uomustansiriyah.edu.iq/index.php/admeco
P-ISSN: 1813–6729 E-ISSN: 2707-1359

# اثر معنويات المستثمر في الأسواق المالية على تقلب عوائد الأسهم، بتوسط سيولة السوق

**مصطفى حسين حسن طاهر**
قسم المالية والمصرفية، كلية الامام الكاظم (ع)، للعلوم الإسلامية الجامعة، بغداد ، العراق
Email: mustafahussein@iku.edu.iq , ORCID ID: \ https://orcid.org/0000-0001-8783-1744

**المستخلص**

*يهدف البحث الى تحديد استجابة عوائد الاسهم في الاسواق المالية نتيجة طبيعة اندفاع وتوجهات المستثمر وفقا للنظرية السلوكية بعيدا عن الرشد في اتخاذ القرار وكيف يمكن ان تلعب سيولة السوق دورا في تعزيز هذا التأثير، تم اختيار سوق العراق للأوراق المالية كمجتمع للبحث ولتمثل العينة بيانات السوق للفترة الممتدة[2009/1 – 2023/12] على المستوى شهري مما افرز سلسلة زمنية تتضمن [180] مشاهدة لكل متغير، وتم قياس متغير المعنويات المستثمر بمؤشر حجم التداول، وسيولة السوق باللوغاريتم الطبيعي لحجم السوق وفقا للقيمة السوقية، وتقلب عوائد الأسهم بحساب معدل عائد السوق وفقا لمؤشر السوق، وتم اعتماد نموذج الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار فرضية الوساطة، واظهرت النتائج على وجود تاثير طردي معنوي لمعنويات المستثمر في عوائد الأسهم مما تنعكس حالة تشاؤم او تفاؤل في اتجاهات الأسعار، واظهرت كذلك ان زيادة خيارات المستثمر وعمق السوق يعزز طرديا تاثير معنويات المستثمر في تقلب عوائد.*

**معلومات البحث**

**تواريخ البحث:**

تاريخ تقديم البحث: 25 / 12 / 2023
تاريخ قبول البحث: 01 / 02 / 2024
تاريخ نشر الكتروني: 01 / 09 / 2025
عدد صفحات البحث 22 - 29

**الكلمات المفتاحية:**
معنويات المستثمر، سيولة السوق، حجم التداول، معدل عائد السوق

**المراسلة:**
أسم الباحث: مصطفى حسين حسن
Email: mustafahussein@iku.edu.iq

## 1.المقدمة

مرت الاسواق المالية بالعديد من الاحداث والأزمات، كفقاعة الخمسينيات والاثنين الأسود في أكتوبر 1987 وفقاعة الإنترنت أو الدوت كوم في التسعينيات وازمنة الرهون العقارية في قرن الحالي، بالنتيجة افرزت هذه الوقائع تقلبات وتغيرات صعبة التفسير، فوفقا لنموذج التمويل القياسي يرغم المستثمرون أسعار سوق رأس المال الى اتزان القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، وهم بذلك يستغلون فجوة القيمة السوقية للاسهم وصولا لحالة التطابق لقيمها الفعلية، وهم يطورون او يتبنون نماذج المنطقية في بناء محافظهم واختيار الموجود المالي وفق العائد والمخاطرة، ولكنه لا يكفي في تفسير طبيعة هذه التقلبات. غالبًا ما يقوم المشاركون في سوق بتحريك الأسعار بعيدًا عن قيمتها الحقيقية، ولا توجد تفسيرات منطقية تستطيع اتجاه حركة الأسعار وطبيعة تقلب مؤشرات السوق، لذلك يعزز الباحثون في مجال التمويل السلوكي النموذج القياسي بنموذج بديل ممكن مبني على افتراض أن المستثمرين يخضعون للمشاعر وتقودهم سماتهم الشخصية من جهة وتوقعاتهم الحدسية المدعومة بمؤشرات حسية محيطة بهم في السوق، فقد يدعم المستثمرين المحترفين قراراتهم الاستثمارية باستخدام التحليل الفني، هو الطريقة الأكثر شعبية لدعم قرارات الاستثمار وتوقع اتجاهات أسعار الأسهم باستخدام البيانات التاريخية التي يولدها السوق والتي يمكنها ان تولد تفاؤل او تشاؤم، فالمشاعر ترافق كل قرار يتخذه المستثمرون ووفقا لنظرية التمويل السلوكي قرارات المستثمرين في السوق غير رشيدة وتنعكس بشكل جلي في أسعار الأسهم واختيار وبناء المحفظة، وتربط تصرفات المستثمر بالسلوك المتحيز نتيجة التفاؤل أو التشاؤم، والإسناد الذاتي المتحيز، ومحدودية الاهتمام وتأثير التصرف، بناءاً على متقدم سيتم محاولة فهم طبيعة تأثير معنويات المستثمر باستخدام المؤشرات المالية في عوائد الأسهم بافتراض هي التي تنعكس عليها بالنهاية جميع القرارات.

يتضح مما تقدم ان الأسواق المالية في ضل المتغيرات المختلفة ولاسيما عوامل الاقتصاد الكلي تواجه الى تقلبات عنيفة وأصبحت النظريات والنماذج العقلانية قاصرة على تفسير هذه التغيرات، مما عزز احتمالية لعب مشاعر وتوجهات المستثمر دورا في اتخاذ قرارات استثمارية مبنية على توقعات سلوكية مما يمكن ان ينعكس على عوائد وأسعار الأسهم، وبذلك يمكن تلخيص مشكلة البحث : ما مدى تأثير معنويات المستثمر في السوق المالي على عوائد الأسهم ؟ وما الدور الذي يمكن ان تلعبه سيولة السوق في ذلك؟

## 2.اهمية البحث

يحاول البحث تعميق الفهم في التمويل السلوكي ويعزز من إمكانية تقديم تفسير ممكن لاتجاهات السوق وقرارات المستثمر غير رشيد والتي لا تتلاءم مع النظريات المالية السائدة، ومحاولة تحديد النتائج المتوقعة للمواقف السلوكية التي يمكن ان تطغى لدى المستثمرين في السوق في ظل اتساع حجم السوق او ضيقه.



creative commons CC BY

**3.اهداف البحث**

يهدف البحث الى استكشاف طبيعة تاثير العلاقة بين معنويات المستثمرين وتقلب عوائد الاسهم ، اذ ان استراتيجيات التداول القائمة على العائد تتعارض مع نموذج التمويل التقليدي المبني على الافتراضات عقلانية المستثمرين والأسواق الفعالة، لذلك من المتوقع أن رد فعل المستثمرين المفرط تجاه الاحداث والتوقعات سبب تقلب العوائد، فضلا عن فهم امكانية تعزيز عمق السوق في هذا التاثير المتوقع كمتغير وسيط.

**4.الإطار النظري**

***1.4. الدراسات السابقة***

تنوعت الدراسات التي اكدت على الدور السلوكي في قرارات المستثمر، فوفقا لـ Fama ليس من المستغرب أن تعمل النماذج السلوكية بشكل جيد على الحالات الاستثنائية التي صممت لتفسيرها، ولكن الاختبار الحقيقي هو مدى قدرتها على تفسير الصورة الكبيرة[10]، ويرى Baker & Wurgler أن معنويات المستثمرين لها تأثيرات مقطعية عندما تختلف قيود المراجحة عبر الأسهم. وهي تظهر أنه عندما تكون المعنويات منخفضة/ مرتفعة، وتكون العوائد اللاحقة مرتفعة / منخفضة نسبيا للأسهم الصغيرة او الأسهم الجديدة والأسهم عالية التقلب والأسهم المتعثرة[2]. بالمقابل اكد Lemmon and Portniaguina ان طبيعة العلاقة بين السلاسل الزمنية والمشاعر وعلاوة الأسهم الصغيرة، ويرى أن ثقة المستهلك يمكن أن تتنبأ بعائدات الأسهم الصغيرة[16]، التي اكدها Baker & Wurgler لاحقا واشارا الى وجود علاقة المعقدة للغاية بين المستثمرين والأسواق الحقيقية بحيث لا يمكن تلخيصها بدقة من خلال عدد قليل من التحيزات والاحتكاكات التجارية المختارة"[3]، ويرى Stambaugh في دراسته لمعنويات المستثمر ان حالة التقلب الحادة يجب ان تكون اكثر واوسع انتشارا من حالة الاستقرار في السوق بسبب عوائق السوق ويكون حالة التطرف الأسعار اكبر عند وجود توجهات تشاؤم او تفاؤل عميقة[20]، أضاف Shen & Yu في دراسة تاثير دور معنويات المستثمرين في تسعير مجموعة واسعة من عوامل الخطر المرتبطة بالكلي، ان المحافظ ذات التعرض العالي للمخاطر لا تحقق عوائد أعلى. لكنها تحقق عوائد متطرفة في أعقاب فترات منخفضة المعنويات او مرتفعة من المعنويات[19]، وأشار Hu et al أن صدمة معنويات المستثمرين لها تأثير كبير على عوائد سوق الأوراق المالية، وهذا التأثير في سوق الأسهم الصاعدة أعلى بكثير منه في سوق الأسهم الهابطة. إن تأثير صدمة عوائد سوق الأوراق المالية على معنويات المستثمرين وتقلبات سوق الأوراق المالية كبير نسبيا[13].

***2.4. معنويات المستثمر***

يعد مفهوم معنويات المستثمر أحد الأجزاء المهمة للتمويل السلوكية, وانها تأتي من توقعات المستثمرين المتحيزة بشأن قيم الأسهم [25] وهي الضجيج في الأسواق المالية [4]، فهي جزء من توقعات المستثمرين بشأن عوائد الموجودات المالية التي لا تبررها الأساسيات [14]، فهو يمثل اعتقاد حول التدفقات النقدية المستقبلية ومخاطر الاستثمار التي لا تبرره الحقائق المتاحة [12]. يرى اخرون بأنها النظرية التي توضح كيفية تشكيل الفرد لاعتقاده بشأن أسعار السوق والأوراق المالية المستقبلية [18]، فهي ميل للتداول وفقا لضوضاء بدلاً من المعلومات [24]، والتي تشير إلى مدى انحراف قيمة الأصول عن أساسياتها الاقتصادية [21]، ويمكن وصفها بأنها الميول الإيجابية للمستثمر تجاه بعض الأسهم التي تسمح له بالمراجحة عبر تغيرات الأسعار في سوق الأوراق المالية، وقد يشمل ذلك التفاؤل ومشاركة المستثمرين وتوقعات سوق الأوراق المالية [22]. يتأثر تداول المستثمرين الأفراد في العالم الحقيقي بشكل كبير بالمشاعر مقارنة بالتداول الذي يعتمد عادة على التحليل المالي، فالمستثمرين الأفراد يتداولون على أساس الضجيج، أي المعلومات التي قد لا تعتمد على الحقائق الأساسية، ولكن على المعلومات التاريخية أو الأخبار التي تجذب الانتباه بشكل أساسي. تقليديا في كثير من الأحيان تحدث التغيرات في أسعار الأسهم نتيجة لمشاعر المستثمرين، فتوصف فقاعة السوق بأنها نشوة مضاربة Speculative Euphoria، وتعكس المشاعر إلايجابية وهي تعني اندفاع غير عقلانية، في المقابل يُشار إلى الخوف كقوة تؤدي إلى عمليات البيع وانخفاض الأسعار وتقلب الأسعار [17]، ويتعرض المستثمرون للتحيز في الحكم وارتكاب الأخطاء بسبب عدم الكفاءة لذلك ضرورة معرفة كيفية تشكيل معنويات المستثمرين والعوامل المؤثرة بها لتقييم كفاءة السوق[24]. هناك ثلاثة جوانب لمعنويات المستثمرين: تفاؤل المستثمرين ومشاركة المستثمرين وتوقعات سوق الأوراق المالية للمستثمر، يمثل تفاؤل المستثمر هو توقعته بحدوث حدث إيجابي في السوق وهو أمر مناسب لامتلاكه. فهم يؤمنوا بقدرتهم على اختيار الأسهم الأفضل من غيرها، اما مشاركة المستثمر فهي النجاحات التي تُعزى إلى المهارات والفهم، اخيرا إن توقعات المستثمر لسوق الأوراق المالية تشبه شراء الأسهم بناءً على الأداء السابق للشركة، والاستثمار في سهم بناءً على توقعاتي لحالة السوق، وهو قرار يعتمد على أداء السوق الحالي[23] وبذلك هي تعني مواقف المستثمرين وآرائهم تجاه الاستثمار ويؤثر بشكل رئيس على التدفق النقدي المستقبلي. تتأثر آراء المستثمرين ومواقفهم وقراراتهم بشكل أساسي بالعواطف والمخاطر والتدفقات النقدية المستقبلية[11].

***3.4. سيولة السوق***

يرى Keynes ان الموجود المالي يكون أكثر سيولة إذا كان يمكن الحصول او بيعه في غضون مهلة قصيرة دون خسارة، ويتفق معه Kyle كذلك كونها سرعة وسهولة تحويل الأصل إلى نقد[7]، ولذلك يكون السوق سائلاً إذا تمكن المتداولون من شراء أو بيع أعداد كبيرة من الأسهم بسرعة دون تأثيرات كبيرة على الأسعار [8]. باتجاه تمييز السيولة يحدد Harris أربعة ابعاد للسيولة: العرض، في إشارة إلى انتشار العرض والطلب لعدد معين من الأسهم والعمولات والرسوم التي سيتم دفعها لكل سهم، والعمق هو عدد الأسهم التي يمكن تداولها عند أسعار العرض والطلب المحددة، والفورية وهي مدى سرعة إجراء عمليات تداول بحجم معين وبتكلفة معينة، اخيرا المرونة: وهو يصف مدى سرعة عودة الأسعار إلى مستوياتها السابقة بعد أن تغيرت استجابة لاختلالات تدفق الطلبات الكبيرة التي بدأها المتداولون غير المطلعين[5]، وبذلك يتضح ضرورة وعمق تفاعل هذه الابعاد في السوق المالي. فسيولة السوق بمثابة قدرة الأسواق المالية على استيعاب التقلبات المؤقتة في الطلب والعرض دون حدوث اضطرابات غير مبررة في الأسعار. والزيادة السيولة النقدية في مختلف القطاعات قد تؤدي إلى ارتفاع الطلب على الأوراق المالية مما ينعكس في ارتفاع أسعار

الأوراق المالية. وبما أن زيادة السيولة النقدية من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، فمن خلال الزيادة في أسعار الأوراق المالية، ذلك، ينبغي اعتبار سيولة السوق مؤشرا هاما لحالة السوق [9]. عموما يمثل عمق السوق احدى مقاييس السيولة، ويمثل هو أقصى عدد من الأسهم التي يمكن تداولها بسعر معين [1]، ويؤكد Michael ان عمق السوق هو مؤشر حجم يوضح مدى تأثير الطلب الكبير على سعر السهم أو الموجود المشتق[15]، وهو يمثل قدرة السوق على استيعاب أوامر السوق دون تأثير ملموس في سعر الأوراق، وبذلك يتناول عمق السوق المستوى العام واتساع الطلبات المفتوحة والعطاءات والعروض ، انموذجيين، كلما زاد عدد أوامر البيع والشراء الموجودة زاد عمق السوق على أن تكون موزعة بالتساوي حول سعر الحالي [6].

### *4.4. العمل التطبيقي*

#### *1.4.4. قياس وتشخيص متغيرات البحث*

وفقا لمتغيرات البحث تم تحديد سوق العراق للأوراق المالية كمجتمع للبحث وللفترة الممتدة من 2009-2023 أي على مدار 15 سنة وعلى مستوى شهري، وعليه كل ستتولد (180) مشاهدة من نوع البيانات الطولية (Time series) وبالتي تم اعتماد الادوات الملائمة لذلك في الاختبار الفرضي. تم اعتماد عدة مقاييس في قياس تشخيص متغيرات البحث بما يتلائم طبيعة العينة ومدى توفر البيانات، فعلى مستوى معنويات المستثمر كان من المناسب اعتماد مؤشرات حجم التداول كمقياس لمعنويات المستثمر، فقدم Baker and Stein نموذج تجريبي يؤكد امكانية استخدام مؤشرات حجم التداول في تحديد معنويات المستثمر[1]، وأكد Lei على وجود صلة طبيعية بين معنويات المستثمرين وحجم التداول، وتم اعتماد معدل دوران الأسهم، ويمكن حساب نسبة معدل دوران الأسهم في السوق للفترة t وفقا للمعادلة (1) [14] :

$$TR = T_t / TMA3_t \quad (1)$$

TR نسبة معدل الدوران، Tt معدل دوران السوق للفترة t، TMA6t متوسط دوران السوق للفترة 6 اشهر الماضية اذ ان معدل دوران السوق في الفترة t يمثل عدد الاسهم االمتداولة في السوق للفترة t / القيمة السوقية للسوق للفترة t ، ويظهر (الجدول (1)) نسبة حجم التداول الفعلي في السوق العراق للأوراق المالية للفترة 2009-2023 وقد سجل شهر كانون الاول في سنة 2021 اعلى نسبة حجم تداول في سوق بمقدار(38.3) مليون سهم ولتسجل ذات السنة نسبة حجم تداول عام بمقدار (5.29) في حين سجل شهر تشرين الاول في سنة 2021 اقل نسبة حجم تداول بمقدار (0.94-) ، في حين سجلت سنة 2022 اقل نسبة تداول بمقدار (0.17).

**جدول رقم (1) نسبة حجم التداول في السوق العراقي**

| Avr. | Dec | Nov | Oct | Sep | Aug | Jul | Jun | May | Apr | Mar | Feb | Jan | year |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 0.53 | -0.55 | 0.95 | 0.22 | 0.35 | -0.54 | 4.83 | -0.38 | -0.86 | 0.69 | 0.06 | 1.12 | 0.50 | 2009 |
| 0.29 | -0.15 | 0.56 | 0.57 | -0.21 | 0.36 | -0.79 | -0.46 | 2.91 | -0.44 | 0.89 | -0.22 | 0.42 | 2010 |
| 0.33 | -0.69 | 0.59 | 1.88 | 0.57 | -0.66 | -0.16 | 0.75 | -0.31 | -0.40 | 0.49 | -0.22 | 2.09 | 2011 |
| 0.22 | -0.35 | 1.52 | 0.87 | -0.08 | -0.62 | 0.14 | 0.01 | 0.39 | 0.18 | -0.20 | 0.88 | -0.11 | 2012 |
| 0.20 | -0.25 | -0.44 | 2.14 | -0.70 | -0.10 | -0.38 | -0.19 | 2.09 | -0.57 | -0.32 | 1.16 | -0.07 | 2013 |
| 0.40 | 0.55 | 0.01 | -0.49 | -0.18 | 0.68 | -0.61 | 3.23 | -0.48 | -0.42 | 0.95 | 1.80 | -0.20 | 2014 |
| 1.03 | -0.53 | -0.71 | 12.08 | -0.74 | 0.56 | -0.61 | -0.04 | 0.62 | -0.49 | 0.92 | 2.10 | -0.76 | 2015 |
| 0.39 | -0.33 | 1.13 | 1.23 | -0.40 | -0.70 | 0.33 | -0.37 | 1.93 | -0.44 | 1.14 | 0.35 | 0.75 | 2016 |
| 0.50 | 0.50 | 0.08 | 0.54 | -0.57 | 1.22 | 4.14 | -0.83 | -0.06 | 0.20 | -0.70 | 0.89 | 0.57 | 2017 |
| 1.23 | -0.47 | -0.52 | 12.88 | -0.90 | 1.70 | 1.85 | -0.73 | -0.15 | -0.07 | 0.84 | 1.23 | -0.87 | 2018 |
| 1.96 | 14.39 | -0.51 | 8.48 | -0.57 | -0.79 | 0.78 | 0.28 | 0.79 | -0.68 | 1.57 | -0.67 | 0.41 | 2019 |
| 1.33 | 10.37 | -0.13 | -0.62 | 0.17 | 4.74 | 0.13 | 0.70 | 2.74 | -0.90 | -0.08 | -0.15 | -0.94 | 2020 |
| 5.29 | 38.30 | 1.23 | -0.94 | 0.21 | 22.46 | -0.96 | -0.27 | 3.60 | -0.35 | 0.50 | 0.63 | -0.93 | 2021 |
| 0.17 | -0.36 | -0.48 | -0.17 | -0.50 | 4.93 | -0.41 | -0.64 | -0.13 | -0.05 | 0.74 | 0.08 | -0.95 | 2022 |
| 1.46 | 0.05 | 2.94 | 0.11 | -0.71 | 1.48 | 0.24 | -0.49 | -0.51 | 9.57 | -0.94 | 1.06 | 4.76 | 2023 |

ويتضح وجود تقلب شديد في حجم التداول الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2009-2023 مع وجود اتجاه تصاعدي في حجم التداول لاسيما سنة 2021 لكنها شهدت انخفاض ملحوظ في سنة 2022.

اما لقياس سيولة السوق تم اعتماد على فكرة ان كلما ازداد حجم السوق ازدادت عمقه وسيولته وبالتالي سنعتمد على القيمة السوقية للسوق وهي تضم مجموع حاصل ضرب القيمة السوقية لسهم الشركة مسجل في السوق في عدد الأسهم المصدرة من قبل الشركة، وبذبك يمكن تحديد سيولة السوق من خلال اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية وذلك لتقليل من اثر القيم المرتفعة، ووفقا للمعادلة(2)[6]:

$$[MD = \log[V_m \quad (2)$$

ويظهر(الجدول (2)) نتائج حساب سيولة السوق وفقا للوغاريتم الطبيعي لحجم السوق والتي تظهر وجود ارتفاع بشكل تدريجي في حجم السوق المقاس وفقا للقيمة السوقية للسوق.

**جدول (2) اللوغرايتم الطبيعي لحجم السوق**

| Dec | Nov | Oct | Sep | Aug | Jul | Jun | May | Apr | Mar | Feb | Jan | yaer |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 6.4950 | 6.4959 | 6.4616 | 6.3682 | 6.2392 | 6.1498 | 6.4556 | 6.4595 | 6.4649 | 6.4727 | 6.4242 | 6.3755 | **2009** |
| 6.5374 | 6.5060 | 6.4905 | 6.4726 | 6.4671 | 6.4813 | 6.4838 | 6.4847 | 6.4763 | 6.4604 | 6.4803 | 6.4974 | **2010** |
| 6.6929 | 6.6716 | 6.6848 | 6.7093 | 6.6980 | 6.6924 | 6.6876 | 6.6496 | 6.6438 | 6.6394 | 6.6086 | 6.5874 | **2011** |
| 6.7480 | 6.6862 | 6.6512 | 6.6326 | 6.6151 | 6.5966 | 6.6253 | 6.6385 | 6.6461 | 6.6758 | 6.6676 | 6.6612 | **2012** |
| 7.0589 | 7.0586 | 7.0609 | 7.0562 | 7.0607 | 7.0550 | 7.0820 | 7.0689 | 7.0678 | 7.0615 | 7.0629 | 6.7603 | **2013** |
| 6.9787 | 6.9640 | 6.9741 | 7.0182 | 7.0167 | 6.9764 | 6.9910 | 7.0841 | 7.0768 | 7.0677 | 7.0621 | 7.0620 | **2014** |
| 6.9296 | 6.9382 | 6.9424 | 6.9551 | 6.9632 | 6.9694 | 6.9990 | 6.9315 | 6.9200 | 6.9399 | 6.8853 | 6.9436 | **2015** |
| 6.9710 | 6.8702 | 6.8780 | 6.8633 | 6.8352 | 6.8363 | 6.8256 | 6.8196 | 6.8462 | 6.8581 | 6.9000 | 6.9418 | **2016** |
| 6.9133 | 6.9067 | 6.8988 | 6.9081 | 6.9096 | 6.9145 | 6.9140 | 6.8845 | 6.9040 | 6.8978 | 6.9283 | 6.9253 | **2017** |
| 7.0550 | 7.0640 | 7.0665 | 7.0636 | 7.0732 | 7.0788 | 7.0860 | 7.0817 | 7.0894 | 7.0960 | 7.0872 | 7.0430 | **2018** |
| 7.0668 | 7.0550 | 7.0521 | 7.0544 | 7.0529 | 7.0569 | 7.0590 | 7.0623 | 7.0434 | 7.0446 | 7.0423 | 7.0570 | **2019** |
| 7.1472 | 7.1347 | 7.1354 | 7.1346 | 7.1341 | 7.1330 | 7.1351 | 7.1337 | 7.1046 | 7.1194 | 7.1314 | 7.1546 | **2020** |
| 7.2007 | 7.1870 | 7.2155 | 7.2078 | 7.2026 | 7.1971 | 7.1989 | 7.1921 | 7.1894 | 7.1808 | 7.1807 | 7.1467 | **2021** |
| 7.1928 | 7.2018 | 7.2094 | 7.2085 | 7.1987 | 7.2054 | 7.2006 | 7.2022 | 7.2158 | 7.2193 | 7.2171 | 7.2056 | **2022** |
| 7.2710 | 7.2668 | 7.2513 | 7.2573 | 7.2490 | 7.2299 | 7.2184 | 7.2181 | 7.2259 | 7.2198 | 7.1932 | 7.2022 | **2023** |

وباتجاه قياس معدل عائد السوق تم اعتماد مؤشر السوق العراقي الشهري في حساب معدل عائد السوق ووفقا للمعادلة (3)[6] :

$$R_m = R_t - R_{t-1} / R_{t-1} \quad (3)$$

واظهرت النتائج الموضحة في (جدول (3)) معدل عائد السوق وفقا لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية

**جدول (3) معدا عائد السوق سوق على مستوى شهري**

| AVR. | Dec | Nov | Oct | Sep | Aug | Jul | Jun | May | Apr | Mar | Feb | Jan | Year |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **0.137** | -0.051 | -0.026 | -0.042 | -0.550 | 0.004 | 0.001 | -0.008 | -0.097 | 0.528 | 0.357 | 1.034 | 0.500 | **2009** |
| **0.001** | 0.055 | 0.031 | 0.026 | -0.010 | -0.014 | -0.009 | 0.009 | -0.014 | 0.037 | -0.025 | -0.010 | -0.068 | **2010** |
| **0.027** | 0.068 | -0.043 | -0.084 | 0.005 | 0.014 | -0.002 | 0.084 | 0.026 | 0.010 | 0.027 | 0.062 | 0.153 | **2011** |
| **-0.006** | 0.000 | 0.050 | 0.014 | -0.003 | 0.031 | -0.016 | 0.005 | -0.021 | -0.035 | 0.000 | 0.006 | -0.106 | **2012** |
| **-0.008** | -0.010 | -0.009 | 0.013 | -0.039 | 0.018 | -0.005 | -0.039 | 0.011 | 0.008 | -0.030 | 0.005 | -0.019 | **2013** |
| **-0.015** | -0.148 | 0.080 | -0.003 | 0.001 | 0.069 | -0.019 | -0.139 | 0.003 | 0.030 | -0.018 | -0.028 | -0.005 | **2014** |
| **0.797** | 0.017 | -0.081 | -0.075 | -0.031 | -0.035 | -0.097 | 0.034 | 0.112 | -0.034 | 0.030 | -0.124 | 9.851 | **2015** |
| **-0.008** | 0.021 | 0.053 | 0.078 | 0.000 | -0.014 | 0.054 | 0.057 | -0.074 | -0.049 | -0.068 | -0.026 | -0.126 | **2016** |
| **-0.008** | 0.016 | 0.010 | -0.036 | 0.018 | 0.002 | -0.001 | -0.026 | -0.069 | -0.044 | -0.096 | 0.032 | 0.097 | **2017** |
| **-0.010** | 0.024 | -0.016 | -0.049 | -0.052 | -0.036 | 0.006 | -0.025 | -0.022 | -0.040 | -0.004 | 0.076 | 0.017 | **2018** |
| **-0.002** | 0.016 | 0.002 | 0.020 | 0.005 | -0.014 | -0.033 | 0.005 | 0.063 | 0.027 | -0.027 | -0.055 | -0.035 | **2019** |
| **0.003** | 0.057 | -0.007 | -0.001 | 0.031 | 0.039 | 0.039 | 0.024 | 0.027 | -0.071 | -0.039 | -0.037 | -0.027 | **2020** |
| **0.011** | 0.031 | -0.059 | -0.002 | -0.011 | 0.033 | 0.003 | 0.004 | -0.036 | 0.047 | 0.017 | 0.150 | -0.047 | **2021** |
| **0.003** | -0.00009 | -0.020 | -0.011 | 0.033 | 0.024 | -0.004 | 0.001 | -0.028 | -0.010 | 0.000 | 0.033 | 0.014 | **2022** |
| **0.037** | 0.014 | 0.090 | -0.032 | 0.032 | 0.129 | 0.075 | 0.061 | -0.097 | 0.085 | 0.007 | 0.041 | 0.044 | **2023** |

فقد سجل شهر ايلول لسنة 2009 اقل معدل عائد بمقدار (0.55-) في حين سجلت سنة 2014 اقل معدل عائد عام بمقدار (0.015) وهو يعكس انخفاض عام في ألاسعار ونشاط السوق في هذه السنة بالمقابل سجل شهر كانون الثاني من سنة 2015 اعلى معدل عائد بمقدار (9.851) وهو يشير الى وجود ارتفاع كبير في اتجاه السوق وأسعار الأسهم، كذلك سجلة ذات السنة اعلى معدل عائد للفترة التي يغطيها البحث بمقدار (0.797) وهو يعكس كذلك اتجاه صعودي واضح في اتجاه أسعار السوق لهذه السنة. ويتضح ان اتجاه سوق العراق للفترة 2009-2023 ووفقا لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية والذي يظهر وجود اتجاه صعودي في أسعار السوق لا سيما ما بعد 2014 والتي شهدت الموازنات الكبيرة ثم ليعاود بالانخفاض والتقلب ليشهد في نهاية 2020 ارتفاع وبشكل تدريجي

### *2.4.4. تهيئة بيانات البحث*

بغية اختبار فرضيات تم اجراء العديد من الاختبارات على البيانات :

#### *1.2.4.4. التوزيع الطبيعي:*

وفقا للفرضية تتوزع البيانات متغيرات البحث طبيعيا، وجد ان البيانات لا توزع طبيعيا، وبعد اجراء اختبار Tukiy وجد إمكانية ان البيانات توزع طبيعيا في حال تم اجراء معايرة Normalization وفقا لمتوسط والانحراف المعياري عندها يمكن ان توزع البيانات طبيعيا، وبذلك تؤكد النتائج صدق الفرضية البديلة الصفرية للتوزيع الطبيعي وتنفي الصفرية ووفقا (للجدول (4)):

**جدول (4) :** اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات البحث

| المتغير | اختبار التوزيع الطبيعي | |
|---|---|---|
| | قبل | بعد |
| معنويات المستثمر | 0.00 | 0.855 |
| سيولة السوق | 0.00 | 0.060 |
| تقلب عوائد السوق | 0.00 | 0.093 |

### 2.2.4.4. الارتباط الذاتي Autocorrelation:

وفقا للفرضية: يوجد ارتباط ذاتي لمتغيرات البحث، تم اجراء اختبار الارتباط الذاتي وفقا لاختبار Durbin-Watson وجد عدم وجود ارتباط ذاتي لمتغيرات البحث وبذلك تؤكد النتائج صدق الفرضية الصفرية ونفي البديلة ووفقا (الجدول (5)):

**جدول (5)** : اختبار الارتباط الذاتي لمتغيرات البحث

| المتغير | أختبار Durbin-Watson | |
|---|---|---|
| | Q-Stat | AC |
| معنويات المستثمر | 0.064 | 0.019 |
| سيولة السوق | 3.194 | -0.127 |
| تقلب عوائد السوق | 0.488 | -0.055 |

### 3.2.4.4. اختبار سكون البيانات Unit root test:

وفقا لفرضية: يوجد استقرار لبيانات متغيرات البحث، تم اجراء اختبار مدى سكون البيانات وفقا لاختبار Dickey-Fuller، وقد اكدت النتائج الفرضية البديلة بخلو البيانات من جذر الوحدة وكما هو ظاهر في (الجدول(6)):

**جدول (6):** اختبار Dickey-Fuller لمتغيرات البحث

| المتغير | أختبار Durbin-Watson | |
|---|---|---|
| | t-Statistic | P-value |
| معنويات المستثمر | -11. 293 | 0.000 |
| سيولة السوق | -12. 034 | 0.000 |
| تقلب عوائد السوق | -11.022 | 0.000 |

## 5. نتائج البحث

وفقا لطبيعة العلاقة التجريبية ، تتطلب اختبار فرضية الوساطة لمتغير سيولة السوق في علاقة تاثير معنويات المستثمر على تقلب عوائد الاسهم وهي تتضمن اربع فرضيات فرعية سيتم اختبارها وفقا لمنوذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد وباستخدام برنامج SPSS .ويتضح في (جدول (7)) نتائج اختبار الفرضي، فقد سجلت الفرضية الفرعية الأولى H1-1 التي تنص على : وجود تاثير ذو دلالة معنوية احصائيا لمعنويات المستثمر كمتغير مستقل في تقلب عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في العراق كمتغير معتمد على مستوى الفترة الممتدة 2009-2023، وقد بلغ معامل التأثير (0.159) وهو يؤكد على وجود علاقة تاثير طردية لمعنويات المستثمر في تقلب عوائد الاسهم والدالة احصائيا بمستوى معنوية (0.001) وهو يعني ان التشاؤم او التفاؤل نتيجة عوامل مختلفة التي قد يشعر به المستثمر له تاثير ويجعله غير رشيدا في قرارته وبالتالي سينعكس على عوائد الأسهم، بمعامل تحديد R2 بمقدار (0.207) بمعنى ان تاثير معنويات المستثمر تفسر التغير الحاصل في عوائد الاسهم بنسبة (20.7%)، اما المتبقي (79.3%) تفسرها متغيرات أخرى غير مرصودة في البحث، وبذلك تنفي نتائج الاختبار فرضية العدم وتوكد الفرضية البديلة التي تنص على: وجود تاثير ذو دلالة معنوية احصائيا لمعنويات المستثمر كمتغير مستقل في تقلب عوائد الأسهم على مستوى عينة البحث. وسجلت الفرضية الفرعية الثانية H1-2 التي تنص على: وجود تاثير ذو دلالة إحصائية لمتغير معنويات المستثمر كمتغير مستقل في متغير سيولة السوق كمتغير تابع، وقد بلغ معامل التأثير (0.271) وهو يؤكد على وجود علاقة تاثير طردية لمعنويات المستثمر في سيولة السوق ودالة احصائيا بمستوى معنوية (0.001) وهي دالة احصائيا، بمعامل تحديد R2 بمقدار (0.201) بمعنى ان تاثير معنويات المستثمر تفسر التغير الحاصلة في سيولة السوق بنسبة (20.1%)، اما المتبقي (79.9%) فتفسرها متغيرات أخرى غير مرصودة في البحث، وبذلك تنفي نتائج الاختبار فرضية العدم وتوكد الفرضية البديلة التي تنص على: وجود تاثير ذو دلالة معنوية احصائيا لمعنويات المستثمر كمتغير مستقل في سيولة السوق كمتغير معتمد على مستوى البحث. سجلت الفرضية الفرعية الثالثة H1-3 التي تنص على: وجود تاثير ذو دلالة إحصائية لمتغير سيولة السوق كمتغير مستقل في متغير تقلب عوائد الاسهم كمتغير تابع بوجود متغير معنويات المستثمر كمتغير رقابي، وقد بلغ معامل التأثير (0.336) وهو يؤكد على وجود علاقة تاثير طردية لسيولة السوق في تقلبات عوائد الاسهم والدالة احصائيا بمستوى معنوية (0.000) ، وبمعامل تحديد R2 بمقدار (0.311) بمعنى ان تاثير سيولة السوق يفسر التغير الحاصلة في عوائد الاسهم بنسبة (31.1%)، اما المتبقي (68.9%) تفسرها متغيرات أخرى غير مرصودة في البحث، وبذلك تنفي نتائج الاختبار فرضية العدم وتوكد الفرضية البديلة التي تنص على: وجود تاثير ذو دلالة إحصائية لمتغير سيولة السوق كمتغير مستقل في متغير تقلب عوائد الاسهم كمتغير تابع بوجود متغير معنويات المستثمر كمتغير رقابي. سجلت الفرضية الفرعية الرابعة H1-4 التي تنص على: تتوسط سيولة السوق بدلالة معنوية احصائيا علاقة تاثير معنويات المستثمر في تقلبات عوائد الأسهم، وقد بلغ معامل التأثير (0.675) وهو يؤكد على وجود علاقة تاثير طردية لمعنويات المستثمر في عوائد الأسهم عند توسط المتغير سيولة السوق، والدالة احصائيا بمستوى معنوية (0.048)، وبمعامل تحديد R2 بمقدار (0.295) بمعنى ان تاثير معنويات المستثمر يفسر التغير الحاصلة في عوائد الاسهم بنسبة (29.3%) عند توسط سيولة السوق، اما المتبقي (70.7%) تفسرها متغيرات أخرى غير مرصودة في البحث، وبذلك تنفي نتائج الاختبار فرضية العدم وتوكد الفرضية البديلة التي تنص على: تتوسط سيولة السوق بدلالة معنوية احصائيا علاقة تاثير معنويات المستثمر في تقلبات عوائد الأسهم.

**جدول (7):** نتائج اختبار الفرضي

النموذج : الانحدار الخطي البسيط والمتعدد
الأسلوب: المربعات الصغرى
المتغير المعتمد: تقلب عوائد الأسهم Y
المتغير الوسيط: سيولة السوقZ
نوع البيانات: سلاسل زمنية حجم العينة: 180 مشاهدة

| المسار | Ceof. | Err. | Seg. | R2 | Prob. |
|---|---|---|---|---|---|
| معنويات المستثمر ← تقلب عوائد الاسهم | .159 | .0091 | .001 | .207 | .000 |
| معنويات المستثمر ← سيولة السوق | .271 | .0111 | .033 | .210 | .000 |
| سيولة السوق ← تقلب عوائد الاسهم | .336 | .0074 | .000 | . 311 | .000 |
| معنويات المستثمر ← سيولة السوق ← تقلب عوائد الاسهم | .675 | .0048 | .010 | .295 | .000 |

## 6. الاستنتاجات.

في ظل التغيرات والعوامل الاقتصادية المختلفة تجعل من النماذج القياسية عاجزة في وضع الإجابة المناسبة لمختلف الاحداث التي تجرف بالسوق المالي الى قمة او تقعر شديد، وأصبحت المالية السلوكية تشغر هذا الفراغ في مجموعة من المفاهيم في مقدمتها معنويات المستثمر، ان مشاعر المستثمر التي يمكن ان توجدها مختلف المتغيرات المحيطة سوف تنعكس بالنهاية على اتجاه الأسعار وفقا لمؤشر السوق وبالتالي توجد تقلبات في عوائد الأسهم، فكلما كانت هناك معنويات عالية [تفاؤله] سوف تدفع بالمستثمرين الى توسيع من استثماراتهم وفقا لعلاقة طردية معنوية، وهنا اتساع حجم السوق وسرعة استيعابه لهذا التقلبات وعودة الأسعار الى سابقها تقريبا وارتفاع قدرة على انجاز الصفقات بسلاسة ومرونة من دون تحيز سوف يعزز هذا التأثير الطردي، فقد يخفض المستثمرين من استثماراتهم عند وجود شعور بموقف السوق متجه نحو التراجع وبتمتع السوق بسيولة المرتفعة سوق يعكس تقلب واضح على أسعار الأسهم وبالتالي على العوائد،

## 7.التوصيات

وفقا لدور التمويل السلوكي في تفسير اتجاهات السوق لذلك يتطلب التعمق بشكل اكبر في فهم مجموعة السلوكيات والسمات الشخصية التي يمكن ان تؤثر في قرار المستثمر، ويجب الاخذ بالاعتبار سيولة السوق مما قد تسببه من تعزيز هذا التأثير، وتكثيف الجهود البحثية للعمل على محاولة تأطير مثل هذه الحالة في نموذج قياسي تجريبي قابل لاستيعاب المواقف بعيدا عن استخدام الحدس والتوقعات في الاستجابة، ولابد ان يعمل المستثمرون على تطوير قدرات تجردهم عن الاستجابة وفقا لمعنوياتهم التي قد تؤدي بالسوق الى تطرف سواء كان صعودا (ارتفاع شديد في الأسعار وحجم التداول) او نزولا (انخفاض الشديد للأسعار والتداول) وبالتالي يظهر جليا على عوائد الأسهم.

## 8. مواد تكميلية

(لا يوجد)

## 9. مساهمات المؤلفين

مصطفى حسين حسن: تصميم وكتابة الجانب النظري والتطبيقي وكذلك وضع اهم الاستنتاجات والتوصيات.

## 10. التمويل

(لا توجد)

## 11. بيان توافر البيانات

تم الحصول على البيانات من سوق العراق للأوراق المالية كمجتمع للبحث وللفترة الممتدة من 2009-2023

## 12. شكر وتقدير

(لا توجد)

## 13. تضارب المصالح

يُعلن المؤلفون عدم وجود أي تضارب في المصالح.

## Reference:

[1] Baker, M, & Stein, J. (2004), Market Liquidity as a Sentiment Indicator, Journal of Financial Markets 7, 271-299. https://doi.org/10.1016/j.finmar.2003.11.005.

[2] Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. The journal of Finance, 61(4), 1645-1680. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.464843.

[3] Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. Journal of economic perspectives, 21[2], 129-151. DOI: 10.1257/jep.21.2.129.
[4] Black, Fisher, (1971). Towards a Fully Automated Exchange, Part I, Financial Analysts Journal 27, 29-34. ISSN 0015-198X, ZDB-ID 219409-0.
[5] Boyle, J. F., Boyle, D. M., Hermanson, D. R., & Krull Jr, G. W. (2025). Chairs' Views of the Market for Doctorally Qualified Accounting Faculty. *Issues in Accounting Education*, *40*(1), 11-22. https://doi.org/10.2308/ISSUES-2023-075
[6] Chen, H., Chong, T. T. L., & She, Y. (2014). A principal component approach to measuring investor sentiment in China. Quantitative Finance, 14(4), 573-579. https://doi.org/10.1080/14697688.2013.869698.
[7] Datar, M. K. (2000). Stock market liquidity: Measurement and implications. In Proceedings of the 4th Capital Market Conference. DOI: 10.12691/jfa-7-1-2.
[8] Engle, R. F., & Lange, J. (2001). Predicting VNET: A Model Of The Dynamics Of Market Depth. Journal Of Financial Markets, 4(2), 113-142. https://doi.org/10.1016/S1386-4181(00)00019-7.
[9] Enow, S. T., Kasse, S., & Dubihlela, J. (2022). Exploring the concept of market depth in the south African market: an empirical analysis. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, *26*(5), 1-10. ISSN: 1528-2635-26-5-362
[10] Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. Journal of financial economics, 49(3), 283-306. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.15108.
[11] Harris, L., 1990, Liquidity, Trading Rules, and Electronic Trading Systems, New York University Salomon Center Monograph Series in Finance, Monograph # 1990-4. ISSN/ISBN: 9781944960131
[12] Hengelbrock, J., Theissen, E., and Westheide, C. (2013). "Market response to investor sentiment." J. Bus. Financ. Account., 40(7–8), 901–917. DOI:10.54254/2754-1169/2025.21179
[13] Hu, J., Sui, Y., & Ma, F. (2021). The measurement method of investor sentiment and its relationship with stock market. Computational Intelligence and Neuroscience, 2021, 1-11. https://doi.org/10.1155/2021/6672677.
[14] Lee, Charles M. C., Andrei Shleifer, & Richard H. Thaler, (1991). Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle, Journal of Finance 46, 75-109. https://doi.org/10.2307/2328690.
[15] Lei, Y. C. (2005). The trading volume trend, investor sentiment, and stock returns. Louisiana State University and Agricultural & Mechanical College. https://repository.lsu.edu/gradschool_dissertations/2012.
[16] Lemmon, M., & Portniaguina, E. (2006). Consumer confidence and asset prices: Some empirical evidence. The Review of Financial Studies, 19(4), 1499-1529. https://doi.org/10.1093/rfs/hhj038.
[17] Kyle, Albert S., 1985, Continuous Auctions and Insider Trading, Econometrica 53, 1315-1335. https://doi.org/10.2307/1913210.
[18] Nagy, A., and Obenberger, W. (2015). "Factors Influencing Individual Investor Behavior." Financ. Anal. J., 50(4), 63–68. DOI:10.33844/ijol.2018.60407
[19] Shen, J., Yu, J., & Zhao, S. (2017). Investor sentiment and economic forces. Journal of Monetary Economics, 86, 1-21. https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2017.01.001.
[20] Stambaugh, R. F., Yu, J., & Yuan, Y. (2012). The short of it: Investor sentiment and anomalies. Journal of financial economics, 104[2], 288-302. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.12.001.
[21] Uchil, R. (2020). Impact of Investor Sentiment on Investment Decision and Stock Market Volatility [Doctoral dissertation, National Institute of Technology Karnataka, Surathkal]. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3942255.
[22] Vamossy, D. F. (2021). Investor emotions and earnings announcements. Journal of Behavioral and Experimental Finance, 30, 100474. https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100474.
[23] Wuyts, G. (2007). Stock market liquidity: Determinants and implications. Review of Business and Economics, (2), 279-316. https://lirias.kuleuven.be/bitstream/123456789/203 ... EM_2-07_05_Wuyts.pdf
[24] Zhou, G. (2018). Measuring investor sentiment. Annual Review of Financial Economics, 10, 239-259. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3051414.
[25] Zweig, Martin E., (1973). An Investor Expectations Stock Price Predictive Model Using Closed-End Fund Premiums, Journal of Finance 28, 67-78. https://doi.org/10.2307/2978169.

https://doi.org/10.31272/jae.i149.1454
https://admics.uomustansiriyah.edu.iq/index.php/admeco
P-ISSN: 1813–6729 E-ISSN: 2707-1359

# The Effect of Investor Sentiment in Financial Markets on the Volatility of Stock Returns Mediated by Market Liquidity

**Mustafa Hussein Hassan**
Dept of Finance and Banking, Imam Al-Kadhum University College, Baghdad, Iraq
Email: mustafahussein@iku.edu.iq , ORCID ID: \ https://orcid.org/0000-0001-8783-1744

**Article Information**

**Article History:**
Received: 25 / 12 / 2023
Accepted: 01 / 02 / 2024
Available Online: 01 / 09 / 2025
Page no: 22 – 29

**Keywords:**
Investor Sentiment, Market liquidity, Trading Volume, Market Rate of Return

**Correspondence:**
Researcher name: **Mustafa Hussein Hassan**
Email: mustafahussein@iku.edu.iq

## Abstract

*The research aims to determine the response of stock returns in the financial markets as a result of the nature of the investor's impulsiveness and orientations following behavioural theory, away from rationality in decision-making, and how market liquidity can play a role in enhancing this effect. The Iraqi Stock Exchange was chosen as a research community, and the sample represents market data for the extended period. [1/2009 - 12/2023] on a monthly level, which produced a time series that included [180] observations for each variable. The investor sentiment variable was measured by the trading volume index, market liquidity by the natural logarithm of the market size according to the market value, and the volatility of stock returns by calculating the market rate of return. According to the market index, a simple and multiple regression model was adopted to test the mediation hypothesis, and the results showed that there is a positive, significant effect of investor morale on stock returns, which reflects a state of pessimism or optimism in price trends. It also showed that increasing investor options and market depth directly enhances the effect of investor morale on the Volatility of returns.*