



الجمهورية العربية السورية

وزارة التعليم العالي

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

دراسة العوامل المؤثرة في قرارات استثمار المضاربين في الأدوات المالية المصرفية الخاصة

(دراسة مسحية على عينة من المستثمرين في المصارف السورية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

إعداد الطالبة: ميري مرعشلي

إشراف الدكتور: أحمد العلي

دمشق 2022

لجنة الحكم المؤلفة من كل من السادة الأساتذة

- 1- الدكتور أحمد العلي عضواً مشرفاً
- 2- الدكتور نوار الهاشم عضواً
- 3- الدكتور عبد الرزاق حساني عضواً

شكر وتقدير:

إلى الأستاذ المشرف الدكتور أحمد العلي على كل ما قدمه من خبرته العلمية ومن وقته للمساعدة في إنجاز هذا العمل.

كل الشكر إلى رئيس قسم المصارف والتأمين الدكتور محمد حمرة على كل ما قدمه من دعم ومساعدة كان لها دور كبير في إتمام إنجاز هذا العمل.

كما أتوجه بالشكر للسادة أعضاء لجنة الحكم: الأستاذ الدكتور عبد الرزاق حساني والأستاذ الدكتور نوار هاشم لتفضلهم بقبول المشاركة في تحكيم هذه الرسالة والذين احتملوا عبء قراءتها، وما بذلوه من جهد ووقت ثمين لتقييم هذا البحث العلمي.

وخالص شكري وتقديري لكل من مد لي يد العون من قريب أو من بعيد لإنجاز هذه الدراسة.

إهداء

إلى عائلتي الغالية: أمي، أبي و أخي، والتي كان لتشجيعها الدافع الأكبر لإنجاز العمل.

إلى عائلتي الثانية في بنك الشرق في "مديرية المخاطر"، و مدراءي في العمل:

الأستاذ ميشيل معماري والأستاذ ينال نور الله الذين كانوا خير سند لإنجاز البحث.

إلى رفاق الدرب الذين قضيت معهم أجمل الأيام ونسجت بينهم أجمل الذكريات..... أصدقائي الأعزاء.

ملخص الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى التعريف بنموذج فكري جديد قام بتفسير أثر التحيزات والأخطاء السلوكية للأفراد المستثمرين في قراراتهم الاستثمارية المختلفة، حيث تم في هذا البحث التعريف بالنظريات السلوكية المختلفة "الإدراكية والعاطفية"، والتي تؤثر على سلوك المستثمرين وتدفعهم إلى اتخاذ قرارات متشابهة تغلب عليها العوامل والتحيزات السلوكية التي لا تتسم بالرشد وتنعكس سلباً على أدائهم الاستثماري والمالي. وسعت الدراسة أيضاً إلى تفسير التشوهات الملاحظة في أسواق المال والتي فشلت النماذج المالية التقليدية في تفسيرها.

علماً أن هنالك العديد من العوامل الكمية والنوعية التي تؤثر في طريقة اتخاذ المستثمرين لقراراتهم المالية، والتي يعتمد عليها المستثمرون بشكل كبير في تحليل أوراقهم المالية واتخاذ القرارات المالية والاستثمارية، سواء بشراء الأصول المالية أم ببيعها أم بالاحتفاظ بها، ولكن لما للعوامل الشخصية والتحيزات السلوكية النفسية من أثر كبير في التحكم بكيفية اتخاذ الأفراد لقراراتهم المالية و الاستثمارية، قمنا في هذا البحث بدراسة جانب يندرج ضمن العوامل النوعية والتي تتجلى في دراستنا بالعوامل والنظريات الخاصة بالتحيزات السلوكية المؤثرة على المستثمرين في السوق المالي عامة وبشكل خاص المستثمرين حاملي الأسهم في المصارف الخاصة، لما للمصارف من دور هام في التأثير على الاقتصاد ككل، وبالتالي وجب دراسة أهم محددات ودوافع الأفراد سواء كان الهدف الاستثمار أو المضاربة بالأسهم الصادرة عنها.

ولقد استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، حيث طبقت الدراسة على عينة عشوائية من الأفراد المستثمرين في الأدوات المالية (الأسهم) للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. وقد تم توزيع (115) استبانة على عينة الدراسة وقد تم استرداد (96) استبانة صالحة للتحليل.

وأظهرت نتائج الدراسة أن للعوامل والتحيزات السلوكية محل الدراسة تأثير معنوي في سلوكيات المستثمرين الأفراد عند اتخاذ قرار الاستثمار من عدمه، كما أظهرت النتائج من خلال تحليل إجابات أفراد عينة الدراسة أن أقوى عوامل التحيز السلوكي المؤثرة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة وفقاً لأهميتها النسبية كان عامل (تحيز الثقة المفرطة) يليه بالمرتبة عامل (تجنب الخسارة).

أخيراً، ساهمت الدراسة في تقديم توصيات إلى الأفراد عامة والمستثمرون بشكل خاص حول كيفية تجنب التحيزات والأخطاء السلوكية، وإلى صانعي السياسات في كيفية النظر في السياسات والأنظمة التي تعالج قضايا التحيزات السلوكية لدى الأفراد. وبشكل أهم تساهم في تقديم التوصيات إلى المستشارون الماليون ومقدمو الخدمات المالية والمصرفية في كيفية تقديم النصح لعملائهم لمساعدتهم في التغلب على التحيزات السلوكية العاطفية والإدراكية.

الكلمات المفتاحية Key words: كفاءة أسواق المال، المالية السلوكية، الرشادة (العقلانية)، المراجعة، التوقعات العقلانية، الانحرافات والتحيزات السلوكية، التحليل الأساسي، التحليل الفني، سلوك المستثمرين، نظرية التوقع، نظرية تجنب الخسارة، الميول نحو المخاطرة، تجار الضوضاء.

Abstract

The aim of this study is to introduce this new intellectual, and to explain the behavioral biases that affect investors' behavior and lead them to make investment decisions that are not rational and negatively affect their investment and financial performance, in addition to interpret the distortions observed in the financial markets that traditional financial models have failed to explain, and to identify the potential consequences of the emergence of this intellectual theories on market finances.

Noting that there are several quantitative and qualitative factors that affect the process of investors' making their financial decisions, on which investors rely heavily in analyzing their securities and making decisions whether to purchase, sell or retain their financial assets. However, due to the significant impact of psychological behavioral factors and biases on the way individuals make their financial and investment decisions, we have relied in this research on studying qualitative factors only, reflected in the behavioral factors and theories affecting investors in the financial market in general and investors' in private banks listed in the Damascus Stock Exchange in particular.

For that aim, the study used descriptive and analytical approach, where it was applied to a random sample of individuals investing in financial instruments (shares) of private banks listed on the Damascus Securities Exchange, where (115) questionnaires were distributed and (96) valid questionnaires were retrieved for analysis.

Main results of the study showed that behavioral factors and biases have a significant impact on the behaviors of individual investors when making an investment decision. the results also showed that the strongest behavioral bias factors influencing the investment decision of investors according to their relative importance was (overconfidence bias) followed by (loss aversion).

Finally, this study contributes to present recommendations to policy makers on how to consider policies and regulations that address issues of behavioral biases related to individuals. It also offers recommendations to financial advisors and financial & banking providers on how to advise their clients to help them overcome behavioral biases, particularly "avoid loss".

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
ح	فهرس المحتويات
خ	فهرس الجداول
د	فهرس الأشكال
	الفصل الأول: الإطار العام للبحث - الفصل التمهيدي
1	مقدمة
3	أولاً: مشكلة البحث
4	ثانياً: أهمية البحث
5	ثالثاً: أهداف البحث
5	رابعاً: مبررات اختيار الموضوع
6	خامساً: منهجية البحث
7	سادساً: محتوى البحث
7	سابعاً: حدود البحث الزمانية والمكانية
8	ثامناً: متغيرات البحث
8	تاسعاً: أنموذج الدراسة

9	عاشراً: فرضيات البحث
9	حادي عشر: حدود البحث
10	الدراسات السابقة
15	التعقيب على الدراسات السابقة
16	الفصل الثاني: الإطار النظري للبحث
17	المبحث الأول: السوق المالي وكفاءته
17	أولاً: نظرية كفاءة الأسواق المالية، مفهوماً، أشكالها وأهم الانتقادات الموجهة إليها
18	1-1-1 نظرية كفاءة الأسواق المالية
18	1-1-2 ظهور نظرية كفاءة الأسواق المالية
19	1-1-3 مفهوم وأشكال كفاءة الأسواق المالية
21	1-1-4 مستويات وفرضيات كفاءة الأسواق المالية
26	ثانياً: التشكيك بنظرية كفاءة الأسواق المالية
27	1-1-2 الحالات الشاذة في أسواق المال
28	2-1-2 التشوهات الملاحظة في الأسواق المالية كسبب رئيسي للتشكيك في فرضية كفاءة الأسواق
32	المبحث الثاني: النظرية المالية السلوكية الحديثة
33	أولاً: المالية السلوكية الحديثة، مفهوماً، ماهيتها وأهم فرضياتها
33	2-2-1 لمحة تاريخية عن المالية السلوكية

34	2-2-2) مفهوم وماهية المالية السلوكية الحديثة
35	3-2-2) أسباب ظهور المالية السلوكية الحديثة
41	4-2-2) إسهامات النظرية السلوكية على أرض الواقع وكيفية تطبيقها
42	ثانياً: التحيزات والانحرافات السلوكية الملاحظة في سلوكيات الأفراد:
43	2-2-2) مفهوم الانحرافات والتحيزات السلوكية
47	3-2-2) الفرضيات الأساسية للنظرية المالية السلوكية
49	4-2-2) أبرز التحيزات والانحرافات السلوكية المؤثرة في الأفراد وفق المالية السلوكية
50	2-4-2-1) التحيزات العاطفية - الانفعالية
50	لمحة عن نظرية المنفعة المتوقعة
51	2-4-2-1-1) نظرية التوقع/ الاحتمال
83	2-4-2-1-2) نظرية التأطير
86	2-4-2-1-3) نظرية الثقة المفرطة
89	2-4-2-1-4) نظرية الإتاحة
90	2-4-2-1-5) تحيز الخوف من الندم
91	2-4-2-2) التحيزات الإدراكية
91	2-4-2-2-1) تحيز "المحاسبة العقلية - الحساب الذهني"
96	2-4-2-2-2) تحيز الوهم النقدي

97	3-2-4-2-2) عوامل السوق
99	4-2-4-2-2) تحيز الاستدلال
101	5-2-4-2-2) تحيز التأكيد
102	6-2-4-2-2) تحيز القطيع
105	5-2-2) تحليل دور بعض العوامل السلوكية وتأثيراتها على الأفراد
106	6-2-2) كيفية تجنب تأثير التحيزات السلوكية
108	المبحث الثالث: تحليل الأزمات المالية
109	تفسير الأزمات وفقاً لفرضية كفاءة الأسواق المالية و النظرية المالية السلوكية الحديثة
111	المبحث الرابع: قرارات الاستثمار المتخذة من قبل المستثمرين الأفراد
112	1-1-4) لمحة عن مفهوم الاستثمار وأنواعه
113	2-1-4) أنواع القرارات الاستثمارية
116	3-1-4) أنماط المستثمرين ومنحنى المنفعة الخاص بكل نوع من المستثمرين
	الفصل الثالث: اختبار أثر التحيزات السلوكية في قرارات استثمار الأفراد في الأدوات المالية
118	المبحث الأول: سوق دمشق للأوراق المالية
120	المبحث الثاني: منهجية الدراسة والتحليل الإحصائي
122	أداة الدراسة
123	مجتمع وعينة الدراسة

124	مصادر البيانات
125	أنموذج الدراسة
126	اختبار التوزيع الطبيعي
128	الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة
129	التحليل الإحصائي للبيانات
130	اختبار فرضيات الدراسة
	الخاتمة
168	النتائج
175	الاستنتاجات والتوصيات
178	قائمة المراجع العربية والأجنبية

فهرس الأشكال

رقم الشكل	اسم الشكل	رقم الصفحة
1-1	أنموذج الدراسة	8
1-2	النموذجين الأساسيين للتمويل في إدارة المالية	39
1-3	القيم النفسية الافتراضية للربح والخسارة لدى المستثمرين في ظل نظرية الاحتمال-التوقع	63
1-4	منحنى المنفعة في حال كان المستثمر كارهاً للمخاطرة بالنسبة للمتغيرين المنفعة والثروة	113

114	منحنى المنفعة في حال كان المستثمر محايداً للمخاطرة بالنسبة للمتغيرين المنفعة والثروة	1-5
115	منحنى المنفعة في حال كان المستثمر محباً للمخاطرة بالنسبة للمتغيرين المنفعة والثروة	1-6
118	العلاقة بين العائد ومستوى المعلومات المتوافرة	1-7

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	رقم الصفحة
1	الصيغ الرئيسية لكفاءة سوق الأوراق المالية	22
2	الفرق بين نظرية المنفعة المتوقعة ونظرية التوقع	81
3	العوامل والتحييزات السلوكية وأثارها على المستثمر الفرد	105
4	الفرق بين الاستثمار، المضاربة و المقامرة	119
5	المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية	120
6	آلية معالجة البيانات حسب مقياس ليكرت الخماسي	121
7	الأهمية النسبية للشركات المدرجة في سوق دمشق	122
8	ملخص معاملات الاتساق الداخلي لمحاوِر الدراسة	125
9	ملخص معاملات الارتباط بين الاختبارين للثبات بالإعادة	126
10	نتائج تحليل معامل الثبات ألفا كرونباخ	127
11	التوزيع التكراري للمتغيرات الديمغرافية لأفراد عينة الدراسة	128
12	اختبار ستودنت لتقييم أثر عامل تحيز تجنب الخسارة.	131
13	اختبار ستودنت لتقييم عامل الاعتماد المرجعي	133

136	اختبار ستودنت لتقييم أثر عامل تحيز الندم	14
138	اختبار ستودنت لتقييم أثر عامل تحيز القطيع	15
140	اختبار ستودنت لتقييم أثر عامل تحيز الثقة المفرطة	16
141	اختبار ستودنت لتقييم أثر عامل تحيز المحاسبة العقلية	17
143	اختبار ستودنت لتقييم أثر عامل تحيز الاستدلال	18
147	تقييم عوامل التحيز السلوكي في القرار الاستثماري للمستثمرين حسب أهميتها النسبية	19
148	معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط واختبار النموذج للفرضية الفرعية الأولى	20
149	معاملات الانحدار الخطي البسيط للفرضية الفرعية الأولى	21
150	معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط واختبار النموذج للفرضية الفرعية الثانية	22
150	معاملات الانحدار الخطي البسيط للفرضية الفرعية الثانية	23
151	معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط واختبار النموذج للفرضية الفرعية الثالثة	24
151	معاملات الانحدار الخطي البسيط للفرضية الفرعية الثالثة	25
152	معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط واختبار النموذج للفرضية الفرعية الرابعة	26
153	معاملات الانحدار الخطي البسيط للفرضية الفرعية الرابعة	27
154	معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط واختبار النموذج للفرضية الفرعية الخامسة	28
154	معاملات الانحدار الخطي البسيط للفرضية الفرعية الخامسة	29

155	معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط واختبار النموذج للفرضية الفرعية السادسة	30
156	معاملات الانحدار الخطي البسيط للفرضية الفرعية السادسة	31
157	معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط واختبار النموذج للفرضية الفرعية السابعة	32
158	معاملات الانحدار الخطي البسيط للفرضية الفرعية السابعة	33
159	معاملات الارتباط لنموذج الانحدار الخطي المتعدد التدريجي	34
159	معاملات الانحدار لنموذج الانحدار الخطي المتعدد التدريجي	35
160	معاملات الارتباط بين عوامل التحيز السلوكي وقرار الاستثمار	36
162	الإحصائيات الوصفية للتحيزات السلوكية للمستثمرين حسب الجنس	37
162	اختبار ستودنت للفرق في التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب الجنس	38
163	الإحصائيات الوصفية للتحيزات السلوكية للمستثمرين حسب العمر	39
163	تبار تحليل التباين للفرق في الأداء الوظيفي للعاملين حسب العمر	40
164	الإحصائيات الوصفية للتحيزات السلوكية للمستثمرين حسب المؤهل العلمي	41
164	اختبار تحليل التباين للفرق في الأداء الوظيفي للعاملين حسب المؤهل العلمي	42
165	اختبار بونفوروني للفرق في التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب المؤهل العلمي	43
165	الإحصائيات الوصفية للتحيزات السلوكية للمستثمرين حسب الخبرة	44

166	اختبار تحليل التباين للفرق في الأداء الوظيفي للعاملين حسب الخبرة	45
167	اختبار بونفوريوني للفرق في التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب الخبرة	46

الفصل الأول: الإطار العام للبحث

مقدمة

يعتبر اتخاذ القرار الاستثماري للمستثمرين الأفراد من المواضيع الهامة للباحثين والقائمين على الأسواق المالية على حد سواء، و ذلك لما لنتائج هذا القرار من أثر مثبت على سير الأسواق خاصة بعد أن شهد العالم العديد من الأزمات المالية والتي كانت سبباً في إضعاف اقتصادات العديد من الدول وإضعاف الاقتصاد العالمي ككل. وبعد أن أوردت العديد من الدراسات دلائل مختلفة على وجود العوامل السلوكية في الكثير من الأسواق المالية العالمية، أصبح لزماً التعمق في دراسة هذه العوامل وآثارها في اتخاذ القرار الاستثماري، إضافة إلى العوامل التي قد تساهم في صنع هذا الأثر مثل موقف المستثمرين من الخطر على سبيل المثال.

ويعتبر مفهوم الاستثمار من وجهة نظر الأفراد على أنه تضحية بقيم حالية مؤكدة في سبيل الحصول على قيم غير مؤكدة في المستقبل. وتؤكد الأدبيات في علم التمويل أن استثمار الأفراد في الأسواق المالية وسوق الأسهم على وجه الخصوص يرتبط بمحددات مثل العائد والمخاطرة، والتي يمكن قياسها وتصنيفها كمياً وتعتمد هذه النظريات على المدرسة العقلانية التقليدية ودالة المنفعة التي تضع افتراضات مبسطة للسلوك البشري والتي تهمش الجانب الشخصي للأفراد وتتعامل مع جميع المتداولين على أنهم تحكمهم متغيرات محددة من الاشباع نحو سلعة محددة وتؤثر فيهم بنفس الدرجة. حيث إن الخطر أو العائد على سبيل المثال هما قيمتان قطعتان ويمكن دراسة تأثيرهما على دوافع الأفراد نحو الاستثمار بكل وضوح (Markowitz, 1952)

ولكن أظهرت الأزمات المالية والتقلبات العنيفة التي شهدتها العالم في الآونة الأخيرة، خاصة في البلدان التي تعاني بشكل مستمر من الأزمات الاقتصادية، السياسية أو الأمنية، أن النموذج التقليدي السائد في النظريات المالية الحديثة منها على وجه الخصوص فرضية كفاءة سوق رأس المال التي تقوم على فرضية عقلانية المتعاملين الاقتصاديين، أنها غير قادرة على شرح كيفية تسعير الأصول الرأسمالية وتفسير سلوك الأسواق المالية - خاصة بما يعرف بالحالات الشاذة anomalies والألغاز puzzles، وأن هناك حالات كثيرة تؤثر فيها العاطفة والحالة النفسية في اتخاذ القرارات الاستثمارية مما تؤدي إلى التصرف بطرق غير عقلانية، وبما أن سورية قد مرت ولا زالت تمر بمثل هذه الأزمات المذكورة، إضافة لعدم وجود وعي استثماري كافٍ لدى المستثمرين، جاء هذا البحث ليسلط الضوء على هذه العوامل ويبرز الدور الهام الذي لعبته العوامل السلوكية في التأثير على سلوكيات المستثمرين سواء كان الهدف من استثمارهم المضاربة أم المقامرة أم الاستثمار.

و تجدر الإشارة أن هنالك العديد من العوامل الكمية التي تؤثر بشكل كبير في عملية اتخاذ المستثمرين لقراراتهم المالية، والتي يعتمد عليها المستثمرون بشكل كبير منذ قديم الزمن في تحليل أوراقهم المالية واتخاذ القرارات سواء بشراء الأصول المالية أم ببيعها أم بالاحتفاظ بها، فهم يستخدمون التحليل الأساسي و التحليل الفني في تقييم أوراقهم المالية و أصولهم المتنوعة ومن ثم اتخاذ القرارات المالية بناء على تحليل العديد من المتغيرات الكمية؛ كتحليل البيانات المالية للشركة، معدل توزيعات الأرباح، سمعة الشركة، سعر السهم، أداء الشركة في الماضي وغيرها العديد من المتغيرات الكمية التي يُدرس تأثيرها عند التحليل المالي، إلا أن الأبحاث و الدراسات السابقة قد شملت دراسة تأثير العديد من المتغيرات الكمية على قرارات المستثمرين.

حيث أثبتت الدراسات السابقة وجود علاقة بين المتغيرات الاقتصادية التقليدية وبين قرار المستثمر في التداول، إلا أن النموذج الرياضي تضمن وجود بواقي، الأمر الذي يدل على وجود عوامل أخرى لم تأخذها النظرية التقليدية بعين الاعتبار، وبالتالي تكمن أهمية البحث في اكتشاف مجموعة العوامل السلوكية الخارجية التي تؤثر في نفسية المستثمرين خلال الأزمات التي يعيشها بلد ما، مما يؤدي بهم لاتخاذ قرارات استثمارية متشابهة تغلب عليها عوامل سلوكية يطلق عليها ما يسمى بالتحيزات/ Biases، يظهر أثرها في عوائد الأسهم وحجم التعامل في السوق المالي مما يؤدي لظهور حالات شاذة وأزمات يكون من الصعب على المحللين الماليين تحليلها وفهم الدافع المسبب لها، وهو ما يكمل الدراسات السابقة التي تناولت العوامل التقليدية فقط في تفسير حجم التداول.

أيضاً بما أن الدراسات و الأبحاث الأجنبية قد أثبتت أن لهذه العوامل السلوكية أثر كبير على اتخاذ القرارات المالية من خلال الاختبارات والاستبيانات المطبقة على عينات عشوائية من المستثمرين ، قمنا في هذا البحث بالتركيز على العوامل السلوكية النفسية (بمعزل عن العوامل الكمية) والتعريف بها وبيان مدى تأثيرها في نفسيات وسلوكيات المستثمرين، وهذا ما لم توليه الأبحاث العربية أهمية كبيرة على الرغم من انتشاره بشكل واسع في الأبحاث العالمية.

لذلك جاء هذا البحث:

أولاً: للتعريف بمحددات قرارات الأفراد المستثمرين عند التداول في الأدوات المالية الصادرة عن المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية سواء بغرض الاستثمار أم بغرض المضاربة، لما للمصارف من دور هام في الاقتصاد الكلي، علماً أنه تم اختيار أسهم شركات قطاع البنوك لضعف أو حتى انعدام التداول على الأسهم في بقية القطاعات.

ونظراً للارتباط الوثيق بين سوق المال عامة والمصارف خاصة والاقتصاد، فإن ازدهار وتطور السوق المالي يكون له تأثير إيجابي في تطور الاقتصاد ككل والعكس صحيح. وبالتالي من أجل فهم وتفسير أسباب قيام المستثمرين باتخاذهم لقرارات استثمارية ومالية محددة، يجب معرفة ودراسة أهم النظريات والعوامل السلوكية المؤثرة في قراراتهم المتخذة عند استثمارهم في أدوات القطاع المالي والمصرفي، ومدى تأثير هذه القرارات في أدائهم الاستثماري.

ثانياً: لإيضاح وشرح أهم التحيزات السلوكية المرتبطة بالاستثمار والمشكلات المترتبة على ذلك، والتدخلات المقترحة لمساعدة الأفراد على اتخاذ خيارات استثمارية أكثر حكمة، لكيفية تجنب آثار هذه التحيزات على القرارات الاستثمارية. وذلك باستخدام المنهج التحليلي لأهم الدراسات والتجارب السابقة. كما يهدف البحث إلى المساعدة في عملية التخطيط المالي، حيث يساعد على فهم تفضيلات العملاء؛ مدراء التمويل في المنشآت المالية والمصارف و تحديد مواقفهم تجاه الخطر.

أولاً: مشكلة البحث

في ظل التغيرات الكبيرة التي تحصل في الأسواق المالية خاصة الأزمات المالية وتبعاتها التي أضافت حالة من عدم التأكد وصعوبة التنبؤ في حركة هذه الأسواق أصبح لزاماً التحلي قليلاً عن النظرة العقلانية للأسواق والعودة للعناصر الأساسية المحركة للأسواق ومحاولة فهم نفسيات المستثمرين ودوافعهم وشخصياتهم كمحرك رئيسي للأسعار والتوجهات الاستثمارية. وباستخدام أدبيات وأدوات علم النفس والتمويل السلوكي تسلط الدراسة الانتباه إلى ظاهرة الأخطاء السلوكية والإدراكية التي يقع فيها المستثمرون من خلال إبراز أهم التحيزات المصاحبة لاتخاذ القرارات الاستثمارية وكيف يمكن لهذه التحيزات أن تؤثر بشكل جوهري على مدخرات الأفراد وثرواتهم. حيث أشار الكثيرون لمدى تأثير وانتشار هذه التحيزات الإدراكية والعاطفية على الأفراد (Gilovich et al, 2002).

ويتميز المستثمرون الأفراد داخل السوق السوري بخصوصية تحكمها الظروف الاقتصادية العامة في سوريا وظروف سوق رأس المال، بالإضافة إلى الثقافة الاستثمارية السائدة. كل ذلك يوجب دراسة ظروف اتخاذ المستثمرين الأفراد للقرار الاستثماري وعوامله الخاصة داخل سوق رأس المال بالتركيز على العوامل السلوكية بهدف فهم قرارات المستثمرين وتفسيرها ثم اكتشاف أهم العوامل السلوكية المؤثرة، كالتأثر بالأخبار الواردة والشائعات، اندماجهم بسلوك القطيع، مستوى إقبالهم على المخاطرة، شعورهم بالندم من اتخاذ قرار خاطئ وغيرها من العوامل التي يكون لها أثر على قراراتهم الاستثمارية المستقبلية. وحيث أن كثير من الدراسات والأبحاث أثبتت أهمية تحيز التوقع، القطيع، الاستدلال، الثقة المفرطة، المحاسبة العقلية دون غيرها من التحيزات على قرارات المستثمرين، قامت الباحثة بالاعتماد عليها.

وبالتالي يمكن صياغة مشكلة البحث بالسؤال الرئيسي التالي:

"ما مدى تأثير التحيزات السلوكية على السلوك الاستثماري للمستثمرين عند اتخاذهم قرارات الاستثمار في الأدوات المالية الصادرة عن المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟"

وينبثق عن هذا السؤال الرئيسي التساؤلات الفرعية التالية:

1. هل يؤثر تحيز التوقع في القرار الاستثماري للمستثمرين الأفراد عند التداول بالأدوات المالية الصادرة عن المصارف الخاصة.
2. هل يؤثر تحيز القطيع في القرار الاستثماري للمستثمرين الأفراد عند التداول بالأدوات المالية الصادرة عن المصارف الخاصة.
3. هل يؤثر تحيز الاستدلال في القرار الاستثماري للمستثمرين الأفراد عند التداول بالأدوات المالية الصادرة عن المصارف الخاصة.
4. هل يؤثر تحيز الثقة المفرطة في القرار الاستثماري للمستثمرين الأفراد عند التداول بالأدوات المالية الصادرة عن المصارف الخاصة.

5. هل يؤثر تحيز المحاسبة العقلية في القرار الاستثماري للمستثمرين الأفراد عند التداول بالأدوات المالية الصادرة عن المصارف الخاصة.

ثانياً: أهمية البحث:

أهمية علمية:

تفتقر المكتبة العربية إلى هذا النوع من الدراسات حيث يوجد شح كبير في الدراسات المالية التي تتناول السلوك الاستثماري والتي تستخدم أدبيات وأدوات علم النفس في هذا المجال. وتضيف الدراسة بعداً جديداً لفهم طبيعة تأثير التحيزات السلوكية على الاستثمار، علماً أن التمويل السلوكي أخذ حيزاً كبيراً من الاهتمام من قبل الباحثين والمختصين العالميين وكذلك صانعي السياسات في الأسواق المالية لما يقدمه من بعد جديد في التعامل مع السلوك الاستثماري للأفراد، وهو ما يكمل الدراسات السابقة التي تناولت العوامل التقليدية فقط في تفسير حجم التداول.

تكمّن أهمية البحث أيضاً في قدرته على إفادة الأطراف التالية:

- **المستثمرون الأفراد:** من الممكن اعتبار هذا البحث مرجعاً جيداً يفسر أسباب اتخاذ المستثمرون لقرارات معينة دون الأخرى عند اختيارهم الاستثمار في أدوات مالية لشركة ما سواء من حيث معدل التداول، فترة الاحتفاظ بالأصل، بيع ورقة مالية وغيرها من القرارات الاستثمارية، مما يساعد المستثمرون أنفسهم في فهم تحيزاتهم السلوكية مما قد يعدل من قراراتهم وردود أفعالهم غير العقلانية ويعمل على تقليل هذه التحيزات عند تعريف المستثمرون بها، واستغلالها لتحقيق عوائد غير عادية؛ أي العمل على تهيئة البيئة المناسبة و السليمة لعملية اتخاذ القرار الاستثماري.
- **الشركات ومؤسسات الاستثمار:** يساعد هذا البحث الشركات والمصارف والبيئة الاستثمارية إجمالاً في فهم المستثمر بشكل أفضل وبالتالي التنبؤ بسلوكياته بشكل أقرب للواقع، مما يتيح فرصة تقديم التوصيات بشكل أفضل للمستثمر البعيدة عن التحيزات الشخصية، من خلال فهم أكثر العوامل السلوكية المؤثرة في نفسيته والتي تكون سبباً في تفضيله لنوع استثمار معين على غيره من الاستثمارات، حيث يساعد أيضاً فهم نفسية المستثمرين؛ المصارف في تعديل استراتيجياتها المتبعة سواء في الإقراض، التمويل و الاستثمار و بالتالي في بناء أدوات مالية تلائم عواطف وسلوكيات العملاء وهذا ما يخفف من التكاليف ويزيد من الأرباح.
- **بالنسبة لمجال التمويل السلوكي:** تعد مفاهيم التمويل السلوكي جديدة نسبياً مقارنة بالنظريات المالية الأخرى. وفي الأسواق المالية المتقدمة، يتم تطبيق نظريات التمويل السلوكي على نطاق واسع لاستكشاف السلوكيات التي تؤثر على قرارات الاستثمار؛ ولكن، في الأسواق المالية الناشئة فإن التمويل السلوكي مطبق بشكل محدود. لذلك أجريت هذه الدراسة لمحاولة تأكيد مدى ملاءمة استخدام تفسيرات التمويل السلوكي ضمن جميع أسواق الأسهم على اختلاف أحجامها.

أهمية عملية:

تكمن بالتوصل لمعرفة مدى تأثير العوامل والتحييزات السلوكية للأفراد المستثمرين في الأدوات المالية سواء بغرض المضاربة أم الاستثمار في طريقة وآلية اتخاذ القرار لديهم، من خلال قياس مدى تأثير كل تحيز من التحييزات الإدراكية والعاطفية في سلوك ونفسية المستثمر.

ثالثاً: أهداف البحث

إن الهدف الرئيسي للدراسة يتحدد بتوضيح واختبار دور التمويل السلوكي من خلال المواقف السلوكية المختلفة للمستثمرين وتقضياتهم إزاء المخاطرة، بالإضافة إلى دراسة التباين بين السلوك العقلاني والسلوك غير العقلاني و مدى انعكاس ذلك على القرارات التي يتخذها المستثمرون على مستوى الاستثمار والتمويل، بما يعزز من كفاءة المنشأة على تحقيق أهدافها ويحسن من استغلال مواردها أفضل استغلال، وتحقيق الترابط بين الجانب النظري والجانب التطبيقي من خلال المبادئ والمفاهيم المرتبطة بمتغيرات البحث، وخاصة أنه قد تبين وجود أثر كبير للعوامل السلوكية خلال فترات الحروب و الأزمات الاقتصادية العالمية.

كما يهدف البحث إلى:

1. تقييم النظرية الاقتصادية التقليدية من خلال التعريف بعلم المال السلوكي الذي يشكك بالفرضية العقلانية للأفراد وبكفاءة السوق.
2. تدارك النقص في النظرية التقليدية التي أقصت جانب الإنسانية والعامل النفسي في تحليلها مما كان السبب وراء عجزها عن تفسير بعض الانحرافات السلوكية، لذا يكمن هدف البحث في تكملة هذا الجانب المهم وسد بعض الثغرات في النظرية الاقتصادية التقليدية دون إلغاء أهمية تلك النظرية.
3. تحديد أكثر العوامل السلوكية المؤثرة في قرارات المستثمرين الأفراد عند اتخاذ القرار الاستثماري ، حتى يتسنى للمؤسسات المالية تيسير هذه العملية للمستثمرين والاستفادة منها في زيادة الأرباح والموارد المالية عن طريق زيادة حجم التداول.
4. رفع درجة الوعي بالأخطاء السلوكية للمستثمر العربي مع التركيز على السوق السوري مما قد يفتح مجالاً جديداً لدراسة سوق دمشق والسعي إلى إنعاشه في ظل هذه المعطيات.
5. تحديد أهم الصعوبات التي تواجه المستثمرون الأفراد عند اتخاذهم القرارات الاستثمارية واختبار مدى قدرة النظريات السلوكية في تفسير هذه الصعوبات والأخطاء، وبالتالي مساعدة المستثمرين في تعديل بعضاً من سياساتهم الاستثمارية وسلوكياتهم لتحقيق عوائد غير عادية بعيداً عن التحييزات والمشاعر.
6. فتح المجال للبحث في هذا المجال من قبل الباحثين المستقبليين خاصة وأن الأبحاث العربية المقدمة في هذا المجال محدودة جداً رغم الأهمية والتقدم الذي حققه هذا المجال في الأوساط الأكاديمية الأجنبية.

رابعاً: مبررات اختيار الموضوع:

- 1- الرغبة في الاطلاع أكثر على هذا الموضوع، إذ أن الحديث عن استبدال نظرية الكفاءة بنظرية جديدة يشير فضول أي باحث للتعرف عليها واكتشاف مدى صحة هذا الاعتقاد.
- 2- انخفاض حجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية وجمود سوق الأسهم التابعة للشركات والمصارف المدرجة دافع أساسي لمعرفة مدى تأثير العوامل السلوكية النفسية في آلية اتخاذ المستثمرين لقراراتهم الاستثمارية في ظل الظروف الراهنة.
- 3- خصوصية العينة محل الدراسة وخصوصية البيئة المدروسة تشكل فضول في معرفة ما اذا كان هنالك اختلاف في شدة تأثير التحيزات السلوكية النفسية للمستثمرين المحليين عن غيرهم من المستثمرين في البيئة الخارجية الأكثر استقراراً.
- 4- قلة البحث في هذا الموضوع في مكتبتنا على الرغم من تعاظم أهميته في الأوساط الأكاديمية وتزايد عدد الباحثين فيه على المستوى الدولي.

خامساً: منهجية البحث

اعتمدت الباحثة في هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي الأكثر استخداماً في وصف الظواهر الاجتماعية والإنسانية، والذي يقوم على تفسير الوضع القائم للظاهرة أو المشكلة من خلال تحديد ظروفها وأبعادها وتوصيف العلاقات بينها حيث لا يقتصر هذا المنهج على عملية وصف الظاهرة وإنما يشمل تحليل البيانات وقياسها وتفسيرها والتوصل إلى تقييم دقيق للظاهرة أو المشكلة للوصول إلى أسبابها وتحديد العوامل التي تتحكم بها. وتم الاعتماد على أسلوب الاستبيان كأداة لجمع وتصنيف وتحليل البيانات احصائياً باستخدام برنامج SPSS، حيث أن أغلب الدراسات السابقة العالمية والمحلية اعتمدت في دراساتها لهذا النوع من الأبحاث المالية الاجتماعية وخاصة التي تدرس النواحي السلوكية النفسية على استخدام هذه المنهجية كأداة للدراسة.

سادساً: مجتمع وعينة الدراسة:

يتألف مجتمع الدراسة من عينة عشوائية من الأفراد المستثمرين في الأدوات المالية (الأسهم) الصادرة عن المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وكانت العينة عشوائية مكونة من (115) فرد من هذا المجتمع وذلك لجمع البيانات اللازمة للإجابة على أسئلة أداة الدراسة (الاستبيان) للحصول على البيانات اللازمة للبحث بغرض تفريغها وتحليلها للتوصل إلى النتائج المرجوة من الدراسة وقد استردت الباحثة (102) استبانة، منها ستة استبانات غير صالحة لعدم استيفاء الإجابة والباقي (96) استبانة مستوفية الإجابة بمعدل استجابة جيدة بلغ (83%) ، والتي تشكل حجم العينة النهائي القابل للدراسة.

علماً أن الدراسة قد اقتصرت على المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وتم الاكتفاء بها لكون الأهمية النسبية للمصارف نسبة لباقي الشركات المدرجة في السوق مجتمعةً تتخطى 51%.

سابعاً: الحدود الزمانية والمكانية

الحدود المكانية: تم تطبيق هذه الدراسة على المستثمرين حملة أسهم المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والمتواجدون في مدينة دمشق.

الحدود الزمانية: يتحدد المجال الزمني لهذه الدراسة بالعام 2022، حيث تم توزيع الاستبانة على الأفراد في الربع الأول من عام 2022.

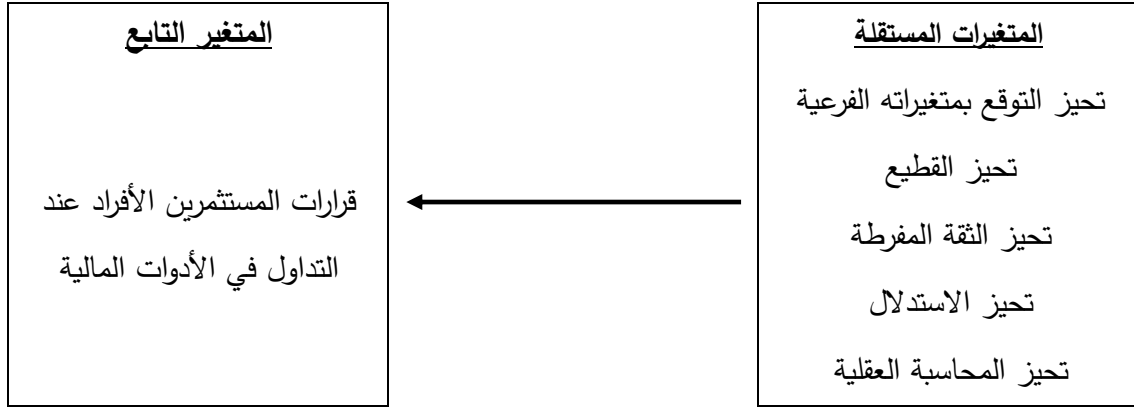
ثامناً: محتوى البحث

تم تقسيم البحث إلى جانبين؛ جانب نظري وآخر تطبيقي، النظري حتى يتسنى لنا تبني مختلف المفاهيم المتعلقة بالموضوع ومعالجته من خلال التطرق إلى أهم نظريتين في مجال المالية التقليدية منها والحديثة والتي تنافست إلى حد بعيد فيما بينها ولربما في الواقع لم تتناقض بعضها البعض بل أكملت بعضها البعض، وبالتالي تضمن الفصل الثاني الجانب النظري بمباحثه الثلاث، فتم العرض ضمن المبحث الأول فرضية كفاءة الأسواق المالية؛ تعريفها وخصائصها، مختلف صيغها، وأهم الانتقادات الموجهة لهذه النظرية، لإعطاء تفسيراً للأزمات المالية في ظل فرضية كفاءة الأسواق المالية وفي المبحث الثاني تم عرض لمحة عن مفهوم الاستثمار، أنواعه ومخاطره ثم التطرق إلى نظرية المالية السلوكية وأسباب التشكيك بفرضية الكفاءة. وضمن المبحث الثالث، تم عرض مفهوم شامل للنظرية السلوكية الحديثة من حيث مبادئها، نماذجها، نظرياتها وكيفية قياسها مسططين الضوء على الآراء المؤيدة لها والأخرى المعارضة لها. أما الفصل الثالث فتم عرض منهجية الدراسة والتحليل الإحصائي للبيانات بالإضافة إلى عرض النتائج وأهم الاستنتاجات والتوصيات.

تاسعاً: متغيرات البحث

بعد المراجعة المستفيضة للدراسات و الأبحاث و التقارير المختصة في مجال المالية السلوكية وكيفية اتخاذ المستثمرين لقراراتهم في ظل تأثير التحيزات السلوكية؛ استطاعت الباحثة تحديد مجموعة من **المتغيرات المستقلة** التي من شأنها التأثير على اتجاهات سلوك الأفراد نحو الاستثمار في الشركات والمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وهي **العوامل والتحيزات السلوكية العاطفية و الإدراكية**.

وبالتالي المتغيرات المستقلة هي المتغيرات التي تؤثر على المتغير التابع وكذلك تفسر الظاهرة محل الدراسة والسبب الافتراضي لها، ويمكن قياسها من خلال دراسة أبعاد النظريات المالية السلوكية المختلفة وتحيزاتها والتي سوف تتم دراسة تأثيرها على نوعية القرارات الاستثمارية المتخذة من قبل المستثمرين الأفراد:



الشكل (1-1) أنموذج الدراسة

عاشراً: فرضيات البحث

بناء على مشكلة الدراسة المطروحة يمكن صياغة فرضية البحث وفق الصيغة البديلة نظراً للاعتماد عليها من قبل معظم الدراسات السابقة:

الفرضية البديلة H1: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحيزات السلوكية في القرار الاستثماري للمستثمرين الأفراد عند التداول بالأدوات المالية الصادرة عن المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .

ويمكن تجزئة هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية التالية:

1. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز "تجنب الخسارة" في القرار الاستثماري للمستثمرين الأفراد عند التداول بالأدوات المالية الصادرة عن المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .
2. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز "الاعتماد المرجعي" في القرار الاستثماري للمستثمرين الأفراد عند التداول بالأدوات المالية الصادرة عن المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .
3. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز "الندم" في القرار الاستثماري للمستثمرين الأفراد عند التداول بالأدوات المالية الصادرة عن المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .
4. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز "القطيع" في القرار الاستثماري للمستثمرين الأفراد عند التداول بالأدوات المالية الصادرة عن المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .
5. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز "الاستدلال" في القرار الاستثماري للمستثمرين الأفراد عند التداول بالأدوات المالية الصادرة عن المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .
6. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز "الثقة المفرطة" في القرار الاستثماري للمستثمرين الأفراد عند التداول بالأدوات المالية الصادرة عن المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .
7. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز "المحاسبة العقلية" في القرار الاستثماري للمستثمرين الأفراد عند التداول بالأدوات المالية الصادرة عن المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .

حادي عشر: حدود البحث:

يمكن حصر أهم صعوبات وحدود البحث طيلة فترة إنجاز الدراسة فيما يلي:

- 1- نقص المراجع المتعلقة بموضوع المالية السلوكية، خاصة باللغة العربية، وعليه صعوبة ضبط المصطلحات التي ظهرت حديثاً مع هذا الاتجاه.
- 2- تداخل الموضوع مع علم النفس، مما زاد من صعوبة فهمه من الناحية النظرية.
- 3- انخفاض حجم العينة المدروس نتيجة انخفاض عدد المتعاملين وصعوبة الوصول إليهم.
- 4- صعوبة ضبط المتغيرات السلوكية نظراً لطبيعتها الكيفية، وبالتالي صعوبة نمذجتها.
- 5- قلة البيانات المتعلقة بموضوع الدراسة.

الدراسات السابقة

لقد كانت الدراسات التي تناولت هذا الموضوع باللغة العربية محدودة، إذ وباعتباره لا يزال موضوع جديد نسبياً، نجد أن التطرق إليه غالباً ما يتم في المقالات سواء باللغة الفرنسية أو الانجليزية، إلا أنه هنالك بعض الدراسات العربية التي اقتصر على دراسة مفهوم علم التمويل السلوكي وكذلك دراسة بعض العوامل السلوكية النفسية التي تؤثر على الأداء المالي و الاقتصادي ضمن الإطار النظري فقط، دون التطرق لأساليب قياس بعض النظريات أو لمفهومها بشكل واسع، ولكن بعضاً من جوانبه سبق وأن تمت معالجتها وطرحها من طرف الباحثين خاصة منها موضوع كفاءة السوق والتحليل الفني في مقابل التحليل الأساسي، إلا أنه هناك العديد من الدراسات باللغة الأجنبية التي تطرقت لهذا الموضوع، وفيما يلي نسلط الضوء على أبرز هذه الدراسات العربية والأجنبية:

❖ الدراسات باللغة العربية:

1. دراسة (الشعار، 2018) بعنوان (أثر المتغيرات السلوكية في الأزمة الراهنة لصرف الليرة السورية): هدفت

هذه الدراسة إلى تقييم النظرية الاقتصادية التقليدية من خلال التعريف بنموذج فكري يشكك في فرضية عقلانية الأفراد وكفاءة السوق. كذلك فقد هدفت إلى تسليط الضوء على المتغيرات السلوكية (النفسية) بوصفها أحد أدوات التحليل في العلوم المالية السلوكية الحديثة، ودراسة أثر هذه المتغيرات في تذبذب سعر صرف الليرة السورية خلال الأزمة التي تعيشها سورية.

وتناولت الدراسة الحالة السورية خلال الفترة ما بين عامي 2011 و2015 كحالة نموذجية (حدية) لقياس محددات سعر الصرف السلوكية في إطار ممنهج وتوضيح أثر العوامل النفسية الناتجة عن كل من الأحداث السياسية والأحداث الإرهابية على سعر صرف الليرة السورية. وذلك تم باستخدام نموذج $GARCH(1,1)$. وبينت النتائج أن كلا المتغيرين أثر على سعر الصرف من خلال زيادة تذبذبه، وبينت أيضاً وجود علاقة طردية بين المتغيرات السلوكية والتي تمثلت في الخوف وانعدام الثقة وسلوك القطيع الناتج عن الأحداث الإرهابية والأحداث السياسية وبين سعر صرف الليرة السورية حيث أدت إلى زيادة تذبذبه في الأجل القصير.

2. (دراسة سانية وآخرون، 2017) بعنوان: الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في

سوق رأس المال: تناولت هذه الدراسة الانحرافات الظاهرة في أسواق رأس المال والتي فشلت النماذج المالية التقليدية في تفسيرها، وحاولت معرفة مدى قدرة النظرية المالية السلوكية في شرح وفهم ما يحدث في أسواق رأس المال، وقد خلصت الدراسة على أنه لا توجد نظرية موحدة حقيقية للمالية السلوكية وأنها تحتاج إلى المزيد من الأدلة التجريبية والرياضية.

3. (دراسة مبارك وعبد الوهاب، 2017) بعنوان: نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية:

هدفت الدراسة لتوضيح نظرية كفاءة الأسواق المالية نحو علم المالية السلوكية، وتكمن أهمية الدراسة في بحث مبادئ نظرية المالية السلوكية وافترضاها لتفسير سلوكيات الأفراد وانعكاسها على عمليات التداول في السوق المالي، وتوصلت لنتيجة أساسية مفادها أن النظرية التقليدية أصبحت غير قادرة على تفسير التشوهات السعرية في الأسواق المالية نظراً لعدم تطابق فرضياتها الأساسية مع ما هو موجود في الواقع.

4. (دراسة الحموي، 2016) بعنوان: "تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم": هدفت الدراسة إلى اختبار أثر عاملين خارجيين يؤثران وبشكل ملحوظ على نفسية ومعنوية غالبية المستثمرين في فترة زمنية واحدة، حيث ركزت الدراسة على تأثير شهر رمضان والطقس في العوائد اليومية للأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية. وتوصلت الدراسة إلى أن عوائد الأسهم اليومية في سوق دمشق للأوراق المالية لا تتأثر بشهر رمضان، أما فيما يتعلق بنتائج أثر الطقس، فقد أثبتت الدراسة وجود أثر طردي لوسطي درجة الحرارة في عوائد الأسهم للفترة الواقعة قبل بدء الأزمة السورية الراهنة، بينما نفت الدراسة وجود هذا التأثير خلال الأزمة السورية الراهنة.

5. (دراسة مهدي عطية موحى الجبوري، 2014) بعنوان "التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية": يهدف هذا البحث إلى دراسة السلوك غير العقلاني لمدراء التمويل في المنشآت في اتخاذ القرارات المالية من خلال تحليل مواقفهم من تفضيل أو النفور من المخاطرة، وكان الهدف الرئيسي من البحث يتحدد بتوضيح واختبار دور التمويل السلوكي من خلال انماط السلوك في المواقف المختلفة ومن خلال التفضيلات التي يتخذها المدراء والمستثمرين إزاء المخاطرة والتباين بين السلوك العقلاني والرشيد والسلوك غير العقلاني وانعكاس ذلك على القرارات التي يتخذها المدراء على مستوى الاستثمار والتمويل.

وتألفت عينة البحث من مجموعة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. كما قدم البحث تفسيراً وتوضيحاً للمتغيرات واستخدم الباحث مجموعة من الأدوات الإحصائية في تحليل البيانات ومعالجتها من خلال برنامج (SPSS) وتوصل الباحث إلى مجموعة من الاستنتاجات أهمها وجود علاقة ارتباط وتأثير بين متغيرات البحث كما قدم الباحث مجموعة من التوصيات منها زيادة التواصل والتفاعل بين إدارة المنشآت والمراكز البحثية والأكاديمية لزيادة فهم العوامل السلوكية لتحسين اتخاذ القرارات.

6. (دراسة حبة، 2013) بعنوان "أثر السلوك اللاعقلاني للعملاء على حركة الودائع المصرفية في سورية في ظل الأزمة الحالية": هدفت هذه الدراسة إلى معرفة سلوكيات العملاء لدى المصارف العاملة في سورية، والوقوف على مستوى عقلانيتها وذلك من خلال دراسة تأثير كل من: الخوف، سلوك القطيع، غلبة التفكير العاطفي على التفكير العقلاني، التعود والتكرارات السابقة على حركة الودائع لدى المصارف السورية. وفي سبيل الوصول لذلك تم الاعتماد على أسلوب الاستبيان كأداة لجمع وتصنيف وتحليل البيانات إحصائياً باستخدام برنامج SPSS، حيث أظهرت النتائج وجود أثر ذو دلالة إحصائية ما بين العوامل السلوكية السابقة وما بين حركة الودائع المصرفية.

❖ الدراسات باللغة الأجنبية:

1. دراسة أرقام، رمان العلاني والحوارني لعام 2019 بعنوان: IMPACT OF BEHAVIORAL FINANCE ON STOCK INVESTMENT DECISIONS APPLIED STUDY ON A SAMPLE OF INVESTORS AT AMMAN STOCK EXCHANGE: هدفت هذه الدراسة إلى البحث في تأثير عدد من أبرز متغيرات المالية السلوكية أهمها (الثقة المفرطة، تجنب الخسارة، مستوى إدراك المخاطر وسلوك القطيع) والتي قد تؤثر على عملية اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم في بورصة عمان ASE، وأيضاً سعت الدراسة لبيان وتحديد أي من هذه المتغيرات كان له الأهمية النسبية الأكبر.

تألفت الدراسة من 165 مستثمراً فردياً نشطاً في بورصة عمان خلال فترة الدراسة. وتم جمع البيانات من خلال استبيان أعد لغرض البحث وتم تحليل البيانات عبر تطبيق عدة اختبارات إحصائية وباستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS بعد الموافقة على موثوقية وصحة الاستبيان المقدم.

أظهرت النتائج وجود تأثير للتمويل السلوكي في بورصة عمان ممثلة بثلاث عوامل سلوكية تؤثر على القرارات الاستثمارية للمستثمرين الأفراد (الثقة المفرطة، سلوك القطيع وتجنب الخسارة)، أظهرت النتائج أيضاً أن عامل الثقة المفرطة كان له الأهمية النسبية الأكبر.

وقدم البحث بعض التوصيات للمستثمرين الأفراد الذين يقومون بالتداول في بورصة عمان، بتبني بعض الأسس العلمية عند اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم، واقترحت إجراء المزيد من البحوث لدراسة أثر التمويل السلوكي على مختلف أنواع المخاطر والعوائد في بورصة عمان.

2. دراسة (2019) Laely Purnamasari بعنوان: The Application of Behavioral Finance

in Improving the Economic Level of Poor Families: هدفت هذه الدراسة إلى البحث في أهمية تطبيق نظريات التمويل السلوكي لفهم طبيعة اتخاذ القرارات المالية لدى الأسر الفقيرة ومدى تأثير التحيزات السلوكية في القرارات المالية التي يتخذونها للسعي إلى تحسين المستوى الاقتصادي للعائلات الفقيرة عبر تصميم نموذج سلوكي مدروس يعكس وضع الأفراد المالي الفعلي وإلقاء الضوء على أهم التحيزات السلوكية التي كان لها أثر في اتخاذ قرارات مالية خاطئة. وعمدت الدراسة إلى استخدام منهجاً نوعياً بدلاً من كمياً مع استخدام "دراسة الحالة" case study التي تهدف إلى التركيز على شرح الأحداث التي تظهر عند اتخاذ قرار معين، حيث تم إجراء البحث في قرية كاداس غانتونغ ، قرية ميكارمانيك ، منطقة سيمينيان ، باندونغ ريغنسي. وتم جمع البيانات عبر إجراء مقابلات مع الأفراد والأسر ومن خلال الملاحظة والتوثيق للأجوبة، البيانات التي تم تجميعها تم تحليلها باستخدام قاعدة إختصار البيانات، وأظهرت نتائج الدراسة أن تطبيق علم المال السلوكي القائم على نظرية العقلانية المحدودة من الممكن أن يزيد من معرفة الأسرة عند اتخاذ القرارات المالية، وبالتالي يمكن للقرار المالي أن يصبح مخطط بشكل جيد ومدروس. تعتبر هذه الدراسة مفيدة نظرياً، خاصة أنها تضيف إلى مراجع الدراسات الاقتصادية المختلفة، وتساهم في محاولة تحسين الوضع الاقتصادي والمالي للعائلات الفقيرة.

3. دراسة (2016) zhang بعنوان: Financial behavior of individual investors in Chinese

Stock Markets: تناولت الدراسة السلوك المالي الممثل بسلوك القطيع و الثقة المبالغ فيها للمستثمرين و السوق الصينية، وجرى اختبار سلوك القطيع من خلال درجة تشتت معدل العوائد ، وتبين أنه لا يوجد أثر واضح لسلوك القطيع لكن لا يمكن إهماله أو استبعاده، ويعود ذلك إلى طبيعة السياسة المتبعة في سوق الأسهم الصينية، وعند دراسة الثقة المبالغ فيها من خلال تطبيق نموذج VAR ودالة معدل استجابة الزخم، تبين أنه يوجد ارتباط ذاتي بين معدل دوران الأسهم ومعدل دوران السوق، وتبين أن معدل دوران السوق له علاقة موجبة مع عوائد السوق، أي أن نزعة الثقة المبالغ فيها تتأثر بعوائد السوق.

4. دراسة (Bakar and Ng ChuiYi 2016) بعنوان: "The impact of Psychological Factors in investors decision making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang": سعت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير العوامل النفسية في اتخاذ قرارات المستثمرين في سوق الأسهم الماليزية، جرى توزيع الاستبيانات على عينة من 200 مستثمر في منطقتي Klang Valley and Pahang، الذين تتراوح أعمارهم بين 18-60 سنة، الذين يشاركون في سوق الأسهم الماليزية، وتظهر النتائج أن الثقة الزائدة وتحيز المحافظة لها آثار كبيرة على قرارات المستثمرين، كما أن العوامل النفسية تعتمد على جنس الفرد و تساعد نتائج هذه الدراسة المستثمرين على زيادة عقلانية القرارات الاستثمارية لتعزيز كفاءة السوق.

5. دراسة (Boubaker & Talbi) عام (2013) بعنوان (The Impact of Overconfidence on Investors' Decisions): هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير تحيز الإفراط في الثقة على قرارات المستثمرين، وتحديدًا لتقييم العلاقة ما بين التحيز وحجم التداول والتقلبات. وقد أظهرت الدراسة التجريبية لعينة مكونة من 27 شركة مدرجة في بورصة تونس خلال الفترة ما بين 2002 - 2010، وباستخدام كل من النماذج VAR model و ARMA-EGARCH وجود تأثير هام لتحيز الإفراط في الثقة على سلوك التداول في بورصة تونس، وبالتالي تحليل خصائص السوق المالية التونسية.

6. دراسة (Masomi & Ghayekhloo , 2011) بعنوان: "أهمية مؤثرات سلوك الأفراد في الاقتصاد: تأثير العوامل السلوكية على اتخاذ القرار الاستثماري في سوق طهران المالي": هدفت هذه الدراسة لمعرفة تأثير متغيرات و عناصر علم المالية السلوكية و مبادئ علم النفس على عملية اتخاذ القرار لدى المستثمرين في سوق طهران المالي، حيث تم الرجوع إلى 23 مؤسسة استثمارية كعينة للبحث، وتم شرح واستخدام العديد من متغيرات علم المالية السلوكية مثل: دعائم الثقة الزائدة، المقامرة، الخداع، كره الخسارة، و الشعور بالندم. خلصت الدراسة بالقول انه هناك تأثير للمتغيرات المذكورة وكان التأثير قوي بالنسبة لمتغير المقامرة. أكدت الدراسة على تأثير العديد من العوامل على عملية اتخاذ القرار لدى المستثمرين في سوق طهران المالي وكان الأثر الأكبر لمعلومات السوق في اتخاذ المستثمرين لقرارهم الاستثماري.

7. دراسة (Zaidi & Tauni, 2012) بعنوان: "تأثير الصفات الشخصية للمستثمر والتركيب السكانية في خلق تحيزات الثقة الزائدة": هدفت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير الصفات الشخصية لدى المستثمر و أثر التركيب السكانية على خلق سلوك الثقة الزائدة لديه عند اتخاذ القرار الاستثماري، في السوق المالي في (لاهور - باكستان)، قام الباحثان بإعداد استبيان شمل 200 مستثمر في هذه السوق، و توصلت الدراسة إلى أنه توجد علاقة ايجابية بين تحيزات الثقة الزائدة و صفات الوعي، التفاؤل، كما أشارت النتائج لوجود ترافق بين خبرة المستثمر و تحيزه للثقة الزائدة، و في النهاية أكدت الدراسة أن المستثمر في سوق لاهور ليس عقلانياً بصفة كاملة، وعليه لا تتفق الدراسة مع النظريات المالية التقليدية التي تصف المستثمر دوماً بالمستثمر الرشيد.

8. دراسة (Daygu Firat & Sibel Fettahoglu, 2011) بعنوان: Investor's purchasing Behaviour via behavioural finance approach: حاولت الدراسة إبراز دور التمويل السلوكي وأثره على المستثمرين إذ وفقاً لنظرية كفاءة السوق، فإن المستثمرين لديهم معرفة كاملة فيما يتعلق بالأسواق المالية لذا فإنهم يتصرفون بعقلانية، وقد تمحورت إشكالية البحث عن مدي تأثير المتغيرات السلوكية على الأسهم. وقد

أوضح الباحثان من خلال بحثهم (ان المستثمرين يتأثرون بعوامل داخلية وخارجية تؤثر على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية).

وقد هدفت الدراسة إلى:

1. قياس أهمية العوامل التي تدفع المستثمرين في سلوك الشراء عند عملية صنع قرار الاستثمار.
2. التمييز بين المستثمرين من حيث وجهة نظرهم تجاه سوق الأسهم والأسواق المالية الأخرى والعوامل الاجتماعية والثقافية. وقد استخدم الباحثان مجموعة من الأسئلة ذات الدينامية الاجتماعية والتي تأخذ بعين الاعتبار العوامل السلوكية للمستثمرين وكذلك معلومات عن الموارد التي يستخدمونها لاتخاذ القرار وقد جرى ذلك في مدينة صناعية اسمها كوكايلي لاختبار المتغيرات، وخلصت الدراسة إلى أن (المستثمرين لا يتصرفون بعقلانية في اتخاذ قرار الاستثمار دائماً).

9. دراسة 2009 Rohit Kichore بعنوان: Theory of Brhavioural Finance and its application to prospect market: A change in paradigm

تطرقت هذه الدراسة إلى بيان أهمية التمويل السلوكي بوصفه جزءاً من التمويل الذي يسعى إلى فهم وشرح الآثار المترتبة على السوق المالي والمهيم على عمليات اتخاذ القرار المتعلقة بالجانب النفسي والسلوكي للمستثمر، واستطاع الباحث تحليل تطور علم المال السلوكي وحدد القضايا التي يمكن فهمها وشرحها باستخدام نماذج سلوكية أفضل في سوق العقارات، وتوصل الباحث إلى أن المستثمرين العقاريين لا يلتزمون دائماً بالعقلانية فإنهم يتأثرون بعواطفهم. وأك أن النظريات الخاصة بالتمويل السلوكي لديها الكثير لنقدم عن تحليل الاستثمارات العقارية، وأوصى على ضرورة وأهمية تحليل العنصر البشري في سوق الأوراق المالية وأهمية تطوير البحوث السلوكية ومناقشتها وتحليلها لتطوير استراتيجية السوق المالي.

10. دراسة (Schaeck, 2004) : بعنوان, "المالية السلوكية و آثارها المترتبة على الإدارة المصرفية": هدفت هذه الدراسة لمعرفة آثار متغيرات علم المالية السلوكية و آثار السلوك اللاعقلاني على الإدارة المصرفية, وملئ الفراغ بين واقع التمويل فيما يخص انحرافات السوق, وأعمال الإدارة المصرفية مثل قرارات الاستثمار, استراتيجيات التمويل, استراتيجيات الإقراض, وحاولت الدراسة تسخير نظريات المالية السلوكية في خدمة الإدارة المصرفية, قامت الدراسة ببناء استراتيجيات للمتاجرة وفقاً للتحولات السلوكية بهدف تقليل تكلفة الاستثمار, وفي النهاية توصلت الدراسة إلى أن باستطاعة المصارف ومؤسسات الاستثمار بناء أدوات مالية تلائم عواطف وسلوكيات العملاء وهذا ما يخفف من التكاليف ويزيد من الأرباح.

11. دراسة Omet (2003) The Cost of Transacting in the Jordanian Capital Market and Khasawneh

and Khasawneh : هدفت تلك الدراسة إلى دراسة سوق الأسهم الأردني مع التركيز بصورة خاصة على دراسة تكلفة التداول في سوق الأسهم الأردني, و العوامل المؤثرة على تلك التكلفة, و توصلت الدراسة إلى التالي : إن تكلفة التداول في بورصة عمان مرتفعة نسبياً و أن حجم التداول يعتبر من أهم محددات تلك التكلفة. تعتبر تكلفة التداول من أهم مكونات الأسواق المالية في عملية أداء مهامها الاقتصادية. إن سوق الأسهم الكفو يسمح للمستثمرين بالحصول على طلباتهم بسرعة وبسعر قليل قدر الإمكان. يجب أن تكون أسواق الأسهم ذات كفاءة

عالية؛ لأن تكلفة التداول تتجه إلى تقييد حركة رأس المال، ومن ثم إحباط التخصيص الملائم للموارد حتى لو كانت أسعار السوق على درجة عالية من الكفاءة.

• مقال "ماري هيلين برواهان، ماكسيم مرلي، باتريك روجر (2006) *Théorie économique comportementale*

، والذي نشرته المجلة الاقتصادية *Revue économique* عام 2006، حاول الباحثون من خلاله التعريف بالنماذج المقترحة لبناء محفظة سلوكية تحل مكان المحفظة المشكلة وفق التحليل "العائد - المخاطرة" في محاولة لإبراز أهم ما توصلت إليه النظرية السلوكية في هذا المجال. وقد كان الطرح موجزاً ومجماً، تضمن الإشارة إلى النماذج الرياضية بشكل نظري فقط تغطي عليه البراهين الرياضية دون الاستعانة بدراسة تطبيقية تحاول إظهار كيفية بناء المحفظة السلوكية في الواقع.

التعقيب على الدراسات السابقة:

هنالك العديد من الدراسات السابقة التي تناولت مفهوم المالية السلوكية وقامت بدراسة أثر تحيزاتها على سلوك المستثمر أو الفرد بشكل عام، ولقد تشابهت الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة من حيث المنهج المتبع.

ولكن اختلفت الدراسة المعدة من قبل الباحثة عن الدراسات السابقة في عدة جوانب، نذكر منها:

1- الشمولية في المتغيرات المدروسة، حيث أنه تم تعريف وشرح أكثر من عشر نظريات وتحيزات سلوكية بشكل مفصل بالإضافة إلى ذكر أمثلة توضح وتفسر كل تحيز من التحيزات؛ بحيث تقرب الفكرة إلى ذهن القارئ بشكل أسهل وأوضح، وتم ذلك بالاعتماد الأكبر على المراجع الأجنبية.

2- نظرية "التوقع" ونظرية "تجنب الخسارة" لكانمان اللتان تشكلان حجر الأساس للنظرية السلوكية؛ تم عرضهما في هذه الدراسة بشكل مفصل من حيث المفهوم، الأهمية، كيفية التطبيق وقياس المخاطر، أهم النظريات التابعة لهما، وهذا ما لم يتم عرضه بشكل شامل في باقي الدراسات خاصة العربية، حيث تم الاكتفاء بعرض موجز لأهم نظريات المالية السلوكية على الرغم من أهمية وجود مرجع يضم النظريات السلوكية بشكل أكثر شمولية نظراً لتأثير هذه النظريات والتحيزات في سلوك المستثمرين.

3- دالة الوزن في نظرية "التوقع" التي غيرت من مفهوم نظرية المنفعة وقامت بتعديل دالتها، غير مذكورة في أي من الأبحاث العربية، أما في بعض الدراسات الأجنبية فتم التطرق لها بشكل مبسط، على الرغم من أهمية إيضاح مفهومها وتأثيرها وطرق قياسها، وهذا ما تم تلافيه في هذه الدراسة، حيث تم عرض هذه الدالة بشكل مفصل.

4- اختلاف الحدود الزمانية والمكانية وخصوصية العينة محل الدراسة، حيث قامت الدراسة الحالية بتحديد أثر التحيزات السلوكية في قرارات استثمار الأفراد في المؤسسات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتي تحكمها ظروف اقتصادية وسياسية معينة، فوجب دراسة مدى تأثر أفراد هذه العينة بالتحيزات مقارنة بباقي الدول التي تتمتع باستقرار اقتصادي وسياسي إلى حد ما.

الفصل الثاني: الإطار النظري للبحث

المبحث الأول: السوق المالي وكفاءته

أولاً: نظرية كفاءة الأسواق المالية، مفهوماً، أشكالها وأهم الانتقادات الموجهة

إليها

تمهيد:

تتميز أسواق رأس المال بكثرة التقلبات والتحركات في أسعار منتجاتها، فلا تكاد تستقر فيها الأوضاع على ارتفاع سعري حتى يتلوّه انخفاض آخر، وبالتالي مثلت هذه التقلبات أحد القضايا الأكثر نقاشاً في النظرية المالية نظراً لأهميتها البالغة، سواء على المستوى الكلي باعتبارها مقياساً لمدى نجاح أو فشل السياسات الاقتصادية والمالية والتنظيمية، أو على المستوى الجزئي لارتباطها بعدد من القرارات المالية واستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر، وعليه استحوذت تقلبات أسواق رأس المال على اهتمام العديد من الباحثين مثل لويس باشولي الذي يعتبر أول من وضع نموذج رياضي للحركة العشوائية للأسعار، وعليه أظهرت الأزمات المالية والتقلبات العنيفة التي شهدتها العالم في الآونة الأخيرة، أن النموذج التقليدي السائد في النظريات المالية الحديثة منها على وجه الخصوص فرضية كفاءة سوق رأس المال التي تقوم على فرضية عقلانية المتعاملين الاقتصاديين، أنها غير قادرة على شرح كيفية تسعير الأصول الرأسمالية وتفسير سلوك الأسواق المالية خاصة بما يعرف بالحالات الشاذة anomalies والألغاز puzzles، وأن هناك حالات كثيرة تؤثر فيها العاطفة والحالات النفسية في اتخاذ القرارات الاستثمارية مما تؤدي إلى التصرف بطرق غير عقلانية، وهو ما أثار جدال كبير في الأوساط الأكاديمية والعملية في نهاية الثمانينات، فانقسم الباحثون إلى مجموعتين، تتضمن المجموعة الأولى الإصلاحيين، والذين يسعون إلى إجراء تعديلات على فرضية كفاءة السوق لتصبح ملائمة أكثر في تسعير الأصول الرأسمالية، وجعلها قادرة على احتواء التشوهات في أسواق رأس المال، أما المجموعة الثانية فكان لها توجه مختلف تماماً وسميت بالمبدعين، ويرون أن المستثمرين غير عقلانيين وغير أكفاء في اتخاذ القرارات، وأن التحيزات العاطفية التي تنتاب المستثمرين تلعب دوراً هاماً وكبيراً على حركة أسعار الأسهم، وتذبذبات مؤشرات الأسواق¹.

ولقد شكلت فرضية رشادة الأفراد التي قدمها كل من "فون نيومان" و "مورغنسترن" عام 1944 محور الجدل القائم مؤخراً في الأوساط الأكاديمية بين أنصار النظرية التي أصبحت تعد اليوم تقليدية بعد أن كانت أساس بناء النظرية المالية الحديثة، ألا وهي "نظرية كفاءة الأسواق"، وبين أنصار هذا الاتجاه البحثي الجديد الذي أخذ

¹ برارمة، ريمة 2019، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحفظة الاستثمارية، دراسة حالة بورصة باريس ولندن، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، ص 22.

في الظهور حديثاً، وازداد قوةً بعد حصول "دانيال كانمان" أحد مؤسسيه، على جائزة نوبل للاقتصاد في عام 2002 ألا وهو "المالية السلوكية".

وقد اعتمدت نظرية الكفاءة منذ تشكلها على الرياضيات، مما جعلها توصف بكونها نموذجاً علمياً كما جعل البحث فيها خصباً ومكناً من احتضان عدة أعمال هدفها نمذجة السلوك الاقتصادي ومساعدة الأفراد على اتخاذ القرار.

غير أنها وقفت عاجزة عن تفسير بعض التشوهات الملاحظة في أسواق المال، وكثير من الاختلالات التي كان وراءها سلوك بشري غير مطابق للنموذج النظري، فالإنسان في الواقع لا يتصرف كما تلميه عليه النظرية، كما لا يفكر برشادة وعقلانية تامة وإنما يكون سلوكه في معظم الحالات وليد اللحظة خاصة عند التعامل في سوق المال. وبالتالي أثبت عالما النفس "كانمان" و "تفرسكي" عام 1981 من خلال جملة اختبارات أن تفكير الإنسان تشوبه أخطاء إدراكية تتحكم في بناء توقعاته، وكنتيجة للمزاوجة بين النظرية المالية ونظريات علم النفس ظهرت "المالية السلوكية" التي تعترف للإنسان بعدم رشادته وللأسواق بعدم كفاءتها.

إذاً بما أن ظهور المالية السلوكية كان وليداً للعقبات التي واجهتها النظرية المالية التقليدية، تناول المبحث الأول الإطار النظري لنظرية كفاءة الأسواق المالية من حيث مفهوم نظرية الكفاءة، ظهورها، أنواعها، سماتها، خصائصها ومستوياتها، وأيضاً تم ذكر بعض المشاهدات الشاذة في الأسواق المالية التي كانت وراء ظهور الانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة الأسواق والتشكيك بصحتها.

1. نظرية كفاءة الأسواق المالية:

1.1. مقدمة:

تقاس الكفاءة العالية للأسواق المالية بمدى قدرتها على توظيف رؤوس الأموال في المشاريع الأكثر إنتاجية والأكثر ربحية في الاقتصاد القومي، وتشترط فرضية كفاءة الأسواق على السوق المالي توفير البيانات والمعلومات عن الأوراق المالية، وإيصالها في الوقت نفسه وبالكمية والنوعية المطلوبة إلى كافة المتعاملين في السوق المالي بسرعة وبكلفة منخفضة. ويعد السوق الكفاء حسب مستويات الكفاءة المعروفة (الكفاءة الضعيفة ، الشبه قوية والقوية) ، وتعني عدم كفاءة الأسواق امتلاك بعض المستثمرين لمعلومات هامة ومؤثرة عن المؤسسة التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي وحجب هذه المعلومات عن المستثمرين الآخرين ، باتجاه يؤدي إلى التأثير على مقدار الأرباح التي يحققها كل مستثمر في السوق المالي .ومن هذا المنطلق يتضح أهمية المعلومات وتحليلها في التأثير على كفاءة الأسواق وعليه سنتناول في ما يلي فرضية كفاءة الأسواق المالية و علاقتها بالمعلومات وبالأخص التحليل الفني والأساسي² .

2.1. ظهور نظرية كفاءة الأسواق المالية:

تفترض هذه النظرية بأن جميع الأفراد يتصرفون بعقلانية ورشادة وبالتالي يقومون ببناء توقعات عقلانية وتعظيم منفعتهم المتوقعة من جهة أخرى. وبالتالي سمح هذا الافتراض بظهور نظرية كفاءة الأسواق المالية التي تعتبر الأساس لعدد كبير من نماذج تقييم الأصول المالية³.

بدأت نظرية كفاءة الأسواق كاتجاه فكري بالتبلور منذ ظهور أعمال الفرنسي "باتسيليير" وإثباته لعشوائية تغيرات الأسعار في سوق المال من خلال رسالة الدكتوراه " نظرية المضاربة" حيث بين أن التغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع تقتقد وجود أي ترابط بينها وهي ترتبط فقط بالمعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق دون سابق إنذار وبشكل غير منتظم.

في عام 1953 طرح الإحصائي البريطاني "Maurice Kendall" بحثه المثير للجدل بعنوان تحليل السلاسل الزمنية الاقتصادية الذي أجراه على العوائد الأسبوعية لمؤشر السوق البريطاني، وتوقع فيه أن يجد سلوكاً منتظماً لحركة الأسهم، لكنه لاحظ أن أسعار الأسهم تتبع سلوكاً عشوائياً ولا يمكن التنبؤ بها مستقبلاً. كذلك الأمر بالنسبة للبحث الذي أجراه "Harry Roberts" عام 1959 والذي وجد نتائج مشابهة في مؤشر Dow Jones الصناعي.

في عام 1965 قدم "Eugene Fama" نتائجاً شاملة ليس فقط من حيث الاستقلالية الإحصائية بل أيضاً من حيث جدوى نتائج التحليل الفني تدعم فرضية السير العشوائي لأسعار الأسهم. حيث قام بدراسة معامل الارتباط لسلسلة أسعار أسهم مؤشر داو جونز الصناعي المكون من 30 سهم، ووجد أن التغيرات اليومية لأسعار هذه الأسهم لها ارتباط ضئيل جداً ويقترب من الصفر، مما دفعه إلى استنتاج خاصية السير العشوائي لأسعار

² Malkiel, Burton G. (2003), The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, Journal of Economic Perspectives, The American Economic Association, USA, Vol. (17), No. (1), P.59

³ برايان كويل "أسواق المال" Money Market قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق، الطبعة الأولى 2005، ص 12.

الأوراق المالية. تقوم هذه الخاصية على فكرة أنه إذا كان هنالك تدفق في المعلومات بدون عوائق إلى الأسواق المالية والمشاركين فيها، فإن أسعار يوم الغد ستعكس فقط أخبار الغد، وستكون مستقلة عن أسعار اليوم. هذا يعني أنه لا يمكن التنبؤ بأي تغير في أسعار الأوراق المالية بناء على معلومات اليوم. وحتى ذلك الوقت لم يكن قد تبلور بعد المعنى الحقيقي لأسعار الأسهم وارتباطها بأسس اقتصادية.⁴

فقال إن المنطق وراء النظرية الفنية هو أن التاريخ يعيد نفسه، وهو أنه إذا نظرنا إلى السلوك الماضي للأوراق المالية، يمكننا التنبؤ بمسارهم المستقبلي بتحليل سلسلة تغيرات الأسعار في الماضي، فحسب فاما، هو من غير الممكن الحصول على أرباح غير عادية بالنظر إلى تاريخ تغيرات الأسعار والسبب هو أن التغيرات في الأسعار المتتالية مستقلة (النظرية الفنية ترى أنها غير مستقلة)، بالتحديد ما تقوله نظرية السير العشوائي. وبذلك كانت مجمل الأعمال والنماذج التي قامت في ظل نظرية الكفاءة تعتمد على المقاربة المعيارية التي تحاول تكييف الواقع وإخضاعه لقوانينها (أي ما يجب أن يكون عليه الواقع)، ما جعل في نهاية المطاف من المالية الحديثة المرتكزة على النظرية الاقتصادية النيوكلاسيكية الأكثر علمية من بين جميع العلوم الإنسانية.

3.1. مفهوم كفاءة السوق المالي:

في ظل كفاءة السوق نفترض بأن عدداً كبيراً من المحللين يقومون بتقدير القيمة الحقيقية للشركات، ويقوم المحللون بمحاولة إيجاد الأسهم التي تتحرف قيمتها الحالية عن قيمتها الحقيقية. فإذا وجد هؤلاء المحللون هذا الخلل في التسعير فإنهم سيقومون ببيع أو شراء هذه الأسهم، دافعين بقيمتها باتجاه القيمة الحقيقية. لذا فإن وجود المنافسة في السوق المالي يدفع بأسعار الأوراق المالية نحو قيمها الحقيقية. وبالتالي فإن أسعار الأوراق المالية تتغير في كل يوم وكل دقيقة تبعاً للمعلومات الواردة إلى السوق ولا يمكن لأحد أن يتفوق عليه وتحقيق عوائد غير عادية تتجاوز معدل المخاطر المرافقة للاستثمار، أي أن سعر الورقة المالية في تلك السوق وفي تاريخ معين يعكس كافة المعلومات المتاحة حتى هذا التاريخ، وأن أي معلومة جديدة عن هذه الورقة ستعكس وبصورة فورية على السعر فور إتاحتها للمتعاملين في السوق.⁵

إذاً التعريف الأساسي للكفاءة: هو أن للأوراق المالية قيمة محورية أو حقيقية يسبق وجودها الدخول إلى السوق، بحيث ينبغي عليه الوصول إلى أفضل وأدق تقدير لها.

عرف فاما (1970) Fama السوق الكفاء بأنه السوق الذي تكون فيه جميع المعلومات المتوفرة والخاصة بكل أصل مالي مدمجة في سعر ذلك الأصل وبشكل آني.

بينما عرف (2001) Chance كفاءة السوق بأنها صفة السوق الذي تكون به أسعار الأدوات المالية المتداولة تعكس قيمتها الاقتصادية الحقيقية للمستثمرين. وتقاس كفاءة السوق بمدى قدرته على عكس أية معلومات جديدة عن الورقة المالية على سعرها حتى لا يتمكن أحد المستثمرين أن يحقق أي أرباح غير عادية من استغلال لأية معلومات لم تكن متوفرة لدى غيره من المستثمرين (موصلي والسلمان، 2013).

⁴ Roberts, H.V. 1959. "Stock-market patterns and financial analysis: methodological suggestions". Journal of Finance, Vol. 14, No.1, pp. 1-11

⁵ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، (د، ت)، ص: 123

وفي ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة بحيث تعكس تماماً القيمة الحقيقية للسهم أي: القيمة السوقية = القيمة الحقيقية. بمعنى أن السهم غير مقيم بأعلى من قيمته (Over Valued) أو بأقل من قيمته (Under Valued) وبالتالي لا يستطيع أي مستثمر بأن يحقق ربحاً غير عادياً يفوق ربح زملائه لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الأوراق المالية محل الصفقة، أي أن كل معلومة جديدة ترد إلى السوق سوف تؤثر من جديد في القيمة السوقية للسهم فإما أن ترفع السعر أو تخفضه (موصلي والسمان، 2013).

4.1. أشكال كفاءة الأسواق المالية:

يتم عادة تعريف الكفاءة في الأدبيات المالية بكونها محصلة لثلاثة أشكال من الكفاءة *:

- **الكفاءة التخصيصية:** تتعلق الكفاءة التخصيصية بالقدرة على إعادة توزيع رأس المال، وعليه يكون السوق كفوّاً من الناحية التخصيصية إذا توفرت لديه القدرة على إعادة توجيه المدخرات نحو أفضل المشاريع الاستثمارية وبالتالي المساهمة في التطور الاقتصادي⁶.
- **الكفاءة التشغيلية:** تتعلق بتكلفة الحصول على رأس المال، إذ تسمح بالالتقاء الأمثل بين طالبي وعارضي الأموال، بشكل يرضي كلا الطرفين، ولها السبب تجعل للوسطاء الماليين دوراً هاماً في إتمام هذه العملية بأقل التكاليف وبأنسب العوائد.
- **الكفاءة المعلوماتية:** يكون السوق كفوّاً إذا عكس سعر الأصل المالي المتداول فيه جميع المعلومات المتعلقة به وبشكل فوري.

5.1. أنواع المعلومات في سوق المال:

في ظل الكفاءة يفترض أن سعر الورقة المالية يعكس المعلومات المالية⁷ المتاحة كافة عن تلك الورقة أما إذا عكست المعلومات بالسوق بعض المعلومات ولم تعكس البعض الآخر ستقل درجة كفاءة السوق. ولقد صنف Fama1970 تلك المعلومات التي يتضمنها سعر الورقة المالية إلى ثلاثة مجموعات على النحو التالي:

- **المعلومات التاريخية:** وهي المعلومات التي تخص فترات سابقة وتكون متاحة للجميع مثل: أسعار الأسهم وأرباحها ونشاط الشركات المصدرة لهذه الأسهم⁸.

⁶ فيصل محمود الشوارة " الإستثمار في بورصة الأوراق المالية " -مرجع سابق ص 50

* لمزيد من الإطلاع والتفصيل، أنظر إلى المراجع التي تم الإعتماد عليها في هذا الجزء وعلى رأسها:

- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص: 121-136.

- هواري سويس، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية في الجزائر، أطروحة دكتوراة غير منشورة، الجزائر،

2007-2008، ص ص: 131-158.

⁷ المعلومة تتكون من مجموعة المعارف التي يملكها المستثمر في وقت معين بما في ذلك ملاحظة أسعار الأسهم والمنتجات المالية الأخرى في السوق، ويستخدمها المستثمر من أجل إدارة المحافظ المالية.

⁸ محمد صالح الحناوي وآخرون " تحليل وتقييم الأوراق المالية" - مرجع سابق- ص 130.

➤ **معلومات جديدة (حالية):** وهي المعلومات السابقة نفسها ولكن يتم الإفصاح عنها في الوقت الراهن، وتكون هذه المعلومات أيضاً متاحة للجميع من خلال ما يتم نشره من تقارير وميزانيات وقوائم مالية إلا أنها قد تحتاج لبعض التفسير والربط المتغيرات.

➤ **معلومات خاصة:** وهذه المعلومات قد لا تكون متاحة للجميع ولكنها تكون قاصرة على البعض دون الآخر وهم من لهم اتصالات بصانعي القرارات في المؤسسات وهنا فمن الضروري التأكيد أن المعلومات الخاصة تأخذ إحدى الصورتين التاليتين⁹:

- الحصول على المعلومات قبل باقي المتعاملين.

- فهم الأثر الحقيقي للمعلومة أكثر من الآخرين.

ويمكن إضافة أنواع أخرى من المعلومات وهي المعلومات المستقبلية أي: المعلومات المتوقع حدوثها في المستقبل. نستنتج تبعاً لهذه المفاهيم أن الأسعار في سوق المال لا تتبع نمطاً معيناً، لأن تطورها من يوم لآخر ليس إلا نتيجة لصدور معلومات جديدة، فإذاً لا علاقة تربط بينها مما يجعل أي عملية تحليل فني مجرد مضیعة للوقت لأنه من المستحيل التنبؤ بالتغيرات المتتالية للأسعار ، وقد شرح "باشولي" هذا بوجود آراء متناقضة تتعلق بتطور الأسعار، ففي الوقت الذي يعتقد فيه المشترون بأن الأسعار سترتفع نجد أن الباعة يعتقدون في انخفاضها ونتيجة لذلك فإن السوق (جمهور المضاربين) لا يمكن أن يعتقد في أية لحظة في أي من الاتجاهين، لأن هناك عدد متساو من البائعين والمشتريين لكل ورقة مالية¹⁰.

وإن لكفاءة سوق المال شقان : شق نظري تمثله "الكفاءة التامة"، وآخر عملي أقرب إلى الواقع تمثله "الكفاءة الاقتصادية"، يتجلى الفرق بينهما في مقدار الفاصل الزمني بين لحظة تدفق المعلومات وانعكاسها على السعر فالكفاءة التامة (النظرية) تشترط عدم وجود فاصل زمني، في حين أن الكفاءة الاقتصادية "الواقعية" تقر بوجود فاصل زمني، قد يطول وقد يقصر، يمكن للسعر خلاله أن يبتعد مؤقتاً عن القيمة الحقيقية، كما قد يتاح لبعض المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية، وعلى هذا الشكل تكون السوق أكثر كفاءة كلما زادت قدرتها على تقليص ذلك الفاصل الزمني¹¹.

مما سبق يظهر جلياً الدور الهام الذي تلعبه المعلومات في سوق المال، فهي تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات الشراء والبيع كونها تحدد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، كما أن كفاءة السوق تتوقف من جهة على مدى توافر المعلومات وعلى سرعة وصولها من جهة أخرى، وتبعاً لهذا تظهر مستويات كفاءة السوق.

⁹ محمد سويلم "إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية"، مصر، الشركة العربية للنشر والتوزيع 1992، ص 324.

¹⁰ الحميد، أيهم محمود 2017، قياس الكفاءة الفنية في المصارف التجارية الخاصة في سورية باستخدام التحليل التطويقي للبيانات، رسالة ماجستير، جامعة حماه، كلية الاقتصاد، سورية.

¹¹ مونية، سلطان 2015، "كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني" دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر.

6.1. مستويات كفاءة السوق أو هنالك من يطلق عليها صيغ الكفاءة¹²، وهي:

الجدول رقم (1) يوضح الصيغ الرئيسية لكفاءة سوق الأوراق المالية:

الفرضية	المفهوم	التأثير
الصيغة الضعيفة للكفاءة	أن المعلومات التاريخية المتعلقة بالتغير في أسعار وأحجام التداول وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية للأسهم، بالإضافة لأية أرقام وأشكال بيانية لحركة السهم التي تمت في الماضي.	أنه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين بناء على تحليل معلومات السجلات التاريخية لأسعار وكميات الأسهم في الماضي، لأن الأسعار لا تتبع نمط معين وإنما حركتها عشوائية وتتغير من فترة إلى أخرى ¹³ .
الصيغة المتوسطة للكفاءة	تعكس الأسعار إلى جانب المعلومات الماضية المعلومات الجديدة المنشورة والمتاحة للجمهور سواء تعلقت بالاقتصاد ككل أو بالمؤسسة مصدرة الورقة المالية أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات، وقد تكون هذه المعلومات قوائم مالية أو محاسبية ¹⁴ ، إعلان عن توزيعات الأرباح أو تجزئة الأسهم أو معلومات تتعلق بالسوق.	لا جدوى من القيام بالتحليلات الأساسية أو الفنية. أي لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين بناء على تحليل هذه المعلومات العامة
الصيغة القوية للكفاءة	أن كافة المعلومات العامة إلى جانب المعلومات الخاصة بغئة معينة وكل ما يمكن معرفته منعكس في الأسعار الحالية للأسهم بصفة كاملة.	لا يمكن لأي مستثمر حتى لو امتلك مهارة في التحليل أن يحقق أرباحاً غير عادية، أي أن المعلومات الخاصة والتي لا يعرفها سوى قلة قليلة من الأشخاص كأعضاء مجلس الإدارة والموجودين داخل الشركة (Insiders) تكون منعكسة بشكل كامل في أسعار الأوراق المالية فيها، وبالتالي سوف يتم تداول الأوراق المالية بأسعارها العادلة دوماً ¹⁵ .

المصدر: مركز البحوث والدراسات، السوق المالية السعودية الواقع والمأمول، ورقة عمل مقدمة إلى اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية، الغرفة التجارية الصناعية بالرياض، 1426؛ ص:9.

¹² Shleifer, A, 2000 "inefficient markets: an introduction to behavioral finance" Clarendon lectures in economics, oxford.p2.

¹³ السيد متولي عبد القادر " الأسواق المالية والنقدية في عامل متغير " -مرجع سابق -ص 107

¹⁴ فيصل محمود الشاورة " الاستثمار في بورصة الأوراق المالية " -مرجع سابق ص 50.

¹⁵ Gitman. L, joehnk. M , investissement et marches financier ,Op.cit, p 410

وبالتالي وفي السوق الكفؤ، الطريقة الوحيدة التي يمكن من خلالها تحقيق أرباح إضافية هي شراء أوراق مالية ذات مخاطرة أعلى.

في أي مستوى من مستويات الكفاءة، سيتم تداول الأوراق المالية وفق السعر الذي يعكس قيمة الورقة الأساسية Fundamental value، والتي يتم حسابها بخصم مجموع التدفقات النقدية المستقبلية للورقة المالية (أي هي القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية المستقبلية)¹⁶.

7.1. الفرضيات الأساسية لنظرية كفاءة الأسواق المالية:

1. يتمتع جميع المستثمرين بالرشادة -العقلانية، هذا يعني أن المستثمرين يسعون إلى تعظيم منفعتهم، كما أن لهم توقعات متجانسة حول الخصائص المالية للأصول المسعرة في السوق، أي عند ورود أي معلومة جديدة تخص ورقة مالية ما، سيأخذ المستثمرون المعلومة فوراً بعين الاعتبار ويقومون بتعديل قراراتهم الاستثمارية من خلال بناء توقعات جديدة حسب نوع المعلومة الواردة سواء برفع السعر المتوقع أو تخفيضه، وبالتالي سوف يتعدل سعر الورقة بشكل فوري بناء على المعلومة الجديدة حتى يصل لقيمتها الحقيقية الجديدة¹⁷.

2. يتصف السوق بمجانية المعلومات وسرعة انتشارها، فالمعلومات متاحة للجميع دون أي تكلفة وهذا ما يعمل على تماثل التوقعات بشأن الحركة المستقبلية للأسعار، حيث يعمل السوق على تزويد المستثمرين بالمعلومات الدقيقة في الوقت المناسب عن كافة الصفقات التي أبرمت من حيث الحجم والسعر، وأن يزودهم بالظروف السائدة في السوق بالنسبة لأسعار الأوراق المالية المتداولة والتي تعكس حقيقة مستوى العرض والطلب لكل الأوراق المالية¹⁸.

3. حرية تامة في تداول الأوراق المالية دون أي قيود ضريبية أو جمركية أو غيرها من الحدود الخاصة بالتداول غير أن هذا الفرض مستحيل التحقق في الواقع ولذا فالأصح القول بأن الفرد يقبل على الاستثمار حين يقدر بأن الربح المتوقع أكبر من تكاليف الصفقات المحتملة.

إذاً فنظرية كفاءة السوق تعتبر بأن تقييم السوق لأي سلعة أو ورقة مالية هو¹⁹ :

1. أفضل تقدير لقيمتها.

2. هو انعكاس تام ودقيق لكافة المعلومات المتاحة.

3. يتغير ويصحح عند ورود معلومات جديدة.

¹⁶Malkiel, Burton G. (2003), The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, Journal of Economic Perspectives, The American Economic Association, USA, Vol. (17), No. (1), P.59.

¹⁷ Lindhe, Emma. (2012), Herd Behavior in Stock Markets: A Nordic Study, Master's Thesis, Lunds University, Sweden, P.7.

¹⁸ محمد سويلم "إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية"، مصر، الشركة العربية للنشر والتوزيع 1992، ص 324.

¹⁹ Shleifer, Andrei. (2000), Op. Cit, P.2.

نقوم الآن بشرح مفهومين أساسيين شكلا الأرضية الصلبة لنظرية الكفاءة خصوصاً أن أحدهما كان السبب وراء الانتقاد الذي تعرضت له لاحقاً، هذين المفهومين هما:

• العقلانية Rationality

• التحكيم/المراجعة Arbitrage

1.7.1. الرشادة – العقلانية²⁰:

يعد كل من "جون فون نيومان John Von Neumann"، و"أوسكار مورغنسترن Oskar" أول من قاما بتأسيس نظرية عامة للخيار العقلاني Morgenstern في مواجهة الخطر²¹ تعدى صداها المجال الاقتصادي، وذلك في المؤلف الذي قاما بنشره عام 1944 تحت عنوان "نظرية الألعاب والسلوك الاقتصادي" حيث ضمناه المسلمات الأولى لمفهوم الخيار العقلاني الذي يشكل الخطوة الأولى في بناء نموذج المنفعة المتوقعة (the expected utility model).

تظهر العقلانية على مستوى سوق المال من جهة في قدرة المستثمرين على بناء توقعات عقلانية وفي قدرتهم على تعظيم منفعتهم المتوقعة من جهة أخرى، أي عند ورود المعلومة الجديدة سوف يقوم جميع المستثمرون بالتنبؤ بسعر الورقة المالية بشكل عقلائي واتخاذ القرار بناء على هذه المعلومة الواردة.

إذ في وسعهم تحديد القيمة الحقيقية لكل أصل والتي تتحدد بمجموع التدفقات المستقبلية المستحقة، حتى إذا وجد في السوق بعض المستثمرين الغير عقلانيين، فإن هذا لا ينعكس من كفاءة السوق بسبب العدد الكبير للتعاملات التي تتم في السوق ولأن قرارات المستثمرين غير مرتبطة ببعضها وإنما عشوائية، وبالتالي يمكن لآثارها أن تلغي بعضها البعض دون أن يكون لها أي وقع على الأسعار وإنما تظل أسعار الأدوات المالية قريبة جداً من قيمتها الأساسية.

يشكل مفهوم التوقعات العقلانية في النظرية المالية جوهر نظرية كفاءة الأسواق، والحديث عن التوقع يقود إلى الحديث عن قاعدة المعطيات التي يتم الاعتماد عليها، هذه الأخيرة تضم جملة من المعلومات يمكن تصنيفها إلى مجموعتين: مجموعة المتغيرات الأساسية التي ترتبط مباشرة بالمتغيرات المدروسة (الأسعار، توزيعات الأرباح... الخ) ومجموعة المتغيرات الإضافية التي من المحتمل أن تؤثر بشكل غير مباشر حين يأخذها الأفراد في الحسبان، إذ يظهر تأثيرها الفعلي حين يتوقع بعض المستثمرين أن غيرهم يعتقد بأن حدثاً ما، في العادة لا علاقة

²⁰ إيهاب الدسوقي "اقتصاديات كفاءة البورصة، مصر، دار النهضة العربية، ص 333.

²¹ يفرق كل من Robert Merton و Zvi Bodie في كتابهما "Finance" "بين كل من الخطر وعدم اليقين، فهما يريان بأن عدم اليقين يعبر عن الحالة التي يجهل فيها المستثمر ما الذي سيحدث بالتحديد في المستقبل، أما الخطر فهو حالة من عدم اليقين يمتد أثرها ليطال الثروة الخاصة للمستثمر.

*جون فون نيومان (1903- 1957) عالم رياضي أمريكي هنغاري، قدم مساهمات واسعة وهامة في كثير من المجالات كالإقتصاد والإعلام الآلي ويعتبر من أهم علماء الرياضيات في التاريخ.

له بالسوق، سيؤثر على حركة الأسعار (وهذا وفقاً لما ينص عليه المعتقد الكلاسيكي للعبة المرآة لكايّنز (Keynes, 1936)²².

2.7.1. التحكيم/المراجعة Arbitrage:

يعتبر Ross هو أول من عرض مفهوم المراجعة/التحكيم عام 1976 ويعتمد على مبدأ أنه إذا ما ظهرت بعض السلوكيات غير العقلانية في السوق، فإن التحكيم كفيل بالعمل على إعادة السوق إلى وضع التوازن، حيث التحكيم هو "الشراء ثم البيع الفوري لأصول متماثلة بهدف الاستفادة من فارق السعر بين العمليتين ويرتكز التحكيم على قانون السعر الوحيد الذي ينص على أنه "في سوق تنافسي يكون لأصليين متماثلين نفس السعر". فإذا كان هناك مستثمرون لا يتمتعون بالرشادة، فحتماً يتمتع بها آخرون ونقصد هنا "المحكمون" The Arbitrators الذين تقود تصرفاتهم إلى إلغاء أثر النوع الأول من المستثمرين، ناهيك عن أن فئة المستثمرين غير العقلانيين محكومة بالزوال على حد قول "ميلتون فريدمان" بفعل الخسائر التي تتكبدها باستمرار والتي تؤدي إلى التناقص التدريجي في ثرواتها وصولاً إلى اختفائها، فقوى السوق هي التي تعمل على إزالة وإقصاء هذه الفئة من المستثمرين. فبالتالي المراجعة هي عملية إعادة التوازن للأسعار حيث²³:

1. المستثمرون العقلانيون يقومون بتحريك الأسعار نحو مستواهم الكفاء.
 2. المستثمرون الغير عقلانيون يقومون بإبعاد الأسعار عن مستواهم الكفاء.
- ويقدم "شيلفر 2000" تعريف كل من شارب وألكسندر الذي قدمه سنة 1990 والذي ينص على أن التحكيم هو الشراء والبيع المتزامن لنفس الورقة المالية أو ورقة مالية مشابهة تماماً للأولى على مستوى سوقين مختلفين وبأكبر سعر ممكن للاستفادة من فرق الأسعار وهي من أنواع المضاربة قليلة المخاطر²⁴.
- إذاً يتجلى من خلال هذه التعاريف أن وظيفة المحكمين هي العمل على تصحيح السعر عند انحرافه مؤقتاً عن قيمته الحقيقية (التي تعكس المعلومات الأساسية حول المؤسسة، ولشرح كيفية حدوث هذه العملية نعطي مثالاً بورقة مالية لها بديل أمثل أي ورقة مالية أخرى بنفس مستوى الخطر النظامي ، يفترض أن يكون لكلا الورقتين نفس السعر عند التوازن، وفي الحالة العكسية تكون هناك إمكانية تحقيق ربح دون تحمل أي خطر من خلال القيام بعمليتين متزامنتين : ببيع الورقة الأعلى وشراء الورقة الأقل ثمناً، فإذا نهج جميع المستثمرين "العقلانيين" هذا

²² Abdel Razek.Y. H 2011 An Overview of Behavioral Finance and Revisiting the Behavioral Life Cycle Hypothesis The IUP Journal of Behavioral Finance, Vol. VIII, No 3 p 14

²³ Andrew W. Lo 2012 Adaptive Markets and the New World Order Financial Analysts Journal Volume 68 Number 2

²⁴ Stephen J. Brown The efficient markets hypothesis: The demise of the demon of chance? Accounting and Finance 51 (2011) 79–95,p 94

السلوك فستؤدي كثرة الطلب على الورقة الأقل سعراً إلى إرتفاع ثمنها، في حين أن كثرة المعروض من الورقة الأعلى سعراً ستؤدي إلى انخفاض ثمنها²⁵.

ففي حال ورقة مالية مقيمة بأعلى من قيمتها الأساسية في السوق overvalued، ستصبح غير مرغوبة من قبل المستثمرين الخبراء (المتقنين) بما أن سعرها يتجاوز القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الصافية، وبالتالي سوف يقومون ببيع هذه الورقة أو بيعها عل مكشوف (أي استعارتها من السوق ثم بيعها وعند انخفاض سعرها يتم اعادتها للاستفادة من سعر البيع) وسيتم شراء ورقة مالية مماثلة بسعر أقل للتحوط من خطرها، وهكذا ومع عملية بيع الورقة المقيمة بأعلى من قيمتها سينخفض سعرها ويعود للقيمة الأساسية.

وبالتالي سيعمل سلوك المحكمين على تساوي سعر كلا الورقتين، بحيث كلما كانت هذه العملية أسرع كان السوق أكثر كفاءة، وعلى مستوى سوق مثالي تعطي جميع الأوراق ذات خطر نظامي متماثل عوائد متماثلة (نفس السعر).

8.1. النتائج المستخلصة من كفاءة أسواق المال:

1. لا يتمتع سوق المال بالذاكرة، حيث لا تحتوي الأسعار الماضية وتغيراتها على أية معلومات حول الأسعار المستقبلية، وبالتالي لا فائدة ترجى من تحليلها لتوقع المستقبل.
2. يمكن الوثوق دائماً في أسعار السوق وهذا لأن سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات المتاحة، وبالنتيجة فإن أي تحليل مالي لن يكون إلا نشاطاً مكلفاً لا يدر أي أرباح.
3. المستثمر مسؤول عن القيام بالتحكيم والتنويع. فلا وجود في السوق الكفو لعلاوة مردودية هدفها مكافأة الأعمال التي في وسع المستثمرين القيام بها بأنفسهم، إذ ليس من حق المستثمر المطالبة بعلاوة خطر في مقابل خطر قابل للإلغاء من خلال التنويع مثلاً.
4. تشكل الأسهم البدائل الأمثل فيما بينها. فباعتبار أن جميع المستثمرين يملكون المعلومات ذاتها وبالتالي لا يوجد أرباح رأسمالية يمكن الاستفادة منها، وباعتبار أن لا أهمية إلا للثنائية "مردودية/خطر" فلن يرغب أي شخص في ورقة مالية تقدم علاوة خطر أقل من تلك التي تقدمها الأوراق الأخرى والعكس، وبالتالي سيتحدد سعر الورقة المالية بناء على علاوة الخطر وليس بناء على العرض والطلب، فعملية بيع كميات كبيرة من الأسهم مثلاً لن تؤدي بالضرورة إلى انخفاض سعرها.

²⁵ Keynes, John Maynard. (1936), The General Theory of Employment, Interest and Money, Palgrave Macmillan, UK, P.161.

ثانياً: أسباب التشكيك في نظرية كفاءة أسواق المال:

1.3. ظهور الحالات الشاذة في أسواق المال، ومن هذه الحالات نذكر التالي:

1.1.3. تناقض الكفاءة:

حيث إذا كان السعر كفوفاً وكانت المعلومات مكلفة فمن العقلاني عدم البحث عن المعلومات، والاكتفاء بملاحظة السعر وإن كان الأمر كذلك فلن يسعى أحد إلى البحث عن المعلومات، وبالنتيجة لن يكون السعر كفوفاً، بمعنى أنه لا يمكن للسعر أن يكون كفوفاً حين تكون المعلومات مكلفة (Grossman & Stiglitz, 1980)، وهذا ما يثبت أن السوق ليس مثالياً (كفوفاً عند المستوى القوي) إذ لا يتطابق السعر مع القيمة الحقيقية وإنما يظل قريباً منه لأجل دفع المستثمرين للبحث عن المعلومات وتحقيق أرباح من فارق السعر²⁶.

2.1.3. سلوك الأسعار لنمط معين على المدى القصير Momentum:

وجد أيضاً كل من تيتمان وجيكاديش أنه خلال فترة بين ستة أشهر إلى سنة كان هنالك ميل لأسعار الأوراق المالية الصاعدة بالصعود أكثر والأوراق الهابطة بالهبوط أكثر، وبالتالي إتباع الأسعار لنمط معين، أي وجود علاقة طردية موجبة بين تغيرات الأسعار الماضية والمستقبلية خلال الأجل القصير، وهذا لا يتوافق مع فرضية السير العشوائي للأسعار.

3.1.3. التذبذب المفرط في الأسعار وظهور الفقاعات السعيرية:

أظهرت أعمال "شيلر" تذبذباً مفرطاً في الأسعار لا يمكن أن يفسر بتغير مماثل في القيم الحقيقية وهذا يتناقض مع ما قاله "فاما" من أن الأسعار قد تبتعد مؤقتاً عن القيم الحقيقية، إذ قد يظهر التذبذب مؤقتاً وبشكل طفيف لكن سرعان ما يصحح، ولعل أشد أوقات التذبذب هي الأزمات التي يعتبرها أنصار الكفاءة "حوادث مؤقتة وشاذة" حسب "مالكايل" وليست إلا نتيجة لسلوك غير عقلاني عابر. ولأجل تفسير هذه التذبذبات قدم أنصار الكفاءة نظرية عقلانية للفقاعات السعيرية فحسبها: "يمكن للفقاعات السعيرية أن تظهر في أسواق المال حتى لو كان سلوك الأفراد عقلانياً" (Malkiel, 2008) إذ من الممكن أن يقبل الأفراد على شراء ورقة مالية بسعر يفوق قيمتها لمجرد اعتقادهم في استعداد أشخاص آخرين لشرائها في المستقبل بسعر أعلى (يفوق السعر الذي تحملوه) وهكذا يتشكل الاتجاه الصعودي، ووفقاً لهذا التصور تكون الفقاعة السعيرية متوافقة مع فرضية التوقعات العقلانية إذ من العقلاني الأخذ في الاعتبار كل ما يحدث في السوق حتى لو تعلق الأمر بظواهر غير قابلة للتفسير (بعبارة أخرى مسaire القطيع).

بعد إثبات وجود تناقضات داخلية في البناء النظري لنموذج الكفاءة، اتجه بعض الباحثين إلى ملاحظة الاختلالات التي انتشرت في أسواق المال وذلك لتوجيه مزيد من الانتقادات لهذه النظرية. فقد لوحظ بأن سلوك الأفراد في الواقع لا يتماشى مع النموذج العلمي وإنما تحكمه مشاعر إنسانية وانحرافات سلوكية خطيرة، أي عند ورود المعلومات الجديدة للسوق لا يعالج جميع الأفراد هذه المعلومات بشكل مماثل للآخر وإنما تحكم الأفراد تحيزات

²⁶ Barros, Gustavo. (2010), Herbert A. Simon and the concept of rationality: Boundaries and procedures, Brazilian Journal of Political Economy, Brazil, vol. 30, P.457.

يتأثر بها بحكم البيئة المحيطة تؤثر على منطقية قراره وطريقة معالجته للأمور وبالتالي لا تكون الأسعار الفعلية متماثلة للأسعار المتوقعة للورقة المالية بسبب هذه التحيزات وعدم القدرة على التنبؤ بسلوكيات الأفراد وأسبابها، وبالتالي يتم تحقيق أرباح غير عادية أي يصبح السوق غير كفؤ.

ومن جملة الانحرافات التي توجه سلوك الإنسان نذكر²⁷: الثقة المفرطة، صعوبة إدراك الخسائر، التقليد واتباع القطيع الذي يجعل هذه الانحرافات تنتشر لتصبح سلوك الأغلبية لا القلة، "الغير العقلانية" التي حكم عليها "فريدمان" بالإقصاء والخروج من السوق.

بذلك ارتبطت فرضية كفاءة السوق باسم الاقتصادي Fama والذي تابع الدفاع عن فرضيته، وذلك على الرغم من ظهور الكثير من المنتقدين الذين رأوا بعض نقاط الضعف في الإطار النظري لهذه الفرضية، وخاصة في ظل ظهور عدد من الشذوذات في الأسواق المالية والتي مكنت الكثير من المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية لا يمكن تفسيرها عن طريق فرضية الكفاءة ولا حتى عن طريق نماذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدية وكذلك الأزمات المالية الكبيرة التي حدثت نذكر منها حديثاً الأزمة المالية العالمية عام 2008.

إن هذا الواقع البعيد عن النظرية هو ما أدى إلى ظهور اتجاه جديد في البحث هدفه تفسير الممارسات الملاحظة في الواقع والسعي إلى نمذجة واقعية للسلوك البشري.

2.3. التشوهات الملاحظة في الأسواق المالية كسبب رئيسي للتشكيك في فرضية كفاءة الأسواق

المالية:

تقوم فرضية كفاءة الأسواق المالية على دراسة سلوك السوق المالي في حالته المثالية فهي تهتم بما يجب أن يكون عليه السوق المالي لا ما هو عليه في الحقيقة، ولهذا وجد في السوق العديد من الظواهر المالية تتنافى مع مبدأ العقلانية، وعجزت فرضية كفاءة الأسواق المالية عن تفسيرها²⁸.

حيث كما ذكرنا أثبتت العديد من الدراسات والأحداث الاقتصادية وجود خروقات لنظرية الكفاءة، وهو ما أطلق عليه اسم التشوهات وقد أشار "أندري أورليان في مقاله (2004) إلى أن مصطلح التشوهات يستعمل في الأدبيات المالية للدلالة على بعض الوضعيات التي يلاحظ فيها خرق لنظرية الكفاءة²⁹. كما عرف "أكتاس" التشوهات بكونها: فروق معتبرة ومستمرة بين العوائد الملاحظة والعوائد النظرية.

إن تواجد الحالات الشاذة في الأسواق المالية دليل على عدم كفاءة الأسواق ولكن في نفس الوقت هذه الحالات الشاذة تبين قصور نموذج تسعير الأصول المالية في تفسير العوائد، إذ أن هذا النموذج ينص على أن

²⁷ DIMSON, E.; MUSSAVIAN, M. A Brief History of Market Efficiency. European Financial Management. Vol. 4, No. 1, 1998.

SEWELL, M. History of the Efficient Market Hypothesis. UCL Research, 2011

²⁸ Jayanth R Varma (2011) Finance Teaching and Research After the Global Financial Crisis VIKALPA VOLUME 36, NO 4, OCTOBER – DECEMBER 2011, p10.

²⁹ Frankfurter. G. M, McGoun. E.G (2001)"Anomalies in finance what are they and what are they good for?" International Review of Financial Analysis p409

عوائد الأصول تتأثر بعامل واحد ووحيد هو الخطر، فـنموذج CAPM يعتمد على فكرة مفادها أن توقعات العوائد للأصول المالية هي مرتفعة مقارنة بالعوائد المتوقعة لأصول مالية أخرى ذات خطر أقل ارتفاعاً.

- **التشوهات الملاحظة في أسواق المال:** يندرج أكبر عدد من التشوهات تحت ما يطلق عليه اسم "التشوهات الموسمية"³⁰ إذ يظهر خلافاً لما تنص عليه نظرية الكفاءة أنه من الممكن التنبؤ بالسعر خلال بعض الفترات والمواسم، ونذكر من بين هذه التشوهات:

1.2.3. التشوهات الموسمية:

1.1.2.3. أثر نهاية الأسبوع The Weekend Effect:

لقد وجد كل من "فرانش" (1980) Frensh و غيونسز و هاس (1981) Gibbons & Hes بأن معدلات مردودية الأوراق المالية تكون سالبة يوم الاثنين وموجبة في نهاية الأسبوع (بمعنى أن السعر يميل إلى الانخفاض يوم الاثنين وخاصة في الساعة الأولى من التداول، ويرتفع يوم الجمعة).³¹ وهناك من يطلق على ما يحدث في نهاية الأسبوع بأثر نهاية الأسبوع weekend effect وعلى هذا إذا قام المستثمر بشراء الأسهم عند الإقفال يوم الاثنين، ثم قام ببيعها عند الإقفال يوم الجمعة فيمكن له أن يحقق مكاسب نظامية، غير أن الملاحظ في الواقع أن إتباع هذه الإستراتيجية لا يسمح بتغطية تكاليف الصفقات المترتبة عنها³² (Ariss, 2011).

2.1.2.3. أثر نهاية السنة (January effect):

لقد لوحظ بأن أكثر العوائد يتم الحصول عليها في شهر يناير مقارنة بأي شهر آخر خلال السنة، ولذا من المربح الشراء في نهاية ديسمبر وإعادة البيع في نهاية يناير. وقد تم تفسير هذا الأثر في ظل نظرية الكفاءة بأثر الجبابة، إذ يعمل المستثمرون في نهاية السنة على تقليل الوعاء الضريبي (النتيجة الخاضعة للضريبة) فيقومون ببيع الأسهم الخاسرة في نهاية ديسمبر (tax losses to offset their capital gains).

و يظهر هذا الأثر في الشركات الصغيرة أكثر من الشركات الكبيرة و المتوسطة ويؤدي ذلك إلى ارتفاع عوائد شهر يناير لعدم رغبة الأفراد ببيع الأسهم خلال هذا الشهر.

3.1.2.3. آثار الشهور والأيام:

لوحظ في أسواق المال أن الأسعار تميل إلى الارتفاع عشية أيام العطل، وأيام الأربعاء، والأمر ذاته لوحظ بالنسبة للأشهر، إذ ترتفع الأسعار خلال 15 يوم الأولى من كل شهر، وتتنخفض في 15 يوم الأخيرة أو ما يطلق عليه أيضاً بـ "أثر تغير الشهر" (Ariel, 1987).

³⁰ Frankfurter. G. M, McGoun. E.G (2001) "Anomalies in finance what are they and what are they good for?" International Review of Financial Analysis p409

³¹ Gibbons, M. and HeS, (1981) " Day of the week effects and asset returns " journal of business vol. 54 , n° 4 p594, 59

³² الحموي، سيرين 2016، "تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم" – دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية، ص28.

إن إثبات وجود مثل هذه التشوهات الموسمية، سيجعل المستثمرين العقلانيين يقبلون على اغتنامها إذ تمثل بالنسبة لهم فرصاً لتحقيق أرباح غير عادية، غير أن التنافس لاغتنامها سيعمل على اختفائها بفعل "أثر التعلم" وهذا يتوافق مع ما قاله مالكايل (Malkiel 2003) يبدو أن أثر جانفي قد اختفى بسرعة بعد اكتشافه³³.

كما أن السؤال الذي يطرح هنا هو: "هل في الإمكان الاستفادة من هذه الظواهر لأجل تحقيق أرباح غير عادية؟ إذ يبدو من الملاحظة أن العكس هو الصحيح بالأخذ في الاعتبار تكاليف الصفقات وقلة سيولة الأوراق المعنية. بالإضافة إلى التشوهات الموسمية، لوحظ أيضاً:

2.2.3. أثر الحجم:

أوضح "بانز (Banz, 1981) أنه وبالنسبة لأوراق مالية لها نفس معدل الخطر β نجد بأن عوائد المؤسسات المسعرة صغيرة الحجم (ذات رسملة بورصية صغيرة) تفوق عوائد المؤسسات كبيرة الحجم³⁴، وهذا يعد خرقاً لنظرية الكفاءة. فارتفاع علاوة الخطر يعني بأن هذه المؤسسات تواجه إضافة إلى الخطر النظامي خطراً من نوع آخر، وفي محاولة لتفسير هذا الأثر، اقترح بأن هذا الخطر الإضافي هو "خطر السيولة"، فباعتبار قلة حجم التداول اليومي لأوراق هذه المؤسسات، فإن أي أمر لبيع أو شراء مجموعة من أوراقها يمكن أن يتسبب في تذبذب كبير للسعر وهذا ما يجعل هذا النوع من الأوراق غير مرغوب فيه من قبل معظم المستثمرين ، وقد لوحظ أيضاً اختفاء هذا الأثر عقب الإعلان عنه لأول مرة.

3.2.3. أثر الزخم Momentum :

لوحظ على مستوى سوق المال بأن الأسهم التي شهدت أسعارها ارتفاعاً في الماضي تميل إلى إعطاء أفضل العوائد في المستقبل والعكس (Bange & Miller, 2004)، وهذا يعد خرقاً لنظرية الكفاءة لأنه في سوق كفؤ من المستحيل أن تتبع الأسعار نمطاً محدداً لأنها تسلك سيرورة عشوائية³⁵

4.2.3. أثر إدماج ورقة مالية في مؤشر الأسعار:

لقد لوحظ ارتفاع سعر الورقة المالية عند إدماجها في مؤشر الأسعار، وهذه الزيادة قد تصل إلى 3% حسب شليفير (Shleifer 1986)، فكيف يمكن تفسير هذه الزيادة استناداً إلى العوامل الأساسية للمؤسسة؟ ناهيك عن أن هذا يتناقض مع النتيجة المتوصل إليها في نظرية الكفاءة والتي تنص على أن الأوراق تشكل البديل الأمثل فيما بينها³⁶.

³³ Malkiel (2003) The Efficient Market Hypothesis and Its Critics CEPS Working Paper No. 91 p9

³⁴ Banz .R (1981) « the relationship between return and market value of common stocks » journal of financial economics 9(1981) 3-18 north – holland publishing company p3

³⁵ OPREA (2013) Anomalies on the capital markets from the former communist European countries Theoretical and Applied Economics Volume XX (2013), No. 11(588), pp. 102

³⁶ Fama, E. F. and French, K. R. (1993) Common risk factors in the returns on stocks and bonds, Journal of Financial Economics, 54, 3-56.

5.2.3. أثر الدخول إلى البورصة:

لقد لاحظ إيبوتسن (Ibbotson, 1975) بأنه عادة ما يتم تقييم المؤسسات التي تدخل إلى السوق للمرة الأولى بأقل من قيمتها الحقيقية، غير أن هذه المؤسسات تعطي أفضل العوائد مقارنة بالسوق وذلك على المدى القصير، ثم يشهد أداؤها تراجعاً على المدى الطويل) خمس سنوات (، ويصعب تفسير كلا الظاهرتين في ظل نظرية الكفاءة.

6.2.3. التذبذب المفرط:

لقد حاول شيلر معرفة ما إذا كان في وسع التغيرات في توزيعات الأرباح تفسير التذبذب في أسعار السوق، وذلك باعتبارها المتغير الأساسي الذي يفسر قيمة الأسهم في النظرية التقليدية لذلك قام بدراسة العلاقة بين تباين أسعار السوق وتباين القيمة الحقيقية للأسهم، لاحظ عندها أن تذبذب أسعار السوق يفوق بكثير تذبذب القيمة الحقيقية³⁷.

لقد أدت هذه التشوهات الملاحظة إلى جانب الهزات العنيفة والمتكررة التي شهدتها أسواق المال إلى زعزعة الثقة في نظرية كفاءة الأسواق، وفي قدرتها على تفسير هذه الظواهر الشاذة وتقديم حلول لتجاوزها. ونتيجة لهذا بدأ اتجاه جديد في البروز (أو العودة من جديد) محاولاً الحلول مكان نظرية الكفاءة، مؤسسوه هم من أنصار التيار السلوكي، أو ما أصبح يعرف حديثاً بـ "المالية السلوكية". يشكل هذا الاتجاه الجديد موضوع دراستنا وحديثنا في بقية هذا المبحث³⁸.

³⁷ Yalçın. K. C ,2010 Market Rationality: Efficient Market Hypothesis versus Market Anomalies"European Journal of Economic and Political Studies p31

³⁸ كاملة، رزان رفعت(2019) "أثر العوامل السلوكية على صنع القرار الاستثماري لدى المستثمر الفرد" - حالة سوق دمشق للأوراق المالية، ماجستير، جامعة تشرين، كلية الاقتصاد، سورية.

المبحث الثاني: النظرية المالية السلوكية الحديثة

تمهيد:

ستناول في هذا الفصل النظرية المالية الحديثة والتي استطاعت أن تتحدى مختلف النظريات التقليدية بتخطيها لفكرة العقلانية ودراستها لسلوك المستثمرين والعوامل المؤثرة على اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية، فمن خلال الفصل الموالي سنعرض لمحة تاريخية عن النظرية المالية السلوكية، علماً أن هذه النظرية الحديثة لها جذور قديمة.

مقدمة:

بالرغم من كثرة الأدلة على كفاءة سوق المال، إلا أن الباحثين قاموا بتسليط الضوء على بعض التناقضات داخل نموذج الكفاءة كان أهمها تناقض "غروسمان" و"ستيجليتز" (1980) إلى جانب ملاحظة تشوهات كثيرة عند تطبيق هذه النظرية في الواقع؛ كأثر نهاية الأسبوع، أثر الحجم والتذبذب المفرد... الخ. فقد أثبتت الدراسات وجود اختلالات مستمرة وسلوكيات بعيدة تماماً عن العقلانية وعما تنص عليه النظرية كما سبق وتم الإشارة إليها. وفي محاولة لتفسير هذه التشوهات، سلك بعض الباحثين منحى جديداً في البحث، أساسه المزوجة بين المالية وعلم النفس أثمر في التوصل إلى ما أصبح يعرف اليوم بـ "المالية السلوكية".

ولقد تمحورت فلسفة "المالية السلوكية" على وصف مجموعة من الظواهر التي قد تؤثر على سلوك الأفراد في سوق المال باستعمال أدبيات ومصطلحات علم النفس، وخاصة تلك التي عجزت النظرية التقليدية عن تفسيرها، ثم السعي إلى اقتراح نموذج يأخذ في الاعتبار هذا الجانب النفسي.

فعندما نتحدث عن علم التمويل السلوكي القديم فإننا نقصد بذلك أولئك الاقتصاديين الذين ظهروا بعد مرحلة الحرب العالمية الثانية، والذين كانوا بشكل عام مستأوون من الاقتصاد التقليدي، وذات رغبة بتطوير بديل يكون أكثر واقعية.

أراد هؤلاء المؤسسين أن يستبدلوا النموذج الاقتصادي القديم بأخر أكثر واقعية، كذلك فقد حاولوا أن يزيّدوا القوة التفسيرية للاقتصاد من خلال إعطائه المزيد من الأساس السيكلوجي (النفسي) الواقعي. فبينما كان الاقتصاديون التقليديون يستنبطون مبادئ علم الاقتصاد من خصائص الطبيعة الإنسانية، مفترضين أن تكون صحيحة في جميع الأوقات، وفي جميع الظروف، جاء هؤلاء الاقتصاديون وحاولوا أن يشرحوا السلوك الحقيقي للوكلاء الاقتصاديين³⁹.

أما أهم المفكرون الاقتصاديون ضمن المدرسة السلوكية الحديثة والذين ارتكزوا في أبحاثهم على الإسهامات التي قدمها رواد المدرسة السلوكية القديمة، وقاموا بتطوير بدائل واقعية تناسب السلوك البشري الفعلي. فقد تكللت نتاجاتهم الفكرية في هذا المضمار بنيل العديد منهم جائزة نوبل للاقتصاد عن إسهاماتهم القيمة في مجال علم التمويل السلوكي، من أهمهم:

³⁹Laibson, David and Zeckhauser, Richard. (1998), Amos Tversky and the ascent of behavioral economics, Journal of Risk and Uncertainty, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, the Netherlands, Vol. (16).P.8.

🚩 دانيال كانمان وآموس تيفريسكي Amos Tversky and Daniel Kahneman:

دانيال كانمان هو عالم نفس أمريكي ولد عام 1934 اشتهر بأبحاثه حول نفسية المستثمر لدى اتخاذ القرار وكذلك قدم العديد من الأبحاث الهامة حول علم الاقتصاد السلوكي. حصل على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 2002 بالاشتراك مع فيرنون سميث كنتيجة لبحته حول نقض عقلانية الافراد التي قدمتها النظرية الاقتصادية التقليدية.

أما تفرسكي فهو عالم نفس أمريكي ولد عام 1937. انصبت أبحاثه حول علم النفس المعرفي والرياضي. قدم الكثير من الأبحاث مع دانيال كانمان حول التحيزات الإدراكية للطبيعة البشرية، وكيفية اتخاذ القرار في ظل عدم التأكد والخطر.

🚩 ريتشارد ثالر Richard Thaler:

ثالر عالم اقتصاد أمريكي ولد عام 1945. تميز في بحثه في العلوم السلوكية والاقتصاد في كلية بوث لإدارة الأعمال بجامعة شيكاغو. كان ثالر رئيس الرابطة الاقتصادية الأمريكية في عام 2015. يرجع إليه الفضل في إدخال الجانب النفسي في مجال المالية. نال جائزة نوبل للاقتصاد عام 2017 عن إسهاماته الهامة في مجال علم الاقتصاد السلوكي، علماً أنه حصل على شهادة الدكتوراه في علم الاقتصاد وليس في علم النفس. وقد بدأ ثالر بداية الأمر بمراقبة سلوك الأفراد من حوله الذي يتخذون وفقه قراراتهم في الحياة الفعلية وأحاط علماً بالطرق المختلفة التي انحرفوا بها عن المثالية التي تحدثت عنها نظرية الاختيار الاقتصادي التقليدية.

هذا وقد شارك ثالر في تأليف كتاب بعنوان "التنبه" (Nudge) الذي حقق أعلى المبيعات، وبحث في الأسباب التي تدفع الأشخاص للاختيارات السيئة أو غير العقلانية في قراراتهم الاقتصادية. ودفعت أبحاث البروفيسور ثالر بريطانيا إلى تأسيس "وحدة للتنبه" خلال ولاية رئيس الوزراء ديفيد كامرون. وجرى إنشاء هذه الوحدة في عام 2010 للتوصل إلى سبل إبداعية لتغيير السلوك العام ولديها مكاتب في بريطانيا ونيويورك وسنغافورة وسيدني. وقد أسفرت جهود ثالر خلال السنوات الماضية عن نيله جائزة نوبل للاقتصاد عام 2017 بوصفه أحد الأباء المؤسسين لعلم التمويل السلوكي.

🚩 روبرت شيلر Robert Shiller:

روبرت جيمس شيلر ولد عام 1946، وهو اقتصادي أمريكي بارز وأستاذ في جامعة ييل وباحث في المكتب القومي للأبحاث الاقتصادية، شيلر يعتبر من أهم 100 اقتصادي تأثيراً في العالم ومن أكثر المؤلفين رواجاً. حصل على جائزة نوبل عام 2013 عن (التحليل التجريبي للأصول الاقتصادية).

قضى روبرت شيلر الكثير من حياته الأكاديمية في دراسة الفقاعات أو ما يسمى ب (حالات الانتعاش المؤقتة) التي تنشأ في أسعار الأصول لاسيما الأسهم والسندات وأسعار المساكن.

وعليه جاء كتابه الوفرة اللاعقلانية (Irrational Exuberance) ليتكلم عن تلك الفقاعات وتحديداً في الفترة التي كان يسيطر عليها انتعاش شركة الدوت كوم (شركة الانترنت)، أي الارتفاع المفاجئ لأسعار الأسهم مما أدى بالنهاية إلى انقلاب الأوضاع في عام 2001 حيث بدأت فترة الركود في الولايات المتحدة الأميركية ومن ثم انفجرت

تلك الفقاعة. موضحاً من خلاله كيف يمكن أن تكون نماذج ردود الفعل مصدراً أساسياً للكثير من "العشوائية" التي لا يمكن تفسيرها والتي نراها في أسعار السوق المالية⁴⁰.

وكتابه الشهير (Animal Spirits) الذي ألفه بالتعاون مع جورج أكريلوف يعتبر مرجعاً هاماً وملهماً لكثير من الباحثين في علم التمويل السلوكي. حيث وضح فيه كيف يمكن لعوامل مثل الثقة والعدالة والمساواة أن تلعب دوراً محورياً في الحياة الاقتصادية. مؤكداً على أنه إذا تمت هندسة العوامل البشرية "human-factors-engineered" عندها فقط سيعمل السوق بشكل جيد وسيبتعد قدر المستطاع عن الفقاعات التي تتولد عن عوامل نفسية⁴¹.

أولاً: المالية السلوكية الحديثة، مفهومها، ماهيتها وأهم فرضياتها:

1.1.5. لمحة تاريخية عن المالية السلوكية الحديثة:

نشأ الاقتصاد السلوكي بمفهومه الشامل؛ والتي تعتبر المالية السلوكية فرع من فروعها، منذ فترة طويلة جداً، إلا أن نشأته الحديثة بالصورة الحالية تعود إلى العالم كانمان "Daniel Kahneman" وتفيرسكي "Amos Tversky"، الذين بدأوا دراسة انحيازات الحس أو ما يُطلق عليه "Biases of intuition" وهي عبارة عن الانحيازات التي تؤثر في اتخاذ القرارات، وذلك بغرض معرفة وتحسين الأخطاء التي يقع فيها الآخرون عند إصدار الأحكام والقرارات.

وبالتالي عند تتبع التاريخ لموضوع المالية السلوكية يتبين لنا أنه ليس حديث العهد في تاريخ المالية، فقد تم تقديمه كمنهج علمي في أكثر من حقبة تاريخية لكن لم يلقى القبول العلمي لانفتاحه إلى النموذج العلمي لوصف سلوك الأفراد، فقد أشار (Zola) عام 1891 في كتابه النقود الذي أوضح العلاقة بين السلوك والمالية، والذي ركز من خلاله على نوبات الهلع الجماعية التي تنتاب المستثمرين عند قدوم معلومات جديدة لم تكن سوا إشاعات لا أساس لها من الصحة.

وفي عام 1947 قدم كلا من Von Neuman و Movgenstern نظريتهما "المنفعة المتوقعة" التي مثلت وصفاً علمياً لسلوك الأفراد، فقامت النظرية على الافتراض الآتي (يتمتع الأفراد بإدراك واضح، وهم واعون بتفضيلاته، ويقومون في كل الظروف بحساب دقيق للعوائد المالية المحتملة مقابل الخط المحتمل) وفي عقد الثمانينات بدأ التيار السلوكي بالظهور وقد تم الاعتراف به كتيار جديد منافس لنظرية السوق الكفوة (Suryawanshi & Jumle) (2016).

وكان الاقتصادي الشهير آدم سميث Adam Smith أول من تطرق إلى تأثير العوامل النفسية على اتخاذ القرارات في كتابه "نظرية المشاعر الأخلاقية" عام 1759، لكن أجيالاً من الاقتصاديين تجاهلوا تأثير العامل غير العقلاني على اتخاذ القرارات لأنه يُصعب من عملية التنبؤ بالسلوك الإنساني، إلا أن الاقتصاد السلوكي عاد إلى

⁴⁰ Shiller, Robert. (2003), From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance, The Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, USA, Vol. (17), No.(1), PP. 91-93.

⁴¹ Shiller, Robert. (2014), Speculative Asset Prices, American Economic Review Journal, USA, Vol. (104), No.(6), P.1486.

الأذهان في القرن العشرين بعد دراسة تأثير العوامل الإنسانية على حدوث الكساد العظيم عام 1929 ومساهمات عدد من الباحثين الاقتصاديين منهم البروفيسور دانييل كانمان Daniel Kahneman الذي حاز على جائزة نوبل عام 2002 لمساهمته في دمج التحليل الاقتصادي مع علم النفس، حينها تم الاعتراف رسمياً بوجوده كتيار جديد منافس لنظرية الكفاءة.

وبالتالي برز هذا الفرع الحديث نسبياً والذي يسمى الاقتصاد السلوكي Behavioral Economics وهو منهج حديث من مناهج التحليل الاقتصادي يتقاطع فيه علم النفس مع الاقتصاد حيث يركز على فهم العوامل النفسية والاجتماعية المرتبطة بعملية اتخاذ القرارات الاقتصادية لدى الأفراد، وهي قرارات في معظمها قرارات غير عقلانية لا تخضع للنماذج المنطقية الرياضية التي يفترضها الاقتصاديون، حيث تعتبر المالية السلوكية Behavioural Finance فرع من فروع الاقتصاد السلوكي Behavioral Economics.

بدأ أيضاً هذا الفرع من الاقتصاد بالدخول إلى عملية صنع السياسات العامة في الكثير من الدول، فأسست الحكومة البريطانية فريقاً "لفهم وتسخير السلوكيات"، كما أسست الحكومة الأمريكية فريقاً للهدف نفسه في البيت الأبيض، ورصدت العديد من التقارير الدولية مثل تقرير منظمة الاقتصاد والتعاون والتنمية "OECD" والمفوضية الأوروبية تطوراً ملحوظاً في العديد من المجالات في استخدام السياسات السلوكية لتحسين حياة المواطنين.

وبالتالي يمكن القول أن الاقتصاد السلوكي من الممكن أن يطبق في النواحي التالية:

- **الاستدلال والأساليب البحثية:** يعد هذا هو التطبيق الأشهر للاقتصاد السلوكي، حيث يتم من خلاله دراسة سيكولوجية الأشخاص والشركات بغرض تحليل وتجربة القرارات.
- **التمويل السلوكي:** يمكن تطبيق الاقتصاد السلوكي أيضاً على التمويل السلوكي بهدف تفسير أسباب اتخاذ المستثمرين لتلك القرارات المتهورة المتعلقة بالاستثمار والتداول في أسواق المال.
- **زيادة المبيعات:** حيث يمكن للشركات زيادة مبيعاتها من خلال الاقتصاد السلوكي أيضاً، مثال على ذلك شركة Apple، في عام 2007 كان سعر هاتف ال "آيفون" بذاكرة 8 جيجا هو 600 دولار، ثم انخفض السعر سريعاً ليصبح 400 دولار، ولكن ماذا لو تم طرح الهاتف في السوق من البداية بسعر 400 دولار؟ ربما ستكون ردة الفعل سلبية، أما بهذه الطريقة فإن المستهلكين اعتبروا أنهم حصلوا على صفقة رابحة بعد تخفيض السعر، وبالتالي زادت المبيعات بشكل كبير.

2.1.5 مفهوم وماهية الاقتصاد والتمويل السلوكي:

يُعرف الاقتصاد السلوكي بكونه العلم الذي يجمع بين الاقتصاد وعلم النفس بغرض دراسة وفهم آليات صنع القرار التي يتخذها الأفراد والشركات. وهو من أكثر المجالات الهامة التي يؤكد الاقتصاديون دائماً على دوره في التنمية، ولا يقتصر دوره فقط على الاقتصاد وإنما على مجالات أخرى كثيرة مثل السياسة، وآلية فرض وجمع ضرائب الدولة، وقد نجحت تطبيقات الاقتصاد السلوكي في الكثير من الدول منها استراليا وأمريكا، وبعض الدول العربية أيضاً مثل لبنان، مما جعل الكثير من الدول الأخرى تسعى إلى تطبيقه والاستفادة منه.

فعملية الاستثمار ليست نتيجة قرار يتسم بالعقلانية التامة، أساسه عملية تحليل لكل المعطيات الأساسية كالمعدلات أو الأرباح أو تطور السوق، إذ يقر المحللون في هذا الصدد ويعترفون بأثر العوامل غير العقلانية كالإفراط في الثقة، التقليد والمحاكاة، أخطاء الإدراك، الخوف من الخسارة وغيرها على تشكل الأسعار في البورصة، وقد جاءت المالية السلوكية لأجل دراسة هذا المقدار من عدم الرشادة الذي يشوب عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية و المالية.

ويرى ثالر (1999) Thaler أنه من الضروري التمييز بين نوعين من المستثمرين؛ أولاً: المستثمر العقلاني بشكل تام والغير متواجد فعلياً. الثاني: المستثمر الشبه-عقلاني والذي يحاول اتخاذ قرارات استثمارية جيدة ولكن من الممكن أن يصبح عرضة لأخطاء يمكن التنبؤ بها، وهذا النوع من المستثمرين هو الذي يجب أن يتم أخذه بعين الاعتبار ضمن أبحاث التمويل السلوكي⁴².

إذا ما هي المالية السلوكية؟

يمكن القول إن المالية السلوكية هي جانب جديد من جوانب العلوم المالية، تدرس الظواهر الاجتماعية والنفسية والعاطفية للمستثمرين في عملية اتخاذ القرارات المالية والاقتصادية، حيث تهتم بتصرفات الأفراد والمؤسسات غير العقلانية وكيفية تجميعهم للمعلومات وآلية استخدامها، وتهدف إلى الفهم والتنبؤ بحركة أسواق رأس المال بالاعتماد على الجوانب التطبيقية والنفسية. وبذلك فإن المالية السلوكية تمثل دمج بين العلوم المالية والعلوم الاجتماعية الأخرى (علم الاجتماع، علم النفس) لأجل التعمق أكثر في فهم وتفسير الظواهر غير العقلانية التي تحدث في أسواق رأس المال⁴³.

فعلم المالية السلوكية يعتمد على علم النفس في تفسير القرارات المالية التي يتخذها المستثمرين وتوضيح لماذا يقوم الأفراد ببيع أو شراء الأسهم والأدوات المالية المختلفة، أو حتى لماذا لا يقومون بشراء الأسهم و الأدوات المالية الأخرى على الإطلاق؟

حيث قد لا يكون من الممكن التنبؤ بالسلوك بناء على عادات الأفراد، قد يكون هنالك بعض العوامل الأخرى التي من الممكن أن تؤثر عليه. فسلوك الأفراد يعتمد على محددتين اثنتين، وهما التأثيرات الفردية (عوامل شخصية) والتأثيرات الاجتماعية (الضغوط الاجتماعية التي يواجهها الفرد).⁴⁴

ويمكن الفرق الرئيسي بين الاقتصاد السلوكي والمالية السلوكية، أن الاقتصاد السلوكي يتناول دراسة سلوكيات الأفراد وتصرفاتهم إزاء النقود، العمل، النفقات والتوظيفات... إلخ، أما المالية السلوكية تحديداً فهي تطبيق لعلم نفس الأفراد والجماعات على المالية، أي تعد المالية السلوكية جزءاً لا يتجزأ من الاقتصاد السلوكي.

⁴² Thaler, Richard & Sunstein, R. (2011), Nudge, P.154

⁴³ Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2000). What is behavioral finance? Business, Education and Technology Journal, 2(2), p. 02

⁴⁴ Kytlar, M., Acar, O (2009) « behavioural finance and the study of the irrational financial choices of credit card users » annales universitatis apulensis series oeconomica p. 459

اختصر (Russell J. Fuller, 2000) تعريف المالية السلوكية في النقاط التالية:

- المالية السلوكية هي دمج للاقتصاد الكلاسيكي والمالية مع علم النفس وعلم اتخاذ القرار .
- المالية السلوكية هي محاولة لتفسير ما يسبب بعض الحالات الشاذة التي لوحظت وذكرت في أدبيات المالية.
- المالية السلوكية هي دراسة لكيف يمكن للمستثمر أن يرتكب أخطاءً منهجية أو أخطاءً ذهنية في الحكم.

وبالتالي فإن مضمون المالية السلوكية يتلخص في الجدول التالي:

المالية السلوكية = علم المالية + علم النفس (متعدد التخصصات)
الإجابة على التساؤلات (تحدي لنظرية المالية التقليدية): الانحرافات أو التشوهات، اللاعقلانية، الأسواق غير عقلانية، فقاعات، اتخاذ القرارات
الأساسيات: علم النفس المعرفي، محدودية المراجعة، نظرية التوقع، عاطفة المستثمرين (التمثيل، تحيز الاتاحة، الثقة المفرطة) تفضيلات سلوكية (النفور من الخسارة، المحاسبة العقلية)
الأطراف ذوي العلاقة: المستثمرين، الأفراد، المؤسسات، المديرين، وكالات التنظيم، الحكومة
مجالات تطبيق المالية السلوكية: تسعير الأصول المالية، إدارة المحافظ المالية، تمويل المؤسسات، تنظيم السوق المالي

Source: Nardy, A., & Fama, R. (2013). Behavioral Finance from 2001-2012: Concepts, Themes and Academic Production. International Journal of Humanities and Social Science, 3(19), p. 242

❖ وبالتالي يمكن تلخيص الأفكار الأساسية التي جاء بها هذا التيار في النقاط التالية:

- 1- تعمل المالية السلوكية على سدّ الفجوة بين النظرية المالية والواقع العملي، فهي تبحث في مجال العوامل الإدراكية cognitive والمشاعر وتأثيرها على الأفراد والمحليلين الماليين والمتعاملين بأسواق رأس المال.
- 2- تحاول نظرية المالية السلوكية تجاوز القصور الذي ظهر في نظرية المالية التقليدية بسبب عجزها عن تفسير التشوهات والحالات الغير عادية الملاحظة في الأسواق كإمكانية التنبؤ بمردودية الأسهم، الارتفاعات غير العادية لمبلغ علاوات الخطر في أسواق الأسهم...الخ. حيث تساعد في تفسير لماذا وكيف - يمكن أن تكون الأسواق غير كفؤة⁴⁵.

⁴⁵ Akerlof, George .A and Shiller, Robert.J. (2009), Animal Spirits, Princeton University Press, USA, P.27-28.

3- القيام بتحديد مجموعة من الظواهر التي قد تؤثر على سلوك الأفراد في أسواق المال، وذلك باستعمال مصطلحات علم النفس كالتمثيل، الارتكاز، والثقة المفرطة.... إلخ، ومحاولة اقتراح نمذجة تأخذ في الاعتبار نفسية المستثمرين لأجل فهم أفضل للقوى التي تحكم السوق⁴⁶.

إذاً المالية السلوكية تنطلق من ملاحظة ما يحدث في سوق المال من اختلالات، ثم تحاول تفسيرها ونمذجتها، فهي تنطلق من تفسير الواقع لبناء النظرية (نظرية تفسيرية للواقع) عكس نظرية الكفاءة التي تتصف بكونها نظرية معيارية تنطلق من البناء النظري وتحاول فرضه على الواقع، وبذلك فإن مساعي المالية السلوكية هو تقليص الفجوة بين النظريات المالية التقليدية وظروف السوق الفعلية.

أهم العلوم التي تجمعها المالية السلوكية، ومفاهيمها:



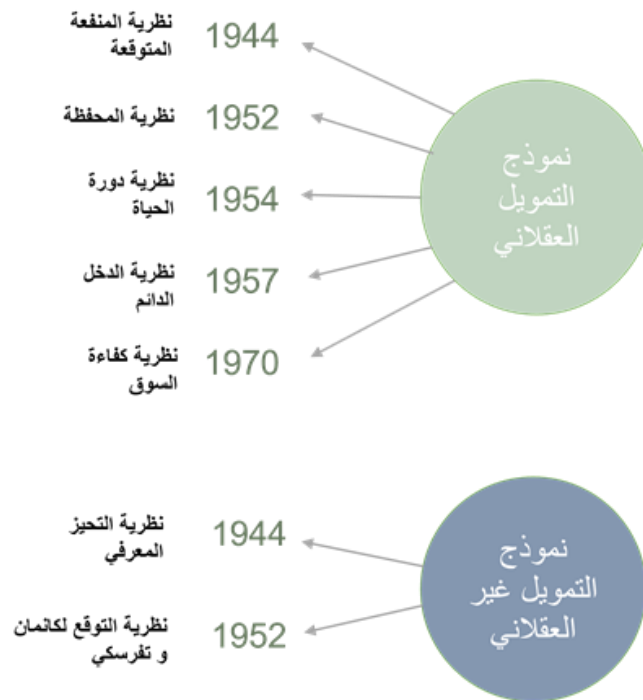
Source: Victor Ricciardi (2005) A Research Starting Point for the New Scholar: A Unique Perspective of Behavioral Finance Journals in Behavioral/Experimental Finance, Economics & Accounting p.10

⁴⁶ رفيق، مزاهدية (2015) الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، أطروحة دكتوراه، العلوم الاقتصادية، جامعة باثنة، الجزائر، ص 114.

وعليه المالية السلوكية تعتبر وصفية كونها تقدم تفسيرات حول ما يحدث في الواقع على ما يجب أن يحدث. وحسب Statman, 1999 المالية التقليدية لها أربعة أسس تتباين فيها عن المالية السلوكية وهي:

- المستثمرون عقلانيون.
 - الأسواق كفؤة.
 - ينبغي على المستثمرين تصميم محافظهم وفقاً لقواعد متوسط التباين ونظرية المحفظة.
 - العوائد المتوقعة هي دالة للخطر والخطر فقط.
- أما حسب كانمان، فإن المالية السلوكية تعتمد على الأسس التالية:
- المستثمر هو إنسان عادي (غير عقلاني).
 - الأسواق ليست كفؤة.
 - المستثمرون يصممون محافظهم حسب قواعدهم لنظرية المحافظ السلوكية، وليس بحسب متوسط التباين ونظرية المحفظة.
 - العوائد المتوقعة تتبع نموذج سلوكي لتسعير الأصول المالية، أين الخطر لا يقاس بالبيتا β ، والعوائد المتوقعة تحدد بعوامل أخرى إضافة إلى الخطر.

الشكل (2-1): النموذجين الأساسيين للتمويل في إدارة المالية:



المصدر: Statman. M, (1999) « Behavioral finance past battles and future engagements » association for investment management a research p20; 21; 22

3.1.5. أسباب ظهور المالية السلوكية:

- إن فشل الاقتصاديين وبالتالي النظريات التي يؤمنون بها في تفسير أحداث كثيرة ومختلفة مثل الهزات القوية في الأسواق المالية والقرارات الخاطئة التي تتخذها المنظمات وكذلك الأفراد يطرح سؤالاً ملحاً: هل الأفراد بالفعل عقلانيين في قراراتهم؟ أم أنه من المرجح أن تلك القرارات قد تكون مدفوعة بنوبات من المشاعر مثل الخوف والطمع والتي يمكن أن تؤدي إلى قرارات سيئة. ولكنه من الواضح أن ليست جميع قرارات المستثمرين في الأسواق المالية عقلانية. هذه السلوكيات الغير عقلانية من قبل المشتريين والبائعين يمكن أن تؤدي إلى عدة ظواهر لا يمكن أن تُفسر عن طريق أدوات المدرسة العقلانية ومن هذه المظاهر التسعير الخاطئ للأصول Mispricing والفقاعات السعيرية Bubbles والأزمات المالية الكبيرة في الأسواق Financial Crises.
 - ومما ساهم في نمو فرع الاقتصاد والتمويل السلوكي هو عدم قدرة المدرسة التقليدية بفرضيتها "تعظيم المنفعة المتوقعة" للمستثمرين العقلانيين في إطار كفاءة الأسواق المالية لشرح العديد من نماذج الانحرافات Anomalies في أسعار الأصول المالية حيث تبدو أسعار بعض الأسهم بعيدة جداً عن قيمتها العادلة أو تجد نماذج متكررة لحركة أسعار الأسهم Trend مما يوحي بإمكانية التنبؤ بحركتها المستقبلية وفي هذا تناقض رئيسي مع ما تدعو إليه نظرية كفاءة السوق⁴⁷.
 - لذا فالتمويل السلوكي يسعى إلى مزيد من التكامل مع النظريات المالية التقليدية عن طريق دمجها مع علم النفس المعرفي في محاولة لخلق نموذج أكثر شمولاً للسلوك البشري في عملية صنع القرار (Thaler Barberis, 2003).
- ولقد تشارك كل من Thaler و (1985) De Bondt في البحث عما إذا كانت السوق المالية لها رد فعل مبالغ فيه، و كانت نظريتهم بأن التحيزات المعرفية للأفراد من الممكن أن تولد تسعيرات خاطئة للأسهم يمكن التنبؤ بها، كما وجدوا في بورصة نيويورك للأوراق المالية، فعند تطبيق مجال علم النفس التجريبي وجدوا بأن الأفراد في الكثير من الأحيان يقومون بالمبالغة تجاه الأحداث الإخبارية الدرامية والغير متوقعة الخاصة بعوائد المحفظة.
- كما أن علماء النفس أندرياسن وكراوس (1988) قاموا بتحدي نظرية السوق الكفؤ من خلال عرض سلسلة من أسعار الأسهم التاريخية على مجموعة من الأفراد، فوجدوا أنهم يميلون لاستقراء الأسعار التاريخية عند اتخاذها لنمط معين، تاركين لها قدرة التأثير على قراراتهم الاستثمارية. فعلى سبيل المثال في حال ذكر وجود فقاعة مالية سابقة طرأت على قيمة مؤشر مالي ما، سوف يقوم الأفراد بتشكيل توقع مستقبلي لفقاعة أخرى جديدة مكررة (Andreassen & Kraus, 1988).

⁴⁷ Thaler, Richard. (1985), Mental accounting and consumer choice. Op. Cit, P.199

وهذه التحيزات التي ذكرها كانمان قد تؤثر على أي شخص. لذلك، فإن المستثمرين المحترفين غير خاليين من تلك التحيزات لكنهم يحاولون فهم أهمية تأثير العواطف على التداول، حيث يميل المستثمرون الخبراء مثلاً إلى المتابعة اليومية لحركة الأسعار ولكن مع تدريب أنفسهم على عدم خلط العواطف مع القرارات لما لها من تأثير على قراراتهم لمعرفة تأثير الخوف من الخسارة Loss Aversion، فيقومون باتباع عملية من خطوتين، أولاً: فهم العوامل العاطفية والضعف النفسي من خلال دراسة مختلف حالات التحيز وتحديد ما إذا كان هو/هي قد ارتكب هذه الأخطاء في الماضي أو إذا كان هناك ميل لارتكاب نفس الأخطاء في المستقبل؛ وثانياً: وبعد تحقيق الأهداف في الخطوة السابقة، يأتي فهم السلوك غير العقلاني للآخرين والاستفادة من أخطائهم (Parikh, 2009).

وبالتالي تطرح المالية السلوكية الأسئلة التالية:

- ألا يوجد حقاً بعض الجهل في صميم هيجان الأسواق، أو في نوبات الذعر الجماعية التي تستولي عليها؟
 - هل يمكن حقاً أن نتجاهل الأثر الذي يمكن أن يكون في المالية لسلوك إجمالي الأفراد على القرارات الفردية؟
 - هل نحن على يقين بأن الأسعار التي تتحدد نتيجة لسلوك ومواقف الأفراد في السوق لا تعود وتؤثر بدورها على هذه السلوكيات؟
- هذه وغيرها من الأسئلة والاستفسارات التي لم تُطرح في ظل النظرية التقليدية ولكنها عادت للظهور من جديد في إطار "المالية السلوكية".

4.1.5. بعضاً من إسهامات النظرية السلوكية على أرض الواقع وكيفية تطبيقها:

في عام 2010 أنشأت أول وحدة تعنى باستخدام الاقتصاد السلوكي في مجال دراسة السياسات المدنية وكانت آنذاك تابعة للحكومة البريطانية في عهد رئيس الوزراء ديفيد كامرون وبقيادة المتخصص في علم النفس الدكتور David Halpern، استعان فريق الوحدة بخبرات الدكتور ريتشارد ثالر مؤلف كتاب Nudge عام 2008 حيث يعتبر الكتاب بمثابة النواة لتأسيس هذه الوحدة. وكانت أهداف الوحدة تتمثل في "تمكين الأفراد من اتخاذ خيارات أفضل لأنفسهم"، وجعل الخدمات العامة أكثر فعالية من حيث التكلفة والسهولة للمواطنين عن طريق فهم السلوك البشري في التعامل مع القرارات والخدمات العامة⁴⁸.

أحد التجارب كانت حول تحفيز الأفراد لسرعة دفع ضرائب المركبات عن طريق وضع صورة لمالك المركبة على المخالفة مأخوذة عن طريق كاميرات الطريق، أدى هذا التغيير الى رفع معدل دفع الضريبة من 40% الى 49%،

⁴⁸ De Bondt, W. F. M., & Thaler, R (1985) THE JOURNAL OF FINANCE, 40(3), 793-808

بعد نهاية العرض بدا الجميع مبهوراً بالنتائج مما أدى إلى زيادة الثقة بأهمية استخدام الاقتصاد السلوكي في تطبيق تغييرات قد تكون بسيطة إلا أن أثرها المادي والاقتصادي يكون كبيراً.

أيضاً أحد التجارب المطبقة في بريطانيا كانت بهدف الحد من قيادة السيارات على الطرق العامة بسرعات مرتفعة، من خلال استخدام منهج التحليل السلوكي، حيث يظهر للسائق الملتزم بالسرعات المقررة "ايموجي" الوجه الضاحك أو ما يطلق عليه smile face، وإذا تخطى السائق السرعات المقررة يظهر له على الفور "ايموجي" آخر هو الوجه الغاضب أو sad face، وهنا يحصل المواطن على رد فعل فوري للسلوك الذي ارتكبه دون أن يكون هناك حاجة إلى انتظار تلقى المخالفات التي ارتكبتها، وهنا يتم توجيه رسائل محددة للمواطنين تدفعهم إلى السلوك الجيد والبعد عن السلوك الخاطئ.

أدى هذا النجاح إلى تحويل هذه الوحدة الحكومية إلى شركة ذات مسؤولية محدودة في عام 2014 تملكها الحكومة البريطانية بالشراكة مع منظمة Nesta للابتكار بالإضافة إلى موظفي الوحدة أنفسهم، وتقوم بتقديم خدماتها في مجال الاقتصاد السلوكي حول العالم.

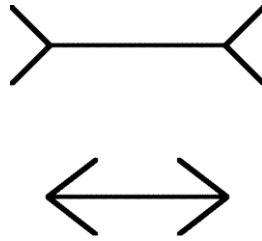
ثانياً: التحيزات والانحرافات السلوكية الملاحظة في سلوكيات الأفراد:

1.2.2. مفهوم الانحرافات والتحيزات السلوكية التي شكلت ملاحظتها انطلاق مفهوم المالية السلوكية:

يشير مصطلح الانحراف Bias في علم النفس إلى الاختلاف بين طريقة التفكير المفترض أن نتبعها كأفراد للوصول إلى أفضل نتيجة وبين الطريقة التي نفكر بها في الواقع. وهذا الانحراف قد يكون بسبب وجود خطأ في طريقة تعاطي الفرد مع المعلومات وهو ما يعرف أيضاً بالخطأ الإدراكي، ولتوضيح هذا النوع من الأخطاء نلاحظ الخطان الموضحان في الشكل التالي حيث بالنظر السريع إلى السهمين يقع معظمنا في فخ "الوهم البصري" ونعتقد أن الخطان الأفقيان غير متساويان، وهذا ناتج عن استخدامنا الاختصارات العقلية لحل المشكلات المعقدة بدلاً من حصر جميع المعلومات تماماً قبل اختيار الجواب الدقيق أو ما نسميه البديهة. وهذا سر ذكاء وإبداع الإنسان واختلافه عن بقية الكائنات وكذلك الحواسيب، و لكن المشكلة أننا نقوم في الاعتماد على البديهة والاختصارات العقلية في مواقف تحتاج فعلياً إلى التفكير الدقيق والتأمل.

إن التحيزات في القرارات الاستثمارية ليست ببعيدة عن التحيز أو الوهم البصري من ناحية أننا نعتقد أننا نرى الصورة كاملة ونتخذ قراراتنا الاستثمارية بناء على البديهة والثقة بمعلوماتنا أو بما يتوافق مع قناعاتنا والتي لا تكون صحيحة بالضرورة.

والانحراف في طريقة التفكير قد ينجم عنه وجود خطأ في المعلومات المقدمة للفرد راجع لوجود خطأ على مستوى الحواس وهذا ما يعرف بالخطأ الإدراكي. ولتوضيح ذلك لدينا الشكل أدناه⁴⁹:



Source: Kahneman, Daniel, "Thinking, fast & slow", New York, Illusions, P.29

يبدو من الشكل أعلاه أن الخط العلوي أطول من الخط السفلي...ولكن هذا خطأ، فلو أخذنا قطعتين صغيرتين من الورق -واستخدماهما لتغطية " الزعانف" على جزء الخط السفلي، سوف يتضح أن الخطوط هي في الواقع لها نفس الطول، فكلاهما متساويان في الطول إلا أن هذا يعتبر خطأ في الإدراك البصري للوهلة الأولى، حيث أن انعكاس العقل يعرف أن الخطين لهما نفس الطول، ولكن العقل البديهي يراهما مختلفين. واحدة من الأفكار التي حصل عليها كانمان وهو أن البشر في بعض الأحيان يكونوا عرضة "للوهم المعرفي". هذه الأوهام المعروفة أيضاً باسم التحيزات، تنجم عن استخدام الاستدلال، أو، ببساطة أكثر، الاختصارات العقلية. وعلى غرار هذا الخطأ يمكن لقراراتنا واختياراتنا (خاصة حين تتعلق بتوظيف الأموال) أن تكون غير سليمة بفعل الأخطاء الإدراكية.

◀ **الاستدلال Heuristics:** هي اختصارات عقلية shortcuts يقوم بخلقها العقل في محاولة لتبسيط عملية صنع القرار ويتم توظيفها من قبل الأفراد في كافة أنواع الأحكام، هنالك العديد من المنافع العملية لاستخدام الاستدلال في الحياة العادية وإنما في عالم المال والاستثمارات من الممكن أن يكون لها عواقب سلبية⁵⁰.

◀ **التحيزات Biases:** هي ميول أو تفضيلات للأفراد التي تؤثر بشكل مباشر على منطقية وتوازن الأحكام، يندرج ضمنها نظرية التوقع ونظرية الاستدلال (سوف يتم شرحهم لاحقاً).

◀ **الحالات الشاذة Market Anomalies:** هي نتائج تجريبية تبدو غير متسقة مع النظريات الخاصة بسلوك تسعير الأصول. وهي تشير إما إلى عدم كفاءة السوق (وجود فرص تحقيق الأرباح الرأسمالية) أو إلى أوجه القصور في نموذج تسعير الأصول الأساسي، ويدرج ضمنها مبدأ الهبة، ونظرية تجنب الخسارة، وتتواجد هذه الحالات الشاذة والتي تؤثر فعلاً على كفاءة السوق نتيجة لوجود التحيزات والتفضيلات السلوكية التي تؤثر في قرارات المستثمرين والأفراد بشكل عام.

⁴⁹ Kahneman, Daniel. (2011), thinking fast and slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA, Illusions P.26-29.

⁵⁰ Abu Nada, Mohammed, Sahar, "Behavioural Factors influencing investment decision making", The Islamic University, Gaza, June 2013, P.40

وإذا ما تعمقنا أكثر في البحث لمعرفة سبب هذا الانحراف نجد بأن أدمغتنا تتألف من نظامين⁵¹:

1. النظام الأول والنظام الثاني system 1 & system 2 بحسب دانيال كانمان:

لكي نتمكن من تحليل طريقة فهمنا للأمور من حولنا وتأثير البيئة المحيطة على قراراتنا، يجب علينا أولاً معرفة كيف يعمل العقل؟

قدّم بروفيسور علم النفس دانيال كانمان نموذجاً جديداً عن العقل للقراء في كتابه «التفكير بشكل سريع وبطيء» Thinking fast and slow الذي طرح عام 2011؛ من خلال القيام بالعديد من التجارب، حيث توصل إلى وجود نظامين مختلفين يعمل بهما العقل بناءً عليهما يتم اتخاذ القرارات المختلفة، فالنظام الأول يسمى بالنظام التلقائي (Automatic System) ومن أبرز صفاته القيام باتخاذ القرارات بشكل تلقائي وسريع وعدم استهلاك الكثير من الوقت وبذل الجهد في القرار أو الفكرة التي يتم اتخاذها، بمعنى أن معظم الأعمال اليومية التي نقوم بها تكون صادرة من النظام التلقائي مثل: التحقق من أجهزتنا المحمولة فور الاستيقاظ من النوم، شرب القهوة قبل تناول الإفطار، الذهاب مع أبسط الحلول المطروحة أمامنا كاستخدام المصعد بدلاً من السلم وسلك الطريق المختصر للوصول للمنزل (بالرغم من علمنا بأنه مزدحم)، وبذلك تكون معظم قراراتنا التي اعتدنا على اتخاذها وممارستها بشكل متكرر أو "بسبب تأثرنا بمن حولنا" تلقائية ولا نحتاج للكثير من الوقت لاتخاذها، فعند سؤال أحدهم لك: (ما هو حاصل جمع 2+2؟) بالتأكيد لا يمكنك أخذ الكثير من الوقت للإجابة.

النظام التلقائي كذلك هو عبارة عن ردة الفعل التلقائية والتي تكون حاضرة مع الإنسان في أغلب الأوقات، مثال: عند اشتعال النار فإن ردة الفعل الطبيعية هي الخوف (وعند الأغلبية يصاحبها الهرب) ولكن بمرور لحظات بسيطة يقوم النظام الثاني ويسمى بالنظام العقلاني (Reflective System) بالتفكير بطريقة لإخمادها، وبالتالي فإن أهم صفات النظام الثاني هي الوعي واستهلاك الوقت لاتخاذ القرار وتحليل المعطيات المطروحة أمامه، "عند دفع مبالغ الفواتير واختيار التخصص الجامعي وحتى الموافقة على عرض وظيفي" يكون اعتمادنا الأساسي على النظام العقلاني لأن اتخاذ مثل هذا النوع من القرارات يحتاج للتفكير والتحليل الدقيق، ومعظم الأفكار الصادرة عنه تعبر عن الأفكار الناتجة عن تحليل الوضع وقياسه وبالتالي اتخاذ التصرف السليم نحوه مثل: تقليل السائق لسرعة المركبة في الطقس الممطر لتجنب الانزلاق⁵².

إن النظامين السابقين غالباً ما يتعارضان مع بعضهما البعض. حيث أن النظام الأول يعمل على الاستدلال shortcuts والذي غالباً ما يكون غير دقيق. أما النظام الثاني فيتطلب جهداً لتقييم تلك الاستدلالات وهذا ما يكون عرضة للخطأ.

◀ المثال التالي يعبر عن كيفية استخدام الأفراد للنظام 1 بدلاً من استخدامهم للنظام 2 في المسائل والعمليات التي تتطلب منهم استخدام النظام الثاني، حيث سأل كانمان مجموعة من الطلاب في جامعة

⁵¹ Kahneman, Daniel. (2011), thinking fast and slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA, P. 22.

⁵² Kahneman, Daniel, Knetsch, Jack L. and Thaler, Richard H. (1986), Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlements in the Market, The American Economic Review, American Economic Association, USA, Vol.(76), No. (4), P.729.

هارفارد السؤال التالي⁵³: "إليك المثال التالي، ما هو برأيكم نتيجته بالاعتماد على بديهتم وحدسكم السريع:"

- تكلفة كرة ومضرب معاً = \$1.10

- تكلفة المضرب تزيد عن تكلفة الكرة ب \$1.

ما هي تكلفة الكرة؟

أغلب الإجابات بنسبة أكثر من 80% جاءت بالإجابة للعدد: 10 ¢ (cent) كتقدير لثمن الكرة.

إن العلامة المميزة لهذا اللغز السهل هي أنه يثير جواب بديهي وخاطئ؛ قم بالحسابات وسوف ترى.

فإذا كانت الكرة فعلاً تكلفتها تساوي مبلغ 10¢، فإن التكلفة الإجمالية للكرة والمضرب معاً ستكون تساوي مبلغ يعادل 1.20 دولار (10¢ للكرة و\$1.10 للمضرب، بما أن ثمن المضرب أكثر من ثمن الكرة ب \$1 ففي حال كانت الكرة ثمنها 10¢ فإن المضرب سوف يكون ثمنه \$1.10 ليكون أكثر من الكرة ب \$1).

أو بطريقة أخرى، في حال كانت الكرة ثمنها 10¢، فإن المضرب في هذه الحالة سوف يكون أعلى من ثمن الكرة ب 90¢ فقط وليس ب \$1، (10¢ للكرة، \$1 للمضرب وبالتالي يكون المضرب أعلى من الكرة ب \$1-10¢ = 90¢).

الجواب الصحيح في هذه الحالة لثمن الكرة هو 5¢، وبالتالي يكون سعر المضرب يعادل \$1.5 (أكثر من ثمن الكرة ب \$1 (ويكون المجموع يساوي \$1.10).

وبالتالي الأشخاص الذين كانت إجابتهم تعادل 10¢، لم يقوموا بالتحقق ما إذا كانت الإجابة صحيحة أم لا، وقد أيد نظامهم الثاني هذه الإجابة البديهية التي كان من الممكن أن يتم رفضها باستثمار بسيط من الجهد.

علاوة على ذلك فإن الإنسان محكوم بما يسمى بالنزعات الغرائزية (animals spirits) التي تحتم عليه في بعض الأحيان أن يكون أسيراً لها دون إرادة منه. إن مصطلح "animal spirits"، اكتسب نوعاً ما معاني مختلفة في الاقتصاد المعاصر. إنه الآن مصطلح اقتصادي يشير إلى حالة التقلب وعدم الاستقرار في الاقتصاد. كما أنه يشير إلى العلاقة الغريبة مع الغموض وعدم اليقين⁵⁴.

ومن هنا أتى دور علم الاقتصاد السلوكي، "وهو عبارة عن استخدام علم النفس وعلم الاقتصاد بهدف التأثير على سلوك الفرد نحو اتخاذ القرارات التي تساعد على جعل حياته أفضل" ومن أهم الجوانب التي يركز عليها علم الاقتصاد السلوكي هي فهم سلوك الفرد ومعرفة النقاط التي يجب استهدافها، فالإقتصاد التقليدي يركز غالباً على النظام الثاني ويصف الأفراد بأنهم يتخذون القرارات بطبيعتهم بشكل عقلائي، ولكن يرى الاقتصاد السلوكي بأن الفرد غير عقلائي ويصعب اهتمامه على النظام الأول (التلقائي) في الأوقات التي يجب عليه أن

⁵³ Kahneman, Daniel. (2011), thinking fast and slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA, The Lazy System 2 P.45.

⁵⁴ Akerlof, George .A and Shiller, Robert.J. (2009), Animal Spirits, Princeton University Press, USA, P.50.

يستخدم بها النظام الثاني، وبناء عليه يطرح العديد من التدخلات والأدوات التي بدورها تساعد في التأثير على قرارات الفرد، ومن أهم الأدوات التي يستخدمها علم الاقتصاد السلوكي هي الصياغة الصحيحة framing وتصميم المعلومات حيث تعتبر من أهم المؤثرات على قرارات الفرد.

ويضيف كانمان إلى مبدأ "تجنب الخسارة" (سيتم شرحه ضمن النظريات السلوكية)، أن الدخول في مخاطرة تتألف من خيارات احتمالية يجب أن يعتمد على النظام الثاني، أي يجب أن يفكر الفرد ملياً قبل قبول المخاطرة أو رفضها، ولكن فعلياً فإن رفض أو قبول الدخول في المخاطرة غالباً ما يكون محفّز من قبل مشاعر داخلية للفرد تأتي من تأثير النظام العقلي الأول.

ولقد حاولت بعض الدراسات تفسير ماهية توقعات المستثمرين والمحللين لنتائج الشركات المالية في المستقبل وتحركات أسعار أسهمها. إحدى هذه الدراسات طرحت السؤال التالي على عينة كبيرة من الأفراد:

إذا كانت نتيجة خمس محاولات رمي قطعة نقود طبيعية ظهور جانب «النقش» في كل محاولة، فما هو احتمال الرمية السادسة؟

إن غالبية الإجابات أتت ترجح ظهور جانب النقش للمرة السادسة بسبب التكرارات العديدة لظهور النتيجة نفسها في الرميات السابقة، إلا أن الإجابة الصحيحة يجب أن تعكس احتمال 50% لظهور النقش بغض النظر عن النتائج السابقة، انطلاقاً من هذا المفهوم يشعر أغلب المحللين الماليين بالتفاؤل الزائد اتجاه نتائج الشركات التي حققت نسب نمو عالية في الأرباح بشكل متكرر خلال الأعوام السابقة وبالعكس ذلك للشركات التي حققت خسائر متتالية... على حين تثبت التجربة في العديد من الدول أن نسب نمو الأرباح في السنة التي تلي ثلاث سنوات من الخسائر المتتالية عادة ما تكون أكبر من نسب نمو السنة التالية لثلاث سنوات من الربح المتواصل. هذا العامل النفسي غالباً ما يدفع المستثمرين لشراء الأسهم ذات الربحية المتكررة والتخلص من الأسهم ذات الخسائر المتكررة دون النظر إلى احتمالات النمو المستقبلية، أي يتخذ المستثمرون قراراتهم بناء على سلسلة الأخبار السابقة والاعتماد بنسبة أقل على الأخبار الحديثة، وبالتالي يقومون باستخدام النظام الأول في الوقت الذي يجب عليهم استخدام النظام الثاني والتحليل بعمق أكبر استناداً إلى المعلومات الحديثة.

❖ وبالتالي فإن خصائص النظام الأول تتمثل في النقاط التالية⁵⁵:

1. يولد النظام الأول الانطباعات، المشاعر والميول، وعندما يتم تأييدها من قبل النظام 2 تتحول إلى معتقدات، مواقف ونوايا.
2. يعمل بشكل تلقائي وسريع، بجهد بسيط أو حتى بدون جهد ولا تتم السيطرة عليه بشكل طوعي.
3. يركز على الأدلة المتواجدة ويتجاهل الأدلة الغائبة على مبدأ "what you see is all there is" أي "ما تراه هو كل شيء، ولا يوجد أكثر من ذلك"

⁵⁵ Kahneman, Daniel. (2011), Thinking Fast and Slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA, P.104.

4. يكون أكثر حساسية للتغيرات التي تحدث في الثروة من قيمتها النهائية ككل (نظرية التوقع).
5. يقوم بترجيح الاحتمالات المنخفضة بأوزان مبالغ في تقديرها (دالة الوزن المرجحة).
6. يظهر حساسية متناقصة للكمية.
7. يستجيب للخسارة بشكل أقوى من استجابته للربح (نظرية تجنب الخسارة).

2.2.2. الفرضيات الأساسية للنظرية المالية السلوكية:

تقوم المالية السلوكية على فرضيتين أساسيتين نابعتين من ملاحظة الأداء الفعلي لسوق المال. أولهما عدم تمتع كافة المستثمرين بالرشادة، حيث يتأثر سلوكهم الاستثماري باعتقاداتهم وانفعالاتهم وثانيهما؛ أن عملية التحكيم التي يفترض أنها الآلية التي يلجأ إليها المستثمرون العقلانيون لإعادة السعر إلى مستواه الحقيقي محدودة التأثير كما أنها ليست خالية من المخاطر.

1.2.2.2. الفرضية الأولى: عدم رشادة المستثمرين:

لقد قامت نظرية الكفاءة على اعتبار تمتع جميع المستثمرين بالرشادة والعقلانية، إذ يتبع سلوكهم نموذجاً محدداً، فلو وجدت سلوكيات غير عقلانية فإنها لا تعدوا أن تكون ظواهر عشوائية وغير مترابطة يلغي بعضها أثر بعض مسبقاً، غير أن المالية السلوكية ترى أن هناك تعايشاً بين المستثمرين العقلانيين والمستثمرين الجاهلين أو ما يطلق عليهم بتجار الضوضاء Noise Traders (المستثمرين غير العقلانيين بكونهم أولئك المستثمرون الذين يتصرفون بناء على ضوضاء السعر) وهم المستثمرون الذين يقومون ببناء توقعاتهم بطريقة غير عقلانية، سواء باستعمال إشارات خاطئة، أو باتباع استراتيجيات غير عقلانية على غرار أصحاب التحليل الفني أو متابعو الاتجاهات الذين يقومون بالشراء أثناء الاتجاه الصعودي، وبيعون حين يكون الاتجاه هابطاً⁵⁶.

وبحسب ثالر فإن غالبية الأفراد ذوي مقدرة معرفية محدودة، وهذا يحد من قدرتهم على حل المشاكل، بالإضافة إلى مشكلة محدودية الإدارة، فإن الأفراد يصنعون خياراتهم التي ليست في صالحهم على المدى الطويل.

في دراسة أجراها Sutter، Kirchler و Huber عام 2008⁵⁷ حول قيمة المعلومات في السوق المالي، بهدف معرفة ما إذا كان الحصول على معلومات كثيرة دائماً تؤدي إلى عوائد مرتفعة، فإن المستثمرين الذين يملكون معلومات يتفوقون على أولئك الذين يملكون معلومات أقل، ومع ذلك يوجد عدد كبير من مستويات المعلومات (من الصفر معلومة إلى فوق المتوسط لمستويات المعلومات) أين المعلومات الإضافية لا تحقق عوائد مرتفعة، وبناءً عليه توصلوا إلى أن المعلومات الإضافية لا يستلزم أن تكون إيجابية. وخلصوا إلى أن المعلومات الإضافية ليست دائماً جيدة. وعليه إن الحصول على المعلومات يمكن أن يحقق عوائد مرتفعة للمستثمر، ولكن هذا يبقى حسب جودة المعلومات التي يحصل عليها المستثمر.

⁵⁶ Miriam. S. E. (2004), "Behavioral Economics: How Psychology Made its (Limited) Way Back into Economics", History of Political Economy, Vol. 36, No. 4, P784

⁵⁷ Sutter, Kirchler, Huber (2008) "Is more information always better? Experimental financial markets with cumulative information" Journal of Economic Behavior & Organization Vol. 65 (2008) 86–104 p. 102; 103.

2.2.2.2. الفرضية الثانية: محدودية المراجعة:

ليست أسواق المال في الواقع أسواقاً مثالية، وهذا يعود لوجود ما أطلقنا عليه اسم: المستثمرون الجاهلون NT، مما يقتضي بالضرورة وجود المحكمين لأجل إلغاء أثر النوع الأول من المستثمرين والعودة بالسعر إلى قيمته الحقيقية⁵⁸، غير أن هذه العملية قد تكون محدودة الأثر بفعل الارتباط بين السلوكيات غير العقلانية للعامة (القطاع) التي تتفاقم كما ذكرنا سابقاً، مما يضعف من قدرة المحكمين على إلغاء أثرها كما افترضت النظرية التقليدية، ويجعل التحكم بالسوق في يد الفئة العادية من الأفراد. كما أن عملية التحكيم في واقع الأمر قد تنطوي على عدة مخاطر نذكر منها⁵⁹:

- إن الشرط الأساسي للقيام بعملية التحكيم هو وجود البديل الأمثل للورقة المالية، غير أنه وفي الواقع وبالأخص عند وجود فقاعات سعرية حين تكون غالبية الأوراق مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية، من المستحيل العثور على البديل الأمثل وعادة ما يطلق على هذا الخطر: "الخطر الأساسي أو النظامي"، أيضاً فإن الاستراتيجيات التي يتم اتباعها من أجل إعادة التوازن لسعر الورقة قد تكون مكلفة وخطرة مما يجعل عملية التحكيم غير مرغوبة.
- الخطر الثاني ناجم عن الجهل بالموعد المحدد لانفجار الفقاعة السعرية، ففي حال وجود أوراق مالية مسعرة بأعلى من قيمتها الحقيقية، فالسلوك الأمثل الذي يكون في هذه الحالة هو "البيع على المكشوف" أي أن يقوم المستثمر ببيع أوراق لا يملكها بالسعر الحالي على أن يتم تسليمها في موعد لاحق (عادة بعد شهر)، فإذا لم تنفجر الفقاعة السعرية أي لم يحدث الانخفاض الذي يتوقعه خلال مدة العقد يمكنه أن يقوم بتمديد (لشهر آخر مثلاً) متحملاً بذلك خسارة إضافية إلى تكاليف القيام بالتمديد وتمثل هذه التكاليف مصدراً آخر للخطر، قد تكون هذه التكاليف (العمولات، الهوامش بين البيع والشراء، تكاليف اقتراض الأوراق المالية في حالة عدم امتلاكها، تكاليف البحث عن المعلومات اللازمة لمعرفة القيمة الحقيقية، تكاليف البيع على المكشوف).
- حتى في حال وجد البديل الأمثل هنالك خطر أن المستثمرون الذين أوجدوا الورقة المالية المقيمة بأقل من قيمتها على سبيل المثال يصبحون متشائمون بشكل أكبر وبالتالي يؤدون لانخفاض السعر بشكل أكبر مما كان عليه مما يؤدي إلى تزايد الفرق بين قيمة الورقة الأساسية والسوقية، مما يؤدي بالمحكمون إلى تسهيل مراكزهم محققين خسائر كبيرة، وهذا الخوف من تحقيق خسائر التسهيل قد يجعل المحكمون أقل تفاعلاً تجاه سوء التسعير في المقام الأول (Henker and Owen, 2005).

⁵⁸ R. Singh(2010) BEHAVIOURAL FINANCE STUDIES: EMERGENCE AND DEVELOPMENTS The Journal Contemporary Management Research , Vol.4, No. 2 p2

⁵⁹ Bromiley. P , Wade .S. J" Putting Rational Blinders Behind Us: Behavioral Understandings of Finance and Strategic Management" p. 39

- من بين الأخطار التي قد تحد كذلك من عملية التحكيم خطر السيولة فقد لا يستطيع المحكمون شراء البديل الأمثل لعدم توفر السيولة اللازمة، وقد يلجؤون عندها للاقتراض من الغير الذي قد يطالب بتسديد الدين لسبب أو لآخر قبل أن يحقق المحكم العوائد المرجوة مما يجبره على تصفية مركزه والخروج من السوق (متحملاً خسارة). إذا وبفعل هذا الخطر، حتى ولو أدرك المحكمون أن الأسعار غير حقيقية فليس في وسعهم القيام بشيء لإعادة التوازن إلى السوق.

3.2.2. أبرز التحيزات والانحرافات السلوكية المؤثرة في الأفراد وفق المالية السلوكية:

قبل التطرق للنظريات والانحرافات السلوكية ننوه على أنه تم التطرق للعديد من النظريات السلوكية والاستقاضة بشرحها نظراً لأهميتها وتأثيرها الواضح ضمن علم السلوك، إلا أنه تم الاعتماد في الدراسة العملية على عدد محدد من هذه النظريات والتي تعتبر جوهر علم المال السلوكي والتي لم يتم التطرق لها من قبل الدراسات العربية السابقة بشكل مفصل على الرغم من أهميتها في تأسيس هذا العلم.

كما سبق وأن ذكرنا يشير مصطلح التحيزات في علم النفس إلى الاختلاف بين الطريقة التي يفترض بالإنسان أن يفكر بها كي يصل إلى أفضل النتائج الممكنة، وبين الطريقة التي يفكر بهل في الواقع، وقد ينجم الانحراف في طريقة التفكير عن وجود خطأ في المعلومات المقدمة للإنسان راجع لوجود خطأ على مستوى الحواس، وهذا ما يعرف بالخطأ الإدراكي، أو قد يرجع لطريقة معالجة المعلومات وتبسيط عملية اتخاذ القرار.

وهناك من يقسم التحيزات السلوكية حسب نطاق تأثيرها إلى التأثير على توقعات/اعتقادات المستثمرين Beliefs والتأثير على تفضيلات المستثمرين (Nicholas Barberis, 2002) Preferences وهناك من يقسمها إلى تحيزات إدراكية cognitive biases وتحيزات انفعالية وعاطفية (Pompian, 2006) Emotional biases وهذا ما تم اعتماده في التقسيم هنا:

1.3.2.2. التحيزات العاطفية-الانفعالية:

تنتج التحيزات العاطفية نتيجة لتأثير الدوافع العاطفية للأفراد والتي تؤدي إلى اتخاذهم للقرارات والأفعال وفقاً للمشاعر بدلاً من الوقائع، ومن أهم هذه التحيزات ما يلي:

1.1.3.2.2. نظرية الاحتمال-التوقع (Prospect Theory) لدانييل كانمان وآموس تفرسكي:

ولكن قبل التعريف بنظرية التوقع سوف نورد لمحة عن نظرية المنفعة المتوقعة التقليدية (Utility theory) بما أن نظرية الاحتمال/التوقع قد انطلقت من عيوب هذه النظرية محاولةً تلافيها في النموذج السلوكي الجديد.

📌 نظرية المنفعة المتوقعة:

تعرف المنفعة Utility على أنها مقدار السعادة أو الاستكفاء الذي يحققه الشخص من امتلاك أو استخدام الأشياء ويختلف مقدار المنفعة من شخص لآخر، أي أن فكرة المنفعة فكرة ذاتية في الأساس، فقد تحقق قطعة من الخبز منفعة كبيرة للفقير الذي يشعر بالجوع بينما قد لا تحقق أي منفعة للشخص الغني، إضافةً لذلك فإن المنفعة

التي تحققها قطعة إضافية من الخبز تكون أقل من الأولى سواء كان المستهلك غني أم فقير ويعرف هذا بقانون المنفعة الحدية المتناقصة (Diminishing Marginal Utility) في علم الاقتصاد⁶⁰.

وتبعاً لمعيار المنفعة المتوقعة يختار الفرد الفعل الذي يعظم المنفعة المتوقعة بالنسبة له ويقوم بحساب المنفعة ليس بمقدار النقود ولكن بمقدار ما تحققه هذه النقود من منفعة للشخص المعين.

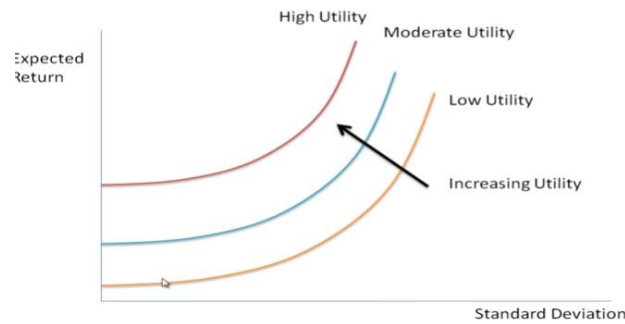
فالأفراد بحسب هذه النظرية رشيدون دوماً وعند وجود بدائل احتمالية عدة يسعون لتعظيم منفعتهم القصوى بحساب معدل العائد المتوقع واختيار البديل الأمثل ذو العائد الأعلى والمخاطرة الأقل (أي أعلى قيمة متوقعة).

ولكن نظرية المنفعة المتوقعة ونظرية التوقع تعبران عن أسلوبين مختلفين لاتخاذ القرارات، حيث تركز نظرية التوقع على اتخاذ القرارات المتأثرة بدالة القيمة للمستثمرين (Value function)، بينما تركز نظرية المنفعة المتوقعة على توقعات المستثمر العقلاني.

وتعد نظرية المنفعة المتوقعة الأساس المعياري لأي عملية اختيار عقلاني، ويتم التركيز على هذه النظرية عند تحليل العوامل المؤثرة في اتخاذ القرارات في ظل المخاطرة، حيث عجزت هذه النظرية عن تفسير سبب انجذاب الأفراد إلى المخاطرة عند اتخاذ القرار الاستثماري (p.155 Saunders et al., 2009).

منحنى المنفعة للمستثمرين كارهي المخاطر بالمقارنة بين المتغيرين العائد المتوقع والانحراف المعياري (الخطر)

Indifferences Curves for Risk Averse Investors



"Source: Utility and Risk Preferences Part 1 – Utility Function, "You Tube"

نلاحظ أن أكثر منحنى كفو هو المنحنى الأول الذي يمثل المنفعة القصوى. فكلما اتجهنا إلى جهة الأعلى ولجهة الجانب الأيسر نكون أمام ذات المخاطرة ولكن بعائد أعلى مقارنة بالمستويات الأقل.

ولكن في الكثير من الحالات نلاحظ أن سلوك متخذي القرار في ظروف عدم اليقين لا يطابق معيار القيمة النقدية المتوقعة. مثلاً نجد أن معظم مالكي العقارات والسيارات يشترون التأمين لممتلكاتهم بالرغم من أن ما يدفعونه لشركات التأمين يفوق ما تدفعه الشركات لهم من تعويضات، وتبعاً لمعيار القيمة النقدية المتوقعة يجب ألا

⁶⁰ موسى، بن منصور، وسهام، مانع المالية السلوكية واستخداماتها في المؤسسة الاقتصادية الحديثة. بحث مقدم للملتقى الدولي حول: التوجهات الحديثة للسياسة المالية للمؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مسيلة، ص05.

يشترى هؤلاء الملاك أي مقدار من التأمين حيث أن القيمة النقدية المتوقعة تكون أقل من الصفر. ومن هنا يكون السؤال لماذا يدفع هؤلاء أكثر مما يحصلون عليه من شركات التأمين؟ أحد هذه الأسباب هو أن الأفراد لا يتبعون تعظيم القيمة النقدية المتوقعة في قراراتهم ولكن يتبعون تعظيم المنفعة المتوقعة.

حيث لاحظ كل من كانمان وقرسكي أن الأفراد يقيمون البدائل الاحتمالية بالاعتماد على القيم النسبية لكل من الأرباح والخسائر بدلاً من تقييم النتيجة النهائية (أعلى قيمة متوقعة) بحسب نظرية المنفعة المتوقعة، أي يحدد الأفراد فيما إذا كانت نتيجة البديل الاحتمالي ربح أم خسارة بالنسبة لهم مقارنة بنقطة مرجعية محددة من قبلهم وليس بالاعتماد على نظرية (العائد - المخاطرة) واختيار القيمة الأعلى كما في نظرية المنفعة، وهذا ما أدى إلى استنتاج نظرية التوقع (نظرية كانمان-قرسكي).

من المحددات الأساسية أيضاً في اتخاذ الأفراد لقراراتهم الاستثمارية والتي لم تأخذها نظرية المنفعة بعين الاعتبار هي ميول المستثمرين والأفراد تجاه المخاطرة.

ففي الأحوال العادية يحاول المستثمر المبادلة بين المخاطر والعوائد عند اتخاذ القرار الاستثماري، وتختلف درجة المخاطرة لنظريات التمويل حسب البديل الاستثماري، فهناك استثمارات خالية من المخاطر، واستثمارات محفوفة بالمخاطر، ووفقاً لنظريات التمويل التقليدية، فإن القرار الاستثماري يعتمد على درجة تقبل المستثمر لمستوى المخاطر، وإن المستثمر يستطيع تخفيض المخاطر من خلال تنويع الاستثمارات مع الأخذ بعين الاعتبار معامل الارتباط بين الاستثمارات ضمن المحفظة الاستثمارية. (Markowitz, 1952)

1.1.1.3.2.2. نشأة نظرية التوقع (الاحتمال) ومفهومها:

قام الباحث الاقتصادي السابق الذكر كانمان مع زميله قرسكي بتقديم نظرية التوقع عام 1979 والتي تأخذ بعين الاعتبار العوامل الإنسانية المؤثرة في عملية اتخاذ القرار، وذلك بعد أن تبين للباحثين أن الأفراد لا يتبعون دائماً نظرية "المنفعة المتوقعة" Expected Utility Theory، حيث تعكس نظرية المنفعة رغبات الأفراد وتقترض بأن الطريقة التي يتصرفون بها تعكس رغباتهم الحقيقية، ولكن عند التمعن بالنظر في الطريقة التي فعلاً يتصرف بها الأفراد، لوحظ أن تصرفاتهم غير متسقة تماماً مع رغباتهم، وهذا يرجع للمحيط الذي يتواجد به الفرد، فطريقة تصرف الفرد تجاه مشكلة معينة ومعالجته لها تختلف باختلاف المحيط المتواجد ضمنه، وبذلك شكلت هذه النظرية نموذجاً يحاكي عملية اتخاذ القرارات في ظل ظروف نفسية وعاطفية، خاصةً وأنها تنظر إلى كيفية اتخاذ القرار على أرض الواقع على خلاف نظرية المنفعة المتوقعة التي تفسر كيف يجب اتخاذ هذه القرارات. وفي ظل هذه النظرية وجد الباحثون أن الأفراد يقدرون أو يثمنون الخسارة بقيمة معنوية أكبر مما يقدرون الربح، بمعنى آخر إن ألم خسارة الشيء لدى الأفراد يقدر أقلها بضعفي الرضى الذي يشعرون به عند حصولهم على الشيء نفسه، حيث أن الأثر النفسي للخسارة أكبر من الأثر النفسي للربح⁶¹.

⁶¹ Kahneman, Daniel. (2011), Thinking Fast and Slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA.P.270.

نظرية الاحتمال تبين كيف يقوم الأفراد بتكوين القرارات واتخاذها في حال وجود عدة بدائل احتمالية وغير مؤكدة (gambling) أي اتخاذ القرارات في ظل ظروف عدم التأكد والخطر (Robert Shiller, 2015).

فبحسب نيومن ومورغنستيرن (1944) يقوم الأفراد بتكوين قراراتهم الاقتصادية في ظل وجود الاحتمالات والمخاطر وتشكيل دوال منفعتهم بناء على:

- حجم البدائل المتوقعة (في حال كانت مالية أم غير مالية).
- نسب احتمالات البدائل المتوقعة.
- تفضيلاتهم تجاه المخاطرة.

وتختلف نظرية التوقع عن نظرية المنفعة المتوقعة في عدة نقاط أهمها:

1. تعيين أوزان مختلفة للبدائل السالبة (الخسائر) والموجبة (الأرباح) من قبل الأفراد متخذي القرارات.
2. تعيين أوزان غير خطية Non linear للاحتمالات الصغيرة، المتوسطة والكبيرة.
3. افتراضات للنقط المرجعية.

يطلق على هذه النظرية نظرية التوقع، حيث تعد من أهم النظريات التي تتعلق بعملية اتخاذ القرار في ظل ظروف عدم التأكد والعوامل النفسية المؤثرة، حيث سماها الباحثان بتلك التسمية لأنها تبحث في كيفية تشكيل الأفراد للقرارات وفق الاحتمالات و التوقعات، إذ قدما من خلالها إطار وصفي يساعد الأفراد على اتخاذ قرارات، فهي تفسر اختلاف سلوكيات صانعي القرار الذين يواجهون حالة الاختيار ما بين البدائل، كما ترى هذه النظرية أن عملية اتخاذ القرار في ظل المخاطرة عبارة عن اختيار و مفاضلة بين التوقعات و ليس رفضاً للمخاطرة و الابتعاد عنها كما ذكر في نظرية المنفعة "تجنب المخاطرة".

فالأفراد يتجنبون المخاطر من أجل حماية الثروة الموجودة، ولكن قد يتحملون المخاطر من أجل تجنب الخسائر loss aversion وتقليلها لأدنى حد، بما أن الأوزان المعطاة للخسارة تكون أكبر من تلك المعطاة للأرباح، هذا السلوك غير العقلاني يمكن أن يؤدي إلى اتخاذ قرارات مالية خاطئة، حيث يعالج الأفراد المعلومات بشكل غير منطقي من خلال تقييم الأرباح والخسائر بشكل مختلف⁶².

فتفترض نظرية التوقع نفور المستثمر من الخسارة فقط وليس من الخطر بحد ذاته، وأن الربح والخسارة لهما أثر مختلف تماماً في عملية صنع القرار، فالمستثمر يتخذ القرار الاستثماري على أساس الربح أو الخسارة المتوقعة بغض النظر عن تأثير هذا القرار على مجمل الثروة النهائية التي سيحصل عليها.

حيث يكون الأفراد أقل اهتماماً بقيمة دخلهم النهائي أو قيمة ثروتهم كقيمة كلية من اهتمامهم بمكاسبهم وخسائرهم النسبية في الوضع الراهن status quo لحظة اتخاذ القرار، ففي حال ظل وضعهم - مكانهم النسبي كما هو عليه الآن لن يشعر الأفراد بأنهم أحسن حالاً حتى في حال ارتفع مدخلهم بشكل كبير.

⁶² Kahneman, Daniel. (2011), Thinking Fast and Slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA.P.276.

كيف يرى الفرد نفسه بالمقارنة مع أصدقائه، زملائه وعائلته يعتبر أكثر أهمية بالنسبة له مما لو أصبح أفضل/أسوأ حالاً الآن بالمقارنة بما كان عليه خلال السنة أو السنتين السابقتين.

ففي حال حصول الفرد على زيادة 20% في مدخوله وأيضاً حصل باقي زملائه على نفس النسبة من الزيادة، لن يشعر الفرد بأنه أفضل حالاً من زملائه، ولكن في حال حصوله على زيادة في دخله بنسبة 10% ولم يحصل باقي زملائه على نفس النسبة في الزيادة، فسوف يشعر الفرد بأنه أصبح أغنى وأفضل حالاً، وهذا كما تفترضه نظرية التوقع.

وبالتالي لا يقارن الفرد الخيارات المتاحة أمامه كقيمة نقدية مطلقة وإنما يقارنها نسبة للنقطة المرجعية الموضوعية الخاصة به والتي من خلالها يحدد فيما إذا كانت البدائل تعتبر مكسب بالنسبة له أم خسارة.

ولقد أورد كل من "كانمان" و"تفرسكي" هذه الانحرافات في نظرية الاحتمال التي اقترحها كبديل لنظرية المنفعة المتوقعة كنموذج لاتخاذ القرار حيث تفسر لماذا قد يختار الأفراد خيارات لا تبدو متسقة مع نظرية المنفعة المتوقعة (Utility theory) والتي أوردتها كانمان عن هذه النظرية في كتابه (Thinking fast and slow).

حيث قام كل من كانمان وتفرسكي بإجراء عدد من الاختبارات لمحاولة شرح كيف يتصرف الأفراد في ظل ظروف عدم التأكد. وأظهرت نتائج هذه الاختبارات أن النموذج المعياري لتعظيم المنفعة المتوقعة خاطئ، لذلك قدم العالمان نظرية بديلة أطلقوا عليها اسم نظرية الاحتمالات/التوقع.

وبالتالي فإن الاختلاف الجوهرى بين نظرية المنفعة وبين نظرية التوقع؛ أن نظرية المنفعة ترى أن الأفراد يستمدون منفعتهم من كامل قيمة ثروتهم النهائية (محصلة ثروتهم) التي يمتلكونها ولا يهتمون للطريقة التي وصلوا بها لهذه الثروة (Duxbury, 2015)، ولكن نظرية التوقع ترى أن كيفية الوصول للنقطة الأخيرة للثروة تهم الأفراد وبشكل كبير، حيث ترى أن الأفراد يميلون للتركيز على التغيرات التي تحصل في ثروتهم والتي تؤدي إلى تشكيل ثروتهم النهائية، بدلاً من النظر لمستوى ثروتهم الكلي النهائي. (تم التحدث بشكل تفصيلي عن النقطة المرجعية ومفهومها ضمن النظريات اللاحقة).

2.1.1.3.2.2. النظريات الفرعية التي تتألف منها نظرية التوقع:

تشكل نظرية التوقع مجموعة من النظريات الفرعية التي تعبر عنها والتي تشكل أهم الخواص الفريدة التي تحدها، من هذه النظريات الفرعية نذكر التالي:

1.2.1.1.3.2.2. نظرية الاعتماد المرجعي Reference Dependence:

الفرضية الأساسية لنظرية التوقع، أهم مساهمة لنظرية لتفرسكي وكانمان، هي أن الخيارات أو البدائل يتم تقييمها بالمقارنة مع نقطة مرجعية محددة يحددها الفرد، حيث يتم تقييم البدائل الاحتمالية واتخاذ القرار الاحتمالي بالرجوع إلى نقطة مرجعية reference point محايدة محددة بالنسبة لكل فرد، ويتم تقييم البدائل الاحتمالية وتحديد فيما إذا كانت تشكل أرباح أم خسائر بالنسبة للفرد بالمقارنة مع هذه النقطة المرجعية المحددة و مدى الانحراف عنها، وليس كما في نظرية المنفعة التي تقوم ب "تقييم القيم النقدية المتوقعة للبدائل الاحتمالية واختيار البديل ذات القيمة الموجبة الأعلى"، حيث تعتبر نظرية المنفعة أن أي إضافة لكامل قيمة الثروة تعتبر مكسب وقيمة مضافة ولا تهتم

بالطريقة التي وصل فيها الفرد لقيمة ثروته الكلية النهائية، أي لا تأخذ بعين الاعتبار تغيرات و مراحل وصول الفرد لثروته، أما بحسب نظرية الاحتمال فيتم أخذ الوضع الراهن الثروة الحالية states of wealth⁶³ بعين الاعتبار والتغيرات التي طرأت عليها حتى تم الوصول للنقطة الأخيرة للثروة ، فنحن كأفراد عند اتخاذ قراراتنا الاستثمارية لا نفكر فيما نملك كقيمة مطلقة absolute value وإنما نقارن بدائلنا الاستثمارية مع الوضع الراهن (نقطة انطلاق معينة) Status Quo، و مستوى الثروة الحالي، والتي من الممكن أن تكون ضمن أي مرحلة من مراحل الوصول للثروة النهائية بالنسبة للفرد.

وبالتالي النقطة المرجعية هي قيمة ذاتية يحددها الفرد (كمثال على ذلك: بدلاً من تقييم الفرد للعلاوة في مرتبه بالمقارنة مع مرتبه الحالي، يقارن العلاوة في مرتبه مع المبلغ الذي كان يتوقعه أو نسبة إلى ما حصل عليه الزملاء الآخرون مقارنة بمقدار علاوته، وهكذا يقوم بتقييم فيما إذا كانت العلاوة على الراتب تعتبر مكسب بالنسبة له أم خسارة).

وبالتالي يهتم الأفراد في الحقيقة بالتغيرات التي تطرأ على قيمة الثروة حتى تتشكل، ووفقاً لذلك يحدد الفرد نقطة مرجعية خاصة به، والتي من الممكن اعتبارها كمثال سعر الشراء الأولي للسهم (Duxbury, 2015)، ويقيم المستثمر المنفعة من الربح أو الخسارة استناداً لهذه النقطة ومدى الانحراف من حولها، بما أنه يتعقب استثماره بالنسبة لهذه النقطة المرجعية (Hirshleifer, 2015). وتكمن المشكلة الحقيقية هنا في هذه الحالة في أن المستثمر في حقيقة الأمر يولي اهتماماً كبيراً إلى نقطة مرجعية وهمية مهماً الأخذ بعين الاعتبار كامل مستوى ثروته، وهذا هو التحيز الذي اهتم كانمان بإيضاحه، حيث تعتبر هذه النظرية حالياً، النظرية الوصفية الأساسية لتفسير سلوك الأفراد عند اتخاذ القرارات في ظل عدم التأكد.

وحسب هذه النظرية، يتم تقييم المنفعة بالنسبة للفرد واعتبارها "ربح" في حال كانت قيمة البديل الذي تتم مقارنته مع النقطة المرجعية أكبر منها وبالتالي يعتبر ارتفاع في قيمة الثروة والعكس صحيح.

كمثال على ذلك لنفترض أن شخص ما وليكن x كانت النقطة المرجعية الحالية بالنسبة له تبلغ \$1200 والنقطة المرجعية الخاصة بالشخص y تبلغ \$1000، في حال انتقل الشخص x من النقطة \$1200 إلى \$1100، فالشخص هنا قد انتقل إلى نطاق الخسارة وكان الانتقال إلى هذا المبلغ يمثل خسارة بالنسبة له ومنفعة سالبة على الرغم من قيمة الحاصل النهائي الموجب.

وفي حال انتقل الشخص y من المبلغ \$1000 إلى \$1100 فيكون الشخص y قد دخل إلى نطاق الأرباح وكانت منفعة موجبة، على الرغم من أن قيمة الثروة النهائية للشخصين هي ذاتها في كلا الحالتين.

وبالتالي فإن المنفعة النهائية تعتمد على ما إذا كان الشخص في مجال الأرباح أم الخسائر، وهذا يعتمد بشكل كلي على النقطة المرجعية الخاصة بالأشخاص. فربح مبلغ \$500 هو شيء جيد في حال كانت احتمالية ربحها منخفضة (أي غير متوقعة) (النقطة مرجعية للشخص الأول في هذه الحالة تكون قريبة من ال 0) ولكن لا يتم

⁶³ Kahneman, Daniel. (2011), Thinking Fast and Slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA.p.281.

اعتبار ربح مبلغ \$500 ذات منفعة موجبة في حال كان البديل الاحتمالي لربح ال \$500 هو ربح مبلغ \$2000 (النقطة المرجعية للشخص الآخر هنا هي \$2000).

❖ ولإيضاح فكرة النقطة المرجعية بشكل أوسع، نورد ما شرحه كانمان في كتابه حول هذه الفكرة:

قام كانمان بسؤال مجموعة من الأفراد التالي، وهذا المثال يتم دوماً استخدامه للتعبير عن أهمية النقطة المرجعية في التأثير على قرارات الأفراد، فكما ورد في كتابه “Thinking fast and slow”⁶⁴:

قام كانمان بطرح سيناريوين وسؤال مجموعة من الأفراد التالي:

سيناريو (1):

بالإضافة إلى أيأ كان ما تملكه من ثروة تم منحك مبلغ قدره \$1000، طُلب منك الآن الاختيار بين البدائل التالية:

1. 50% احتمال ربح \$1000 و 50% احتمال ربح \$0.

2. الحصول على \$500 بشكل مؤكد.

سيناريو (2):

بالإضافة إلى أيأ كان ما تملكه من ثروة تم منحك مبلغ قدره \$2000، طُلب منك الآن الاختيار بين البدائل التالية:

1. 50% احتمال خسارة \$1000 و 50% احتمال عدم خسارة شيء.

2. خسارة \$500 بشكل مؤكد.

كان اختيار معظم الأفراد الذين طبق عليهم هذا الاختبار من قبل كانمان:

في السيناريو 1: تم اختيار الحصول على \$500 بشكل مؤكد أي الخيار (ب)

في السيناريو 2: تم اختيار البديل الاحتمالي/ المخاطرة أي الخيار (ت)

- نلاحظ اختلاف البديل المختار من قبل الأفراد في كلتا الحالتين، أي في السيناريو الأول تم الابتعاد عن المخاطرة

واختيار مبلغ \$500 بشكل مؤكد مضافة إلى مبلغ \$1000 (المقدمة كهبة مالية)، وفي السيناريو الثاني تم قبول

المخاطرة عوضاً عن خسارة مبلغ \$500 بشكل مؤكد، على الرغم من أن قيمة الثروة النهائية في حال تم اختيار

الخسارة المؤكدة في السيناريو الثاني لن تختلف عن قيمة الثروة المحققة في السيناريو 1 (في حالة الربح المؤكد)

- فالقيمة النقدية في المثال 1 حسب اختيار الأفراد [1000] (النقطة المرجعية) + \$500 (الربح المؤكد) = \$1500

- في حال اختيار الأفراد للخيار (ث) أي للخسارة المؤكدة فإن قيمة الثروة سوف تصبح [1500 = 500 - 2000]

وهي ذات النتيجة المحققة في المثال الأول.

⁶⁴ Kahneman, Daniel. (2011), Thinking Fast and Slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA (p.272).

- وبحسب نظرية المنفعة المتوقعة كان يجب على الأفراد عدم التفرقة بين المثالين واختيار البديل الذي يعطي ذات النتيجة وهو الابتعاد عن المخاطرة بكلا الحالتين.

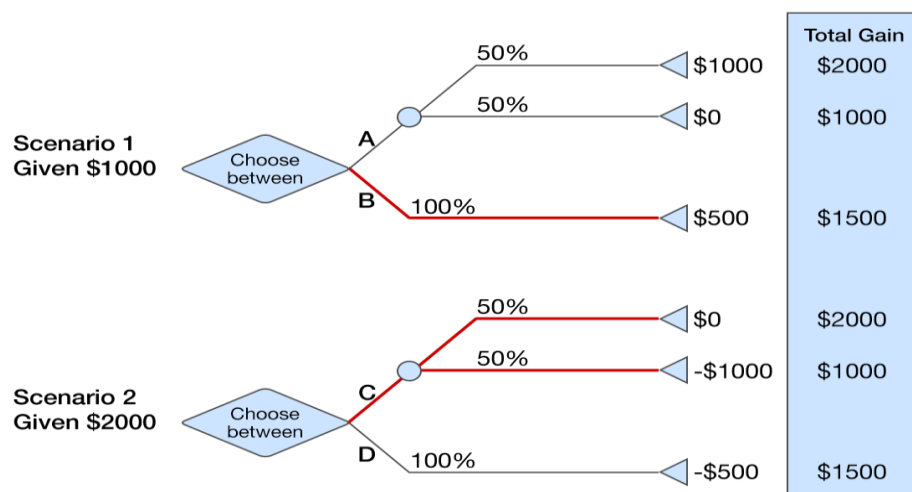
- فلماذا اختلفت اختيارات الأفراد بين المثال 1 و 2 على الرغم من تماثل النتائج في حال تم اختيار الخسارة المؤكدة في المثال 2، أي لماذا تم الابتعاد عن المخاطرة في المثال 1 والدخول في المخاطرة في المثال 2؟

❖ هنا تظهر أهمية النقطة المرجعية في تحديد وتقييم الفرد للأرباح والخسائر:

■ في المثال 1 كانت النقطة المرجعية بالنسبة للأفراد = \$1000 (بما أنه تم منح الأفراد مبلغ \$1000 سوف يكون هدفهم الآن الحفاظ على هذا المبلغ وبالتالي اعتباره كنقطة مرجعية (لأن ألم خسارة ال \$1000 لن يعوضها إلا ربح مقدر بضعف هذا المبلغ كأدنى حد (حسب فرضية تجنب الخسارة التي سوف يتم شرحها فيما يلي)، وبالتالي في حال اختيار الربح المؤكد بمقدار \$500 تصبح قيمة الثروة \$1500 > \$1000 (النقطة المرجعية)، وبالتالي تكون قيمة المنفعة موجبة بالنسبة للفرد.

■ أما في المثال 2 فإن النقطة المرجعية = \$2000 وبالتالي في حال تم اختيار البديل (ب) وهو خسارة مؤكدة بمقدار \$500 سوف تصبح قيمة الثروة \$1500 = \$2000 - \$500 وهي قيمة أقل من قيمة النقطة المرجعية التي تعادل مبلغ \$2000، لذلك قام الأفراد بقبول المخاطرة على أمل المحافظة على قيمة النقطة المرجعية.

وبالتالي البدائل التي تكون قيمتها أكبر من النقطة المرجعية تعتبر أرباح بالنسبة للفرد وفي الحالة المعاكسة تعتبر خسائر.



Source: Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.

- وبالتالي يعتبر المستثمر محب للمخاطرة عند مستويات الثروة الأقل من النقطة المرجعية، أي أنه مستعد لتحمل مخاطرة أكبر وذلك للمحافظة على أعلى مستويات الثروة، أما في حالة مستويات الثروة التي تكون أعلى من النقطة المرجعية فإن المستثمر يكره المخاطرة ويبتعد عنها للحفاظ على قيمة ثروته الحالية.

- يتم عادة تجاهل أثر النقاط المرجعية، حيث إن مواقف الفرد تجاه المخاطر لن تختلف في حال ارتفعت صافي ثروته أم انخفضت ببضع آلاف في حال كانت ثروته تعادل الملايين. أما مواقف الفرد تجاه تقييم الأرباح أو الخسائر تكون غير مستمدة من تقييم كامل ثروته. فالفرح بكسب \$100 أو كره خسارتها لا علاقة لها بقيمة الثروة، فالفرد ببساطة يكره الخسارة ويرغب الربح وفي الحقيقة يبغض الخسارة أكثر مما يرغب الربح أي يعطي وزناً للخسارة أكثر من الربح حتى في حال كانت البدائل متساوية (حسب نظرية تجنب الخسارة).

2.2.1.1.3.2.2. نظرية تجنب الخسارة-كره الخسارة "loss Aversion":

أ- مفهوم نظرية تجنب الخسارة:

نظرية "تجنب الخسارة" لكانمان وتفرسكي 1979 تعتبر حجر الأساس لنظرية الاحتمال/التوقع، والتي تنص على أن الضرر أو الألم الذي يصاحب الخسارة يكون تأثيره النفسي أكبر من الفرح أو المنفعة التي يتم تحقيقها في حال الحصول على مكسب بمبلغ متساوٍ، وقد دلت الدراسات السلوكية أن القوة التي تدفع المستثمر لتجنب الخسارة هي أقوى بمرتين من تلك القوة التي تجعله يقدم على المخاطرة بغرض تحقيق الأرباح.

فالاقتصاد السلوكي أثبت من خلال عديد من التجارب أن الإنسان يكره الخسارة أكثر من حبه للربح (هذا يعني أن خسارة 100 دولار تحقق ضرراً أكبر في نفس الإنسان من المنفعة التي يحققها ربح 100 دولار)، وهذه الظاهرة أطلقوا عليها تسمية "تجنب الخسارة" Loss Aversion- وهذا يعني أن المرء يكون في العادة مستعداً لتكبد عناء وتكلفة أكبر لتجنب الخسارة من استعداده لتكبد العناء نفسه أو التكلفة في سبيل تحقيق الربح، بل إن علماء الاقتصاد السلوكي يقدرون أن التكلفة التي نستعد لتحملها في سبيل تجنب الخسارة تبلغ ضعف التكلفة التي نستعد لتحملها في سبيل تحقيق الربح، كالأغراض التي نخترنها في منزلنا والتي لم نعد بحاجة إليها، بحجة احتمال الحاجة لها يوماً ما في المستقبل، على الرغم من تكبد مبالغ كبيرة لتخزينها وتنظيفها وترتيبها، والتي بينما لو لم تكن نمتلكها في الأصل وقام شخص بإهدائها لنا لما كنا قبلناها (لعدم حاجتنا لأي منها).

يعتبر هذا التحيز أحد أهم الإضافات التي قدمها علم النفس إلى علم الاقتصاد السلوكي كما يؤكد (Kahneman, 2011) وهو ميل المستثمرين إلى تجنب الخسارة وحساسيتهم لها وإعطائها وزناً أكبر من الأرباح، وهو ما يفسر لماذا يصبح المتداولين باحثين عن المخاطر Risk seeking في المجالات الخاسرة ومتحفظين Risk Averse في المجالات الربحية، حيث تلعب محاولتهم لتجنب الخسارة الدور الأكبر في عملية اتخاذ القرار، وتشير الدراسات إلى أن المستثمر يعطي وزناً أكبر للخسارة بمعدل من 1.5 إلى 2.5 مقارنة بالربح وهو ما يسميه كانمان بمعدل بغض/كره الخسارة Loss Aversion Ratio⁶⁵، وهو على نقيض ما افترضته نظرية المنفعة بأن الأفراد على

⁶⁵ Kahneman, Daniel. (2011), Thinking Fast and Slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA.P.275.

الدوام كارهين للمخاطر ويبتعدون عنها، فالأفراد وفق نظرية الاحتمال أو التوقع يكونوا محبين للمخاطر في حال كانت البدائل الاحتمالية مقدمة بصيغة الخسارة، أي يسعى الأفراد لقبول المخاطرة محاولةً منهم لتقليل الخسارة قدر الإمكان بالاعتماد على الاحتمالات نظراً لخوفهم من الخسارة، وبالتالي يكون الأفراد في هذه الحالة كارهين للخسارة وليس للخطر، أما في حالة البدائل المقدمة بصيغة الربح فإن الأفراد يصبحون كارهين للمخاطرة و يفضلون الحصول على الربح المضمون و المؤكد.

ولقد فسرت نظرية "تجنب الخسارة" التباين في درجات "تفضيلات المخاطر" الشهرية خلال الأزمة المالية العالمية مقارنة بتجنب المخاطرة أو بمعنويات المستثمرين (Guillemette & Nanigian, 2014).

أيضاً فسرت استفسارات "تقييم المخاطر" التي اعتمدت على قياس "تجنب الخسارة" مقارنة بقياس "تجنب المخاطر"، التباين في "درجات تخصيص المحافظ المالية" والتغيرات الاستثمارية المتتابة فيها.⁶⁶

وقد استخدم الكثير من الباحثين المعادلات الرياضية والرسوم البيانية في توضيح هذه النظرية الاقتصادية المؤثرة، وعمدوا إلى استبدال القرارات الاستثمارية وما ينتج عنها من رضا في حالة الربح، وعدم الرضا في حالة الخسارة بمتغيرات بيانية. فإذا رمزنا إلى مقدار كمية الرضا/عدم الرضا بالمتغير (x)، فسوف نجد أن المستثمر لو اتخذ قراراً باستثمار مبلغ 1000 دولار في السوق المالي على سبيل المثال، ثم أدّرت هذه الألف ربحاً قيمته 100 دولار، فإن المستثمر سيحصل على 100 x من الرضا، أما لو أنتجت هذه الألف خسارة قيمتها 100 دولار، فسوف يحصل المستثمر على (200 x) من عدم الرضا، وهذا يعني أن خسارة نفس المبلغ تعطي أثراً مضاعفاً، مما يجعل المستثمر يتخوف من المخاطرة تجنباً لهذا الأثر المضاعف من عدم الرضا.⁶⁷

وبالتالي فإن فقدان مبلغ من المال x يؤلم بشكل مضاعف من شعور الرضا بربح نفس المبلغ ، أي أن الأفراد لديهم حساسية أعلى للخسائر (انطلاقاً من النقطة المرجعية) من الأرباح بالنسبة لمبلغ متساوٍ، بافتراض أن النقطة المرجعية للفرد تساوي 0 "للسهولة" ، أي نحن كأفراد نكره الخسارة أكثر من تمتعنا بالربح، ففي حال خسارة \$1000 اليوم وربح \$1000 غداً، فإن الفرح بربح الـ \$1000 لن توازن ألم خسارتها التي تمت يوم أمس، سيتحتم ربح \$2000 لكي توازن ألم الخسارة والشعور بالرضا بالمقابل، فالنسبة هي 2 إلى 1 للربح كحد أدنى، أي يجب أن يتم ربح ضعف المبلغ الذي تمت خسارته كحد أدنى حتى توازن ألم الخسارة، هذا في حال تحقيق الربح أولاً ومن ثم الخسارة ، يختلف الأمر في حال تمت عملية الخسارة أولاً لمبلغ \$1000 ثم الربح للمبلغ ذاته، حيث يتم الاعتراف بهذا الربح .

ننوه أن عملية رفض المخاطرة من قبل الفرد هو عمل من أعمال النظام 2، ولكن المدخلات الجوهرية هي الاستجابات العاطفية التي يتم إنشاؤها بواسطة النظام 1.⁶⁸

⁶⁶ An analysis of risk assessment questions based on loss-averse preferences, MO 65211, 573-884-9188, P.4.

⁶⁷ Presentation on theme: "Choices involving risk" — Presentation transcript.

⁶⁸ Kahneman, Daniel. (2011), Thinking Fast and Slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA.P.276.

وتمتد آثار (التوجه السلوكي لتجنب الخسارة) على المدى القصير الأجل والطويل الأجل؛ فعلى المدى القصير الأجل، ينزع المستثمرون إلى إجراء عمليات بيع أو شراء متسارعة وغير مدروسة بهدف الحفاظ على رؤوس أموالهم مما قد يؤدي إلى خسارة غير متوقعة. أما على المدى طويل الأجل، فقد يتجنب المستثمرون التنوع في محافظهم الاستثمارية خوفاً من أن يؤدي الإستثمار في أحد القطاعات إلى خسائر تؤثر على القيمة الإجمالية لمحافظهم الاستثمارية.

إذاً تجنب الخسارة يدفع الأفراد إلى اللعب بشكل آمن من أجل حماية الأرباح، ولكن إلى تحمل خطر أكبر من أجل تجنب الخسارة (الهرب من مركز خاسر)، وهذا التجنب للخسارة قد يقل عقب تحقيق الأرباح وقد يزيد عقب تحقق الخسارة.

قد يسبب تحيز "تجنب الخسارة" انحرافاً آخر وهو:

✚ صعوبة تدارك الخسائر" أو أثر التصرف Disposition Effect:

يقصد به التردد في البيع لوجود تعلق عاطفي وانطباع بأن التخلي عن هذا العنصر يعد خسارة في الثروة غير مبررة ، والاعتقاد بأن السوق هو الذي يجهل القيمة الحقيقية للأصل، حيث يميل المستثمر في هذه الحالة إلى تأجيل بيع الأوراق المالية الخاسرة على أمل تعويض هذه الخسائر في المستقبل، بالرغم من أن القاعدة الاستثمارية الذهبية التي يجب إتباعها في هذه الحالة هي قاعدة" وقف الخسائر"، فبهذه الطريقة يتصرف الفرد وكأنه يحاول تعظيم قيمة الضريبة فهو في هذا الحالة يؤجل الخسارة وبالتالي لا يستفيد من الخصومات الضريبية ويعترف بالربح مبكراً و بالتالي يدفع الضريبة مبكراً، وهذا على عكس ما وجد في المالية التقليدية التي تقول بأن الفرد دوماً يسعى لتخفيض مدفوعاته الضريبية. ويعود هذا لصعوبة الاعتراف بالخطأ بسبب عناد المستثمر وشعوره بالنقص وصعوبة جعله الخسائر محققة فعلياً لوقعها السيء على نفسيته، لذا فهو يفضل الاستمرار في تسجيل الخسارة على الإقرار بخطئه، وهذا التحيز يؤثر على محافظ المستثمرين بشكل كبير ويمنعهم من اتخاذ قرارات مستقبلية استثمارية سليمة بسبب الاستثمارات الخاسرة التي يحتفظ بها المستثمر والتي قد تشكل تكلفة مرتفعة إذا أخذ بالحسبان تكلفة الفرصة البديلة في حال تخلصه من هذه الاستثمارات الخاسرة مبكراً والاتجاه إلى استثمارات أفضل، حيث حسب كانمان يكون السعر المرجعي reference price عادة الخاص بالمستثمر هو سعر الشراء الأولي للأداة المالية، حيث كما ذكرنا فإن المنفعة الحقيقية للفرد لا يتم تقييمها حسب قيمة الثروة الكلية الخاصة به وإنما يكون المنفعة تمثل أرباحاً أم خسائر بالنسبة له في الوضع الراهن⁶⁹.

وبالتالي بما أن بعض المستثمرين غير عقلانيين ولا يأخذون قراراتهم الاستثمارية بناء على المعلومات المتاحة وإنما تحيزاتهم السلوكية تؤثر في قراراتهم بشكل واسع، فإن السعر يصبح غير كفؤ أي لن ينعكس تلقائياً حسب المعلومة، والعائد المتوقع لن يتساوى مع العائد الفعلي وبالتالي يصبح هنالك احتمالات لتحقيق أرباح وخسائر غير عادية، على عكس ما وجد نظرياً في نظرية المنفعة.

⁶⁹ Chen G, K. K. (2007). Trading Performance, Disposition Effect, Overconfidence, Representativeness Bias, and Experience of Emerging Market Investors. Journal of Behavioral Decision Making, 425-451.

ب- كيفية تقييم وقياس الخسائر حسب نظرية "تجنب الخسارة":

عندما يتم التعبير عن النتائج والاحتمالات بشكل عوائد سلبية فإن قاعدة "تجنب المخاطرة" حسب نظرية "تجنب الخسارة" تتحول إلى نظرية "حب المخاطرة"، وذلك عندما يكون أحد الخيارات خسارة مؤكدة والخيارات الأخرى بشكل بدائل احتمالية، وهذا يكون بسبب تأثير "الحساسية المتناقصة للخسارة" حيث يصبح الفرد محباً للخطر في مجال الخسائر، و مع التناقص في الحساسية عند الابتعاد عن النقطة المرجعية يقل حب الفرد للمخاطر، أما عندما تكون البدائل الإحتمالية مقدمة بشكل أرباح، يصبح الفرد كارهاً للمخاطر.

ولكن قد تتغير هذه المعادلة في حال كانت هنالك أرباح أو خسائر محققة سابقاً قبل عملية اتخاذ القرار، ففي حال كان الفرد قد حقق أرباح سابقة لعملية اتخاذ قرار قبول المخاطرة أو رفضها، فإن الأرباح السابقة المحققة تخفض من أثر معامل "كره الخسارة" وقد تجعل الأفراد محبون للمخاطر نوعاً ما (أو مقبلون على المخاطر بجرأة أكبر)، أي تخفف من وطأة وألم الخسارة المحققة سابقاً أو القابلة للتحقق، أما في حال تحقيق خسائر سابقة متكررة فإن ذلك قد يجعل الأفراد كارهون للخطر خوفاً من تزايد الخسائر (Sullivan & Kida, 1995; Thaler & Johnson, 1990; Weber & Zuchel, 2005).

و تجدر الإشارة إلى أن الفرد قد يغير تفضيله أيضاً في حال تحقيق خسائر سابقة لعملية اتخاذ القرار في حال لم يكن قد تأقلم بعد مع الخسارة السابقة المحققة، حيث في حال كان الفرد لا يزال متأثراً بالخسائر السابقة التي حققها ففي هذه الحالة في أغلب الأحيان يصبح الفرد محباً للمخاطر محاولاً التعويض عن الخسائر السابقة المحققة متأماً لتحقيق أرباح تخفض من أثر الخسائر السابقة المحققة (وكمثال على ذلك الرهانات على الخيل في السباقات)، حيث يظل الأفراد يقامرون على الأحصنة بالرغم من الخسائر السابقة المحققة متأملين تعويضها عند الربح. وبالتالي فإن قاعدة تجنب الخسارة قد تتغير وتؤدي إلى تغير تفضيلات الأفراد نظراً لعدة عوامل منها الأرباح والخسائر المحققة السابقة لعملية اتخاذ القرار.

❖ وكمثال على الفكرة السابقة، وإثبات أهمية النقطة المرجعية:

لنفترض أنك قد خسرت للتو مبلغ \$150 على مراهنة في سباق الأحصنة، لديك فرصة أخيرة للمراهنة في السباق الأخير في نهاية اليوم بمبلغ قدره \$10 باحتمال (15:1)، مما يعني أنه في حال ربح الحصان المراهن عليه سوف تربح مبلغ \$150، ولكن في حال خسارته سوف تخسر مبلغ المراهنة وهو \$10.

لنلاحظ أهمية النقطة المرجعية الخاصة بالمراهن في هذا المثال؛ ففي حال شمل المراهن خسارته السابقة في هذا اليوم والتي تعادل مبلغ \$150، فنتيجة المراهنة الإضافية في حال قبل بها سوف ينتج عنها إما "نقطة تعادل" في حال ربح الحصان أو خسارة تعادل \$150 في حال خسر الحصان + \$10 مبلغ خسارة الرهان الإضافي.

ولكن في حال تجاهل المراهن خسارته السابقة خلال اليوم والتي تعادل \$150، واعتبر النقطة المرجعية 0، سوف تكون حصيلة الرهان الأخير في هذه الحالة، إما ربح يعادل \$150 في حال ربح الحصان أو خسارة تعادل \$10 في حال خسر.

وبالتالي وبحسب نظرية التوقع، الشخص الذي يقوم بتبني الحالة الثانية وهي "فصل النتائج"، أي اعتبار النقطة المرجعية تعادل 0، يكون أقل ميل لتقبل المخاطرة بما أنه يكون في مجال "الأرباح"، وإنما في الحالة الثانية، عندما تكون النقطة المرجعية في هذه الحالة عند الشخص هي مقدار الخسائر المحققة خلال اليوم، أي عندما يقوم الشخص بـ "دمج نتائج الرهان" خلال اليوم، يصبح "محب للمخاطرة" بما أنه يكون في هذه الحالة في مجال الخسائر، فيحاول تعويض الخسارة السابقة.⁷⁰

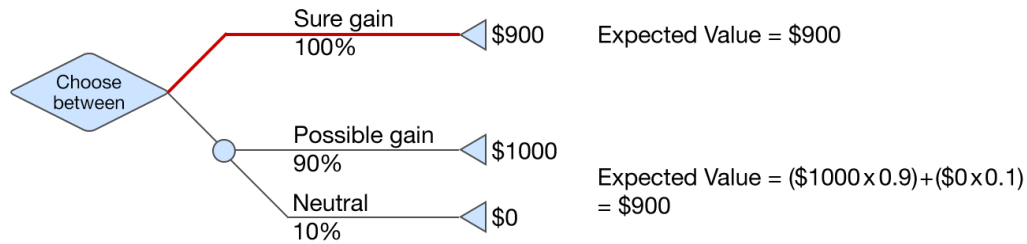
❖ أيضاً لإثبات قاعدة "تجنب الخسارة" قام كانمان بعرض الاحتمالات التالية على مجموعة من الأفراد وفق السيناريوهات التالية للاختيار فيما بينها:

1. أنت مخير بين الاحتمالات التالية:

A. فوز مؤكد بمبلغ \$900.

B. احتمال 90% بأن يتم الفوز بمبلغ \$1000 واحتمال 10% لعدم الفوز بشيء.

وبالتالي تكون القيمة النقدية المتوقعة حسب نظرية المنفعة تعادل $E(r) = 0.9 \times 1000 + 0.1 \times 0 = 900$



Source: Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.

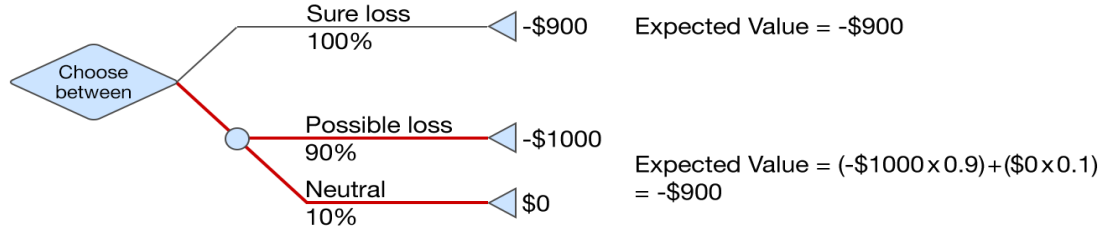
2. أنت مُخير أيضاً بين:

A. خسارة مؤكدة لمبلغ \$900، أو

B. احتمال 90% لخسارة \$1000 و 10% لعدم خسارة شيء.

وبالتالي تكون القيمة النقدية السالبة المتوقعة حسب نظرية المنفعة: $E(r) = 0.9 \times (-1000) + 0.1 \times 0 = -900$

⁷⁰ Peter Dybdahl Hede & bookboon.com, 2012. Behavioral Finance, P.18.



Source: Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.

بالنسبة للخيار الأول غالبية من تم سؤالهم من قبل Kahneman & Tversky, 1981 كانت استجاباتهم باختيار الخيار A وهو الفوز بشكل مؤكد بمبلغ \$900 بينما بالنسبة للخيار 2 اختار غالبية المشاركين (بنسبة 87%) الخيار D أي قبول المخاطرة⁷¹ ، وهو الأمر الذي يعطي نتيجة لا تتوقعها نظرية المنفعة المتوقعة حيث يبدو الأفراد المشاركون كارهين للخطر في الحالة الأولى على الرغم من احتمال 90% لربح مبلغ أكبر في حال قبول المخاطرة، في حين يظهر المشاركون كباحثين عن المخاطر في الحالة الثانية على الرغم من احتمال 90% لخسارة مبلغ أكبر في حال قبول المخاطرة.

ونجد أيضاً أن القيمة النقدية المتوقعة للخيار B لا تختلف عن قيمة الربح المؤكد في الخيار A وكذلك القيمة النقدية للخيار D لا تختلف عن قيمة الخسارة المؤكدة في الخيار C، حيث وفقاً لكانمان فإن القيمة المعنوية لخسارة مبلغ 900 دولار بشكل مؤكد هي أكثر بكثير من 90% من القيمة المعنوية لخسارة 1000 دولار في حال الدخول في المخاطرة. فالخسارة المؤكدة أمر مكروه للغاية، وهذا ما يدفع الأفراد إلى تحمل المخاطرة، حيث كما يقول كانمان "عندما يواجه الفرد خيارات تكون جميعها سيئة (سالبة)، يقوم بأخذ المخاطرة بجميع الأحوال"⁷².

وحسب نظرية المنفعة المتوقعة فإن الأفراد العقلانيون يجب ألا يفرقوا بين الخيارين بما أن قيمة المنفعة هي ذاتها، فمن المفترض بناء على نظرية المنفعة المتوقعة أن يقوم الأفراد العقلانيون بعدم الدخول في المخاطرة والقبول بالبدائل النقدية بما أن النتيجة الاحتمالية هي ذاتها، فحسب نظرية المنفعة المتوقعة، فالأفراد عامة:

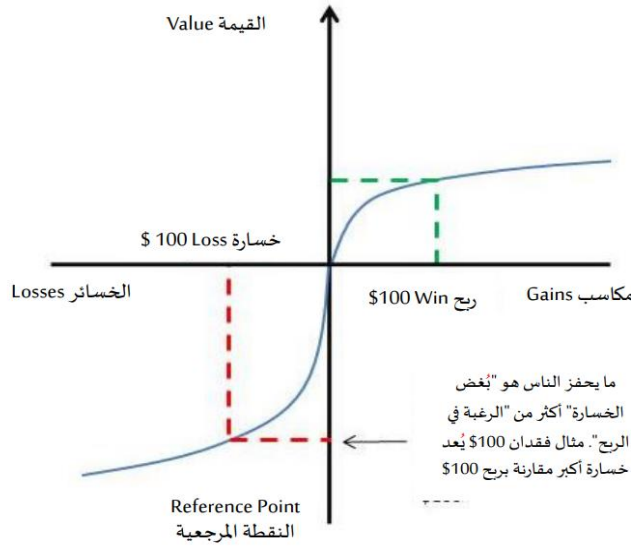
- كارهون للمخاطرة في جميع الحالات.
- يسعون لتعظيم منفعتهم القصوى.
- عقلانيون في جميع قراراتهم.

⁷¹ Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.

Prospect Theory Kahneman, Daniel. (2011), Thinking Fast and Slow, New York: Farrar, Straus and Giroux,⁷² USA.P.269

الشكل التالي يوضح القيم النفسية للأرباح والخسائر بالنسبة للمستثمرين:

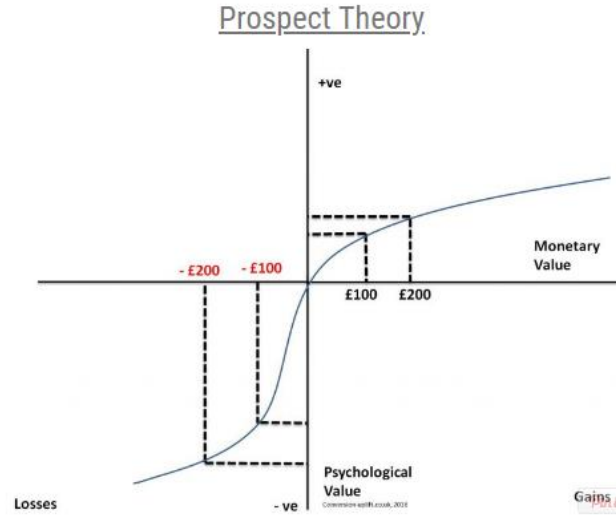
الشكل 1-3 القيم النفسية الافتراضية للربح والخسارة لدى المستثمرين في ظل نظرية التوقع (الاحتمال)



Source: KAHNEMAN, D. and TVERSKY, A., 1979. Prospect theory: An analysis of decision under risk

Econometrica: Journal of the Econometric Society pp. 263-291

- المحور العامودي (y) يمثل القيمة الذاتية subjective value أي القيمة المعنوية التي يقيم الفرد وفقاً لها منفعة البدائل بكونها تمثل أرباحاً أم خسائر بالنسبة له، أما المحور الأفقي (x) يمثل القيمة الموضوعية objective value أي قيمة البدائل (الأرباح والخسائر)، ونلاحظ أن العلاقة بين المتغيرين هي علاقة غير خطية.
- كما يتضح من خلال دالة القيمة: تساوي قيمة كل من الربح والخسارة إلا أن هذه الأخيرة تخلق ألم بقدر أكبر من المنفعة المحققة من الربح.
- حيث يتم تقييم المحصلات/النتائج من خلال دالة القيمة التي تأخذ الشكل S، حيث تكون مقعرة (كارهة للمخاطر) بالنسبة للأرباح أعلى النقطة المرجعية ومحدبة (محببة للمخاطر) بالنسبة للخسائر أدنى النقطة المرجعية، علماً أن النقطة المرجعية هي نقطة تقاطع المحور X والمحور Y.



Source: Thaler, R. & Barberies, N. (2002). A survey of behavioral finance. Economics of Finance,
Handbook of the National Bureau of Economic Research, 1051-1121

- نلاحظ أن القيمة الذاتية V تكون أكثر حدة عند كل مبلغ خسارة مقارنة بمبلغ الربح المقابل أو المساوي له، أي أن خسارة مبلغ \$100 تكون ذات ألم معنوي أكبر من السعادة بكسبها.
- نلاحظ أن الفرد أيضاً يعطي قيمة ذاتية Psychological value (وحدات منفعة) أكبر للفرق بين مبلغ 0 و \$100 من الفرق بين \$100 و \$200 ، أي عندما كانت النقطة المرجعية 0 و تم ربح \$100 فإن الفرح بربح هذا المبلغ له قيمة معنوية أكبر للفرد مما لو انتقل من مبلغ \$100 إلى \$200، أي نقل وحدات المنفعة عند الابتعاد عن النقطة المرجعية و عند تحقيق مكاسب أكبر، أيضاً في مجال الخسائر تتناقص وحدات المنفعة السالبة عند الابتعاد عن النقطة المرجعية، فالمنفعة السالبة عند الانتقال إلى مبلغ خسارة يعادل - \$100 أعلى من الأثر السالب عند الانتقال من خسارة بمبلغ - \$100 إلى - \$200.

❖ وبالتالي يعكس منحنى القيمة وفق نظرية التوقع العوامل التالية والتي تؤثر في اتخاذ الفرد لقراراته عند وجود بدائل احتمالية بجعله محباً للمخاطر أم كارهاً لها:

1. **معامل تجنب الخسارة:** والذي يعكس درجة "كره الخسارة" من قبل الفرد و يبين القيمة الذاتية أو الأهمية النسبية التي يمنحها الفرد للخسارة، والتي تكون في الغالب أكبر من تلك الممنوحة للربح، وبالتالي كلما زادت قيمة هذا المعامل لدى الفرد يصبح كارهاً للمخاطر و يبتعد عن الدخول في المخاطرة إلا في حال تعويض مبلغ الخسارة المحتمل بمبلغ ربح أكبر منه بمقدار الضعف كأقل تقدير، ففي حال كان معامل تجنب الخسارة لدى الفرد 2.25، فهذا يعني أن الفرد لا يقبل المخاطرة إلا في حال كان مبلغ الربح المحتمل يعادل 2.25 مرة من مبلغ الخسارة المحتمل⁷³.

⁷³ Kahneman, Daniel. (2011), Thinking Fast and Slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA. Loss Aversion P.(275-278).

2. حساسية الفرد تجاه الربح والخسارة: الممثلة بشكل حرف S، وتعني الحساسية المتناقصة أن وحدات المنفعة سواء الموجبة أو السالبة تتناقص مع الابتعاد عن النقطة المرجعية المحددة من قبل الفرد (هنا للسهولة نعتبرها 0)، وبالتالي في مجال الأرباح كلما حقق الفرد أرباحاً أكبر وابتعد عن النقطة المرجعية انخفضت حساسيته للربح وأصبح كارهاً للمخاطر بشكل أكبر. أما في مجال الخسائر أي في الجانب المحدب، فكلما حقق الفرد خسائر متراكمة أكبر وبالتالي ابتعد عن النقطة المرجعية تقل وحدات المنفعة السالبة ويصبح أقل حساسية للخسارة وبالتالي قد يصبح كارهاً للمخاطر، أما عندما يحقق خسائر بالقرب من النقطة المرجعية أي تكون وقعها عليه شديدة، فإن حساسيته للخسارة تكون عالية ويكون الفرد في هذه الحالة محب للمخاطر محاولة منه لتقليل الخسائر قدر الإمكان والمحافظة على قيمة النقطة المرجعية⁷⁴. وبالتالي فإن التغيرات في القيمة ومدى انحرافها حول النقطة المرجعية والتي تكون ذات التأثير الأكبر في نفسية الفرد هي التغيرات التي تكون قريبة من النقطة المرجعية.

- الافتراض الاقتصادي الكلاسيكي الخاص بتناقص المنفعة الحدية قائم على الحدس الطبيعي أن: الدولار الأول يتم إنفاقه على أكثر السلع فائدة وأهمية والثاني على ثاني أكثر السلع فائدة؛ وهكذا، وكل دولار إضافي يجلب فائدة إضافية أقل من السابق.

- (كانمان وتفرسكي 1979) يضعان افتراضات مختلفة حول المنفعة الحدية بالاستناد إلى المبدأ النفسي للحساسية المتناقصة. حيث أن الأفراد وفقاً للحساسية المتناقصة يكونوا أكثر حساسية للتغيرات التي تكون قريبة من وضعهم الراهن Status Quo (النقطة المرجعية) مقارنة بالتغيرات التي تكون بعيدة عنها، أي يقل التأثير الهامشي للتغير في القيمة كلما ابتعدنا عن النقطة المرجعية ذات الصلة.

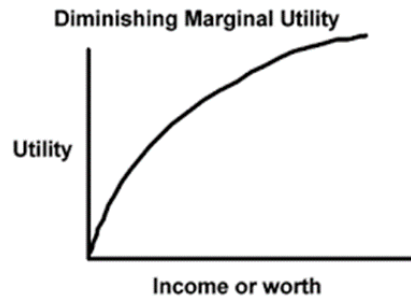
- بالنسبة للمكاسب، يعزز هذا المبدأ ما وجد في نظرية المنفعة (الافتراض الاقتصادي الكلاسيكي) من حيث المنفعة المقعرة وأن الانتقال من مبلغ \$10 إلى مبلغ \$20 أكثر أهمية ومنفعة للفرد من منفعة الانتقال من مبلغ \$110 إلى مبلغ \$120 (فأول \$10 حققها الفرد كربح أكثر أهمية ومنفعة من ثاني 10 ثم ثالث 10 وهكذا... نظراً لكون أول \$10 الأقرب إلى النقطة المرجعية لنفرضها 0 وبالتالي أهمها، وكلما ازدادت مبالغ الربح المتراكمة وابتعدنا أكثر عن النقطة المرجعية قلت وحدات المنفعة المحققة من الربح).

- ولكن، بالنسبة للخسائر يشير هذا المبدأ إلى نمط معاكس للافتراض الكلاسيكي، حيث يصبح تأثير الانتقال من خسارة مبلغ \$10 إلى خسارة مبلغ \$20 أكبر وليس أقل من تأثير الانتقال من خسارة مبلغ \$110 إلى خسارة \$120 (على الرغم من الانتقال من مبلغ أكبر في الخسارة وهو \$110 مقارنة بمبلغ \$10 والذي من المفترض أنه كلما زادت مبالغ الخسارة أن تزداد معها

⁷⁴ Kahneman, Daniel. (2011), Thinking Fast and Slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA. Biology Vs Rationality P. (375).

الحساسية تجاه الخسارة (حسب نظرية المنفعة تزداد وحدات المنفعة السالبة كلما زادت الخسارة)، ولكن بحسب نظرية التوقع-تجنب الخسارة، فإن التغيرات التي تحدث بالقرب من النقطة المرجعية Status Quo يكون لها التأثير الأكبر في نفسية المستثمرين (أي أول خسارة لمبلغ \$10 مقارنة بالنقطة المرجعية 0 تؤثر في نفسية المستثمر - الفرد أكثر من ثاني \$10 خسارة ثم الثالثة وهكذا) على الرغم من تزايد مبالغ الخسائر المتراكمة، وبالتالي تتناقص الحساسية تجاه الخسارة كلما ابتعدنا عن النقطة المرجعية، أي تقل وحدات المنفعة السالبة من الخسارة disutility from losses مع الابتعاد عن النقطة المرجعية (، فمقارنة بمبلغ -20\$ كخسارة مقارنة ب-10\$ كخسارة أكثر أهمية من مقارنة بمبلغ -120\$ خسارة بمبلغ -110\$ على الرغم من تساوي مبلغ الخسارة (10\$)، ولكن كلما ازدادت الخسائر التراكمية المحققة وابتعدنا عن النقطة المرجعية تقل أهمية الخسارة و الحساسية تجاهها ويصبح الفرد أكثر تجنباً للخسارة.

- لذلك يصبح الأفراد أقل حساسية للخسارة مع تزايد الثروة ويصبحون كارهون للمخاطر عوضاً عن محبين لها كلما ابتعدنا عن النقطة المرجعية، وكارهين للمخاطر في مجال الأرباح مع تناقص وحدات المنفعة من الربح بازدياد الثروة.



.Source: Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. Econometrica, 47(2), 263-291

(فسر كانمان هذا المبدأ بالاستناد إلى نظرية المنفعة، ففي حال ادخر أحد الأشخاص مبلغ \$1000 ووضعها في حسابه لدى المصرف. المرة التالية ادخر أيضاً مبلغ \$1000 ووضعها في حسابه المصرفي إضافة للمبلغ الموضوع سابقاً، هنا سيرى الشخص منفعة ازدادت إلى 20 وحدة منفعة. ولكن عند إضافة مبلغ \$1000 للمرة الثالثة إلى الحساب، تصبح زيادة وحدات المنفعة 18 وحدة... وهكذا، وهذا يفسر لما يصبحون الأفراد كارهين ومبتعدين عن المخاطر عند وجود مبالغ كبيرة من المال (فوحدة المنفعة التي تتناسب عكسياً مع ارتفاع مبلغ الأموال تجعلهم يبتعدون عن تحمل المخاطرة).

قام أيضاً الاقتصادي برنولي⁷⁵ بإيجاد دالة للمنفعة تقوم على تقييم البدائل الاحتمالية وفقاً لمنفعتها النفسية psychological utilities الخاصة بكل فرد وليس وفقاً لكامل قيمة الثروة كما في نظرية المنفعة، حيث لاحظ برنولي أن معظم الأفراد لا يحبون المخاطرة في مجال الأرباح (ويقبلون احتمال تلقي أدنى نتيجة ممكنة)، وإذا عرض عليهم الاختيار بين مخاطرة ما وبين مبلغ مؤكد مساوٍ لقيمتها المتوقعة، سيختارون الشيء المؤكد. قام برنولي باستخدام علم النفس الفيزيائي لشرح هذا النفور من المخاطرة: كانت فكرته أن الأفراد لا يقيمون النتائج النهائية الخاصة بالمخاطر المقترحة بقيمتها النقدية، وإنما بتقييم القيم المعنوية/النفسية لنتائج البدائل، أي منفعتها الحقيقية بالنسبة لهم.

ولكن تم نقض جزء من هذه النظرية من قبل كانمان لاحقاً، نورد فيما يلي لمحة بسيطة عن هذه الدالة⁷⁶:

◀ الجدول التالي يبين دالة المنفعة المحسوبة من قبل بيرنولي، وهي تمثل المنفعة الخاصة للفرد وفق مستويات مختلفة من الثروة من 1 مليون دولار إلى 10 مليون⁷⁷.

Wealth (millions)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Utility units	10	30	48	60	70	78	84	90	96	100

Source: Kahneman, D. (2011). Thinking, fast and slow. Bernoulli's Error, p.265

- **السطر الأول:** يمثل قيمة الثروة الخاصة بالفرد (قيمة البدائل).

- **السطر الثاني:** يمثل وحدات المنفعة الذاتية المقابلة لكل بديل بالنسبة للفرد.

نلاحظ بأن إضافة 1 مليون دولار إلى مبلغ 1 مليون يضيف 20 وحدة منفعة عند إضافتها إلى 10 وحدات منفعة الأولى، ولكن عند إضافة مبلغ 1 مليون دولار إلى قيمة الثروة البالغة 9 مليون أضاف ذلك 4 وحدات منفعة فقط للفرد.

وجد "بيرنولي" أن القيمة الهامشية المتناقصة للثروة هي ما يؤدي إلى جعل الأفراد كارهين للمخاطر ما يؤدي إلى التفضيل الشائع لدى الأفراد بشكل عام لاختيارهم الربح المؤكد على اختيار المخاطرة التي محتمل أن تجلب لهم قيمة متوقعة أكبر أو مماثلة للربح المؤكد الذي قاموا باختياره.

⁷⁵ دانييل برنولي (1700-1782): عضو في الجمعية الملكية، عالم رياضيات وفيزيائي سويسري من أصل هولندي، وواحد من أبرز علماء الرياضيات في عائلة بيرنولي. يعرف دانييل بدوره الكبير في تطبيق مبادئ الرياضيات في الميكانيكا، وإسهاماته في الإحصاء والاحتمالات. ⁷⁶ تم اقتراح فرضية برنولي من قبل عالم الرياضيات السويسري دانيال برنولي، حيث أضافت اقتراحات نظرية برنولي أبعاداً إضافية في عملية تقييم المخاطر. حيث وفقاً لنظريته "لا يعتمد قبول المخاطرة فقط على القيمة الاسمية للمبالغ التي يمكن خسارتها، بل يعتمد أيضاً على القيمة الجوهرية، أو المنفعة الحقيقية للقيمة بالنسبة للشخص الذي يقبل المخاطرة."

⁷⁷ Kahneman, D. (2011). Thinking, fast and slow. Bernoulli's Error, p.265

3. الوزن المرجح للاحتتمالات الخاصة بالبدايل المعروضة:

من العوامل التي يعكسها أيضاً منحني القيمة وفق نظرية التوقع والتي تؤثر في اتخاذ الفرد لقراراته عند وجود بدايل احتمالية هو الوزن المرجح لاحتمالات البدايل.

حيث قبل تقييم الأفراد للبدايل الاحتمالية وتحديد قيمتها، يتم تعيين أوزان نسبية للاحتمالات وفق "دالة ترجيح احتمالية"، حيث يتم تحويل الاحتمالات الخاصة بالبدايل المختلفة باستخدام دالة ترجيح احتمالية تقوم أغلب الأحيان بالمبالغة برفع أوزان الاحتمالات الصغيرة أو تقوم بخفض أوزان الاحتمالات المتوسطة والكبيرة ، أي يتم ضرب كل احتمال بمعامل تثقيل يتم تحديده حسب نسبة الاحتمال، هذا بالنسبة للاحتمالات التي تكون بين 0 و 1، أما الأحداث المؤكدة (اليقينية) فيتم منحها وزن 1 أو 0 ، ولا يتم المبالغة بخفضها أو برفعها وإنما تبقى مؤكدة الحدوث كما هي.

فعندما تكون الاحتمالات نسبتها أقل من 50% تكون أوزان البدايل أكبر من الاحتمالات، والعكس صحيح (حيث تتساوى الأوزان مع الاحتمالات عند معدل احتمال 50%)

حيث يرى روبيرت شيلر أن نظرية التوقع تتلخص بالتاليين التاليين (دالة القيمة ودالة الوزن)؛ واللذين يشكلون من خلال عملية جداءهم "دالة القيمة المرجحة بالوزن" والتي يتم وفقاً لها اتخاذ القرار الاستثماري باختيار البديل ذات الوزن المرجح الأعلى:

حيث يعمد الأفراد إلى قياس القيمة الإجمالية للبديل الاحتمالي (V)، والتي تتحدد في المقام الأول من خلال المزج بين دالة القيمة (V) ودالة الوزن. (تم عرض مفهوم دالة الوزن بالتفصيل فيما يلي).

2-2-3-1-1-2-3: Decision Weights عبر دالة الوزن

يتم اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية وفقاً لنظرية التوقع في ظل وجود البدايل الاحتمالية من قبل الأفراد والمستثمرين بالنظر إلى مستوى تقبل المخاطرة لديهم والذي يتحدد بالعوامل التالية:

(أ) دالة القيمة المحددة بالعوامل التالية:

1. النقطة المرجعية الخاصة بالفرد التي تحدد كون البدايل الاحتمالية تمثل ربح أم خسارة بالنسبة للفرد.
2. قيمة عامل تجنب الخسارة لدى الأفراد والذي يزيد من درجة كره الخسارة لدى الأفراد بازدياده.
3. الحساسية المتناقصة للربح والخسارة التي تجعل الفرد كارهاً للخسارة في مجال الأرباح ومحباً لها في مجال الخسائر.

(ب) دالة الوزن:

التي تؤثر في الأهمية النسبية الموضوعية للاحتمالات الخاصة بالبدايل.

❖ حيث كما ذكرنا سابقاً يتم التعبير عن نظرية التوقع من خلال الدالتين التاليتين (دالة القيمة ودالة الوزن)؛ والذان يشكلان من خلال عملية جداءهما دالة القيمة المرجحة بالوزن والتي يتم وفقاً لها اتخاذ القرار الاستثماري باختيار البديل ذات الوزن المرجح الأعلى:

1. دالة القيمة $V(x)$ / prospect value:

وحسب كانمان فهي تتميز بالخواص الأساسية التالية⁷⁸:

أ- تتحدد قيمة المتغير x في دالة القيمة والتي تمثل قيمة الأرباح والخسائر بالنسبة للفرد، والتي تتحدد بناء على مدى انحرافها من النقطة المرجعية Reference point الخاصة بكل فرد، حيث يتم تقييم البدائل بالنظر إلى طبيعتها ومنفعتاتها للفرد سواء كانت تمثل أرباحاً أم خسائر بالنسبة له، وبالتالي تمثل قيمة x "قيمة الأرباح والخسائر".

ب- تكون دالة القيمة مقعرة بالنسبة للأرباح ومحدبة بالنسبة للخسائر أي أكثر حدة للخسائر من الأرباح (Kahneman & Tversky, 1979)، وفي مجال الأرباح يكون الفرد كاره للمخاطرة أما في مجال الخسائر فيكون الفرد مقبل على المخاطرة لمحاولة تقليل الخسائر قدر الإمكان، ولكن تتناقض حساسية الفرد تجاه الخسارة عندما يبتعد عن النقطة المرجعية، فيصبح مع ابتعاده عنها كارهاً للمخاطر عوضاً عن محباً لها.

فعند تقييم الأرباح، لنفترض ربح بمبلغ \$100، فإن القيمة الذاتية للربح سوف تعادل القيمة الفعلية للربح والتي تعادل \$100.

أما عند تقييم الخسارة، لنفترض أن الفرد قد خسر مبلغ \$40، سوف يقيم نفسياً الخسارة بمبلغ يعادل مبلغ \$100، وبالتالي على الرغم من أن القيمة النقدية الفعلية الصافية تعادل مبلغ \$60 (\$100 ربح - \$40 خسارة)، ولكن القيمة الذاتية (المعنوية) تعادل 0 (\$100 ربح - \$100 خسارة معنوية).

علماً أن نظرية التوقع قد استبدلت "المنفعة المتوقعة" بـ "القيم المتوقعة" أي بقيم الأرباح والخسائر بالنسبة للنقطة المرجعية.

◀ قيمة البديل x وفق دالة القيمة يتم تحديده كالتالي⁷⁹:

$$v(x) = \begin{cases} x^{\alpha+} & \text{for } x \geq 0 \\ -\beta(-x)^{\alpha-} & \text{for } x < 0 \end{cases}$$

حيث:

⁷⁸ J. Bendor, in International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences, 2001, P.8.

⁷⁹ "A short test for overconfidence and prospect theory. An experimental validation, University of A Coruna, 2014, P.8

X: يمثل قيمة البديل سواء كان ذو قيمة موجبة (ربح: عندما $x \geq 0$) أو (خسارة: عندما $x \leq 0$).

المعلمة α +: وتقيس α + الحساسية تجاه الربح (مواقف الأفراد تجاه المخاطرة في مجال الأرباح) "risk attitude coefficients"، حيث يكون الفرد كاره للمخاطرة في مجال الربح عندما تكون $\alpha < 1$ ، ويزداد النفور من المخاطرة كلما انخفضت α ، ويقل كلما ازدادت α .

المعلمة α -: تقيس الحساسية تجاه الخسارة (مواقف الأفراد من المخاطرة في مجال الخسائر) حيث يكون الأفراد محبوبون للمخاطرة في مجال الخسائر عندما تكون $\alpha < 1$ ، ويزداد حب المخاطرة كلما انخفضت قيمة α ، أما كره المخاطرة فيزداد كلما كانت $\alpha > 1$ ، وتزداد مع ارتفاع α .

β : معامل تجنب الخسارة حيث $\beta > 0$ ، (القيمة المعنوية والأهمية النسبية للخسارة) والذي يعرف بأنه القيمة المعنوية لخسارة وحدة واحدة من العملة والذي يقيم غالباً كمتوسط 2.25 مرة، أي أن كل وحدة من الخسارة يجب أن يقابلها 2.25 وحدة من الربح كأقل تقدير للتعويض عن احتمال الخسارة، حيث⁸⁰:

$$\beta = \frac{G^{\alpha+}}{(-L)^{\alpha-}}$$

G تمثل قيمة الربح، **L**: تمثل قيمة الخسارة، قيمة معامل "تجنب الخسارة" β يعادل قيمة الكسر G/L :

* تكون $\alpha + = \alpha -$ عندما تكون منفعة الفرد من الأرباح utility from gains = منفعته من الخسارة disutility from losses، وبشكل خاص نفترض أن $\alpha + = \alpha - = 1$ بالنسبة لمبالغ المخاطر الصغيرة (أي أن حساسية الفرد تجاه الربح والخسارة متساوية و تعادل نسبة 50/50).

وفقاً لعبد الأوي (Abdellaoui et al., 2008) فإن المنفعة المقاسة للأرباح والخسائر تكون خطية أو شبه خطية عندما تكون المبالغ من المال تمثل قيمة معتدلة وزهيدة وبالتالي يكون قياس المنفعة ذات فائدة فقط عندما تكون المبالغ المالية ذات قيمة كبيرة بالنسبة للفرد.

2. دالة الوزن (دالة الاحتمالات المرجحة بالوزن) $W(P_i)$

تبين هذه الدالة كيف يتعامل الأفراد مع الاحتمالات، وهي تمثل الوزن و الأهمية النسبية التي يمنحها الأفراد للاحتمال والتي تمثل شعور الفرد الفعلي تجاه الاحتمال سواء بتحقق الحدث أو بعدم تحققه، وهي تختلف بشكل ملحوظ عن الاحتمالات النظرية المصاحبة لقيمة البدائل، حيث يتم عادة ترجيح أوزان صغيرة للاحتمالات الكبيرة القريبة من 1، وأوزان كبيرة للاحتمالات الصغيرة القريبة من 0، أي بمعنى آخر تتم المبالغة في تقدير الأحداث ذات الاحتمالية المنخفضة مثل احتمالات الوفاة في حادث غريب، أما الأحداث التي من المحتمل تحققها بشكل كبير (مثل معدلات الوفيات بسبب أمراض القلب أو السرطان) فيتم عادة إهمالها وتخفيض احتمال حدوثها.

⁸⁰ "A short test for overconfidence and prospect theory. An experimental validation, University of A Coruna, 2014, P.9

فكما ذكر سابقاً، فإن الصيغة الرياضية لنظرية التوقع تكون بالاختيار بين البدائل المتاحة من خلال "الأوزان" weighting function بدلاً من فقط "الاحتمالات" و"دالة القيمة" value function بدلاً من "دالة المنفعة" المستخدمة في نظرية المنفعة المتوقعة، حيث كما ذكرنا فإن دالة القيمة تختلف عن دالة المنفعة في نظرية المنفعة المتوقعة بسبب النقطة المرجعية، والتي يتم تحديدها عبر انطباع شخصي للأفراد.

1. تحليل طريقة تحديد الأفراد للأوزان الاحتمالية وفقاً لكانمان:

أ- يقوم الأفراد عادة بتحديد الأوزان عن طريق دالة من الاحتمالات الحقيقية، بحيث يتم عادة منح وزن صفر للاحتتمالات المنخفضة للغاية القريبة من 0، ووزن 1 للاحتتمالات المرتفعة للغاية القريبة من 1، أي يتم عادة تجاهل الفرق بين الاحتمالات الكبيرة وحالة التأكد من حدوث الشيء أو عدم حدوثه، وفي غالب الأمر ينظر المستثمر عادة للأحداث غير المحتمل وقوعها بأنها يستحيل أن تتحقق، أما الأحداث التي من المحتمل للغاية وقوعها فتحدث.

ب- ولكن لوحظ من خلال الواقع العملي وهي الفكرة الأساسية التي تقوم عليها دالة الوزن، أن الاحتمالات المنخفضة التحقق يتم منحها عادة أوزان مرتفعة أكثر مما تستحق أي على عكس ما ذكر سابقاً، فلا يتم إهمال الفرق بين عدم تحقق الحدث بشكل أكيد وبين احتماله المنخفض، ولا يتم ترجيحه بالوزن 0، وإنما تتم المبالغة من قبل الأفراد في ترجيح الاحتمالات المنخفضة بأوزان أعلى مما تستحق overvalued

ت- وكذلك الأمر بالنسبة للاحتتمالات الكبيرة، حيث لا يتم عادة إهمال الفرق بين تقييم الأحداث المؤكدة والاحتمالات المرتفعة ولا يتم منحها الوزن 1، وبالتالي يتم ترجيح الاحتمالات المرتفعة بأوزان منخفضة undervalued، فوجد كانمان أن التغير من 0% إلى 5% على الرغم من صغر احتماله يؤدي إلى منح القيمة المنسوبة إليه وزن مرتفع، من ناحية أخرى يؤدي التغير من 95% إلى 100% إلى التقليل من الوزن المنسوب للقيمة التابعة للاحتتمال الخاص بها، حيث يعزى الوزن الأكبر إلى الأحداث التي تكون مؤكدة من الأحداث التي تكون ممكنة.

وجد كانمان أيضاً أن الأفراد يضعون أوزان مختلفة للأرباح (القيم التي تكون أعلى من النقطة المرجعية) وللخسائر (القيم التي تكون أدنى من النقطة المرجعية).

وبالتالي نلاحظ أنه وفقاً لنظرية التوقع فإن الاحتمالات لا تتساوى مع الأوزان المرجحة لها.

بعد عدة سنوات من نشر نظرية التوقع، أجرى كانمان وقرسكي دراسة قاموا من خلالها بقياس الأوزان المرجحة للقرارات والتي فسرت تفضيلات الأفراد لدخول المخاطرة ذات المخاطر المالية المتوسطة.

🚩 فكانت التقييمات الخاصة بالأرباح كما في الجدول التالي⁸¹:

الاحتمال (%)	0	1	2	5	10	20	50	80	90	95	98	99	100
الوزن المرجح للاحتمال	0	5.5	8.1	13.2	18.6	26.1	42.1	60.1	71.2	79.3	87.1	91.2	100

- من الملاحظ أن الأوزان المرجحة للاحتتمالات تكون متطابقة مع الاحتمالات المقابلة لها عند النهايات: كلاهما يساوي 0 عندما تكون نتيجة الحدث مستحيلة التحقق، وكلاهما يساوي 100 عندما تكون النتيجة مؤكدة.
- ولكن تبعد الأوزان المرجحة للاحتتمالات بشكل حاد عن الاحتمالات المقابلة لها بالقرب من هذه النقاط. وعند النقاط المنخفضة نجد:

◀ "تأثير الاحتمال" **possibility effect**: حيث ترجح الاحتمالات المنخفضة أي الأحداث المشكوك في تحققها بأوزان مبالغ بها نسبياً **overweighted**.

على سبيل المثال، الوزن الذي يتوافق مع احتمال 2% يعادل 8.1، ولكن في حال امتثل الأفراد إلى بديهيات الاختيار العقلاني سيصبح الوزن المرجح يعادل الاحتمال ويعادل 2، ولكن هذا لا يحدث فعلاً بما أن الأفراد غير عقلانيين، وبالتالي فإن الأحداث النادرة التحقق يتم المبالغة بالوزن الخاص بها.

◀ "تأثير التأكيد" **certainty effect**: في الطرف الآخر من مقياس الاحتمال نجده أكثر لفتاً للنظر، فخطر باحتمال 2% لعدم الحصول على جائزة ما يقلل من منفعة وأهمية المخاطرة بمقدار 13% (من 100 إلى 87.1) وبالتالي عند الاحتمالات المرتفعة يتم تخفيض الوزن المرجح لأقل مما يجب.

- ولتقدير التفاوت بين نظرية التأكيد ونظرية الاحتمال، تخيل أن لديك فرصة 1% لربح مبلغ 1 مليون دولار علماً أنه سيتم الإعلان عن النتيجة في اليوم التالي، الآن، تخيل أنه من المؤكد أنك ستربح مليون دولار، ولكن هناك احتمال بنسبة 1% فقط بأنك لن تفوز، أيضاً سيتم الإعلان عن النتيجة في اليوم التالي.

- القلق المصاحب للفرد في الحالة الثانية يبدو أنه جدير بالملاحظة بشكل أكبر من الأمل المصاحب له في الحالة الأولى، وبالتالي الاحتمال المرتفع جداً لتحقيق الربح لنفرض باحتمال 99% يتم منحه أهمية أقل من قبل الفرد بسبب هذا القلق المسيطر حول احتمال عدم الربح وبالتالي هذا الفرق البسيط بين احتمال الربح وبين خطر عدم الربح يتم تعظيمه من قبل الفرد. أما بسبب الأمل والتفاؤل من قبل الفرد بربح مبلغ ما بالرغم من صغر الاحتمال لنفرض 1% يقوم بتعظيم قيمة الاحتمال عبر ترجيحه بوزن مرتفع يعبر عن شدة تفاؤله بالربح.

⁸¹ Kahneman, Daniel. (2011), thinking fast and slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA, P. 308

- إن الجمع بين نظرية التأثير ونظرية التأكيد عند طرفي مقياس الاحتمال يصاحبه حساسية غير كافية تجاه الاحتمالات في المدى المتوسط.
- فضمن مجال الاحتمالات ما بين 5% و95% يصاحبه مجال أصغر من الأوزان المرجحة (من 13.2 إلى 79.3)، وبالتالي تكون الحساسية الأكبر للاحتتمالات الأقل من 5% والأكبر من 95%⁸². بما أن استجابة العقل لتغيرات الاحتمالات تكون مشابهة إلى حد كبير للأوزان المرجحة المقيمة وفقاً للخيارات المتاحة.
- أما الاحتمالات المرتفعة والمنخفضة للغاية فتتمثل حالة خاصة (الاحتمالات الأقل من 1% وأكبر من 99%)، حيث يكون من الصعب تعيين وزن مرجح خاص للأحداث نادرة الحدوث، لأنه في بعض الأحيان يتم تجاهلهم تماماً، أي تعيين وزن مرجح للاحتتمال يعادل 0، ولكن على الصعيد الآخر عندما لا يتم تجاهل احتمال تحقق الحدث النادر، يتم ترجيح احتماله بوزن مبالغ به نسبياً *overweighted*، فمعظم الأفراد لا يقضون وقتهم بالقلق حول احتمال الانهيارات النووية أو تخيل الحصول على ميراث ضخم من أقارب ذات صلة بعيدة. ولكن عندما يصبح هذا الحدث النادر التحقق محط اهتمام الفرد، فإنه يمنحه وزناً أعلى بكثير مما يستحقه الاحتمال.
- بالإضافة إلى ذلك فإن حساسية الأفراد تجاه التغيرات للمخاطر ذات الاحتمالات الصغيرة تكون شبه معدومة، على سبيل المثال، لا تتم التفرقة بسهولة بين خطر الإصابة بمرض السرطان عند احتمال 0.001% عن خطر الإصابة باحتمال 0.00001%، على الرغم من أن الحالة الأولى قد تؤدي إلى 3000 حالة سرطان، والحالة الأخيرة قد تؤدي إلى 30 حالة فقط، ولكن بسبب صغر الاحتمالات تكون من الصعوبة التفرقة بين الاحتمالين وبالتالي يقوم الأفراد بترجيح الاحتمال في الحالة الأولى بوزن أقل مما يستحقه احتماله وتجاهل الفرق بينهما.
- فعندما يعير الفرد اهتمامه لتهديد معين، يقلق، وتعكس الأوزان المرجحة درجة هذا القلق، وبسبب تأثير الاحتمال *possibility effect*، فإن القلق لا يتناسب مع احتمال التهديد، فالحد من المخاطر أو تخفيضها غير كافٍ؛ للتخلص من القلق، يجب تخفيض الاحتمال إلى الصفر.

وبالتالي:

- حالات التأكيد بحدوث الشيء أو بعدم حدوثه يتم ترجيحها بأوزان مماثلة تعادل (1-0).
- الاحتمالات ما بين 5%-95% تكون ضمنها حساسية الأفراد للخطر (الاحتمال) منخفضة وبالتالي يصاحبه مجال أصغر من الأوزان المرجحة وتكون أقرب للاحتتمالات.

⁸² Kahneman, Daniel. (2011), thinking fast and slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA, P. 440

- الاحتمالات الأقل من 1% والأكثر من 99% تعتبر حالة خاصة، فإما يتم تجاهلها من قبل الأفراد وبالتالي تمنح الوزن 0 أو 1 أو تتم المبالغة في الفرق وبالتالي يتم ترجيح الاحتمال المرتفع بوزن منخفض والاحتمال المنخفض بوزن مرتفع نسبياً.
- الاحتمالات الأكثر من 95% والأقل من 5% تكون فيها الأوزان المرجحة لاحتمالاتها بعيدة عنها وبالتالي مبالغ بها أو تكون أقل مما يجب.

2. قياس الأوزان عبر دالة الوزن:

إن تقييم البديل يكون عبر حاصل ضرب الاحتمالات المرجحة بالأوزان بقيمة البديل الاحتمالي وفق دالة القيمة $w(p) \cdot v(x)$ حيث يفترض أن متخذ القرار سوف يقوم باختيار البديل ذات الوزن المرجح الأعلى. تحويل الاحتمالات إلى احتمالات مرجحة بالأوزان (دالة الترجيح) تكون حسب المعادلة التالية⁸³:

$$w(p) = \frac{p^\gamma}{(p^\gamma + (1-p)^\gamma)^{1/\gamma}}$$

W(p) : دالة الترجيح، **P**: الاحتمالات، **y**: معامل ذاتي لتقدير دالة الوزن المرجح، يعبر عن القيمة المبالغ بها/الأقل مما يجب للوزن (يمثل ميل الأفراد لرفع الوزن الخاص بالاحتمالات الصغيرة للبدايل)، ويكون عادة أكبر من 0 وأصغر من 1.

- علماً أن الوزن المرجح للأرباح يختلف عن ذلك المرجح للخسائر خاصة عندما تكون المبالغ ذات قيم كبيرة.
- المعادلة أعلاه تمثل كيفية احتساب الوزن عندما تكون البدائل مختلفة الإشارة، فنقوم باحتساب الوزن الخاص بالربح والوزن الخاص بالخسارة بإدخال المدخلات في المعادلة أعلاه لكل من الربح والخسارة على حدا.
- ولكن عندما تحمل النتائج (outcomes) نفس الإشارة، أي عندما تمثل النتائج قيم لأرباح أو لخسائر كلاً على حدا، فإن الوزن الخاص بالحصيلة الأعلى (أكبر قيمة مطلقة) في حالة الخسائر يتم احتسابه وفق المعادلة أعلاه (كما لو أنه الحصيلة الوحيدة المحققة من الإشارة السابقة)، أما الوزن الخاص بالحصيلة/النتيجة الأقل فيحسب عن طريق حساب الفرق بين القيمة السابقة للوزن الأعلى و 1.

⁸³ Testing Prospect Theory Parameters: Article in Ekonomický časopis, 2013, P.4

❖ دالة القيمة المرجحة بالوزن:

عبر حاصل جداء دالة القيمة ودالة الوزن تتكون لدينا دالة القيمة المرجحة بالوزن كالتالي:

دالة القيمة المرجحة/المنقلة بالوزن هي نتاج ضرب الاحتمال المرجح بالوزن (دالة الوزن) بقيمة البديل x (وفق دالة القيمة) حيث:

$${}^{84}V = \sum w(p_i) * v(x_i)$$

V : تمثل القيمة المنقلة بالوزن - p : الاحتمال الخاص بالبديل المتاح $P(w) - x$: تمثل الاحتمال مرجح بالوزن الخاص به - $v(x)$: تمثل دالة القيمة - قيمة البديل المتوقع x ، يمثل ربحاً أم خسارة بالاعتماد على الانحراف حول النقطة المرجعية الخاصة بالفرد.

* وفي حال وجود بديلين احتماليين كمثال:

تكون معادلة دالة القيمة المرجحة بالوزن كالتالي:

$${}^{85}W(p).v(c1) + W(1-p).v(c2)$$

أما حسب نظرية المنفعة المتوقعة فإن المنفعة هي حاصل جداء المعادلة التالية:

$$E(u) = p * u(x)$$

حيث P : تمثل الإحتمال و $u(x)$ تمثل منفعة البديل.

مما سبق نلاحظ أن الصياغة الرياضية لنظرية التوقع تقوم بالاختيار بين البدائل المتاحة من خلال الأوزان بدلاً من الاحتمالات ودالة القيمة بدلاً من دالة المنفعة المستخدمة في نظرية المنفعة المتوقعة،

- يتضح من خلال المعادلة أعلاه أن دالة القيمة تختلف عن دالة المنفعة في نظرية المنفعة المتوقعة بسبب النقطة المرجعية، إذ أن ميل دالة القيمة يكون صاعد لمستويات الثروة فوق النقطة المرجعية وميل هابط لمستويات الثروة بعد النقطة المرجعية، وبالتالي تعكس دالة القيمة وفق معادلتها مجموعة العوامل التي تؤدي إلى جعل الفرد كارهاً أم محباً للمخاطر والتي تؤثر بالتالي في كيفية تقييم الفرد للبدائل وإتخاذ قراره النهائي وفق البدائل الإحتمالية، هذه العوامل هي: معامل تجنب الخسارة - الحساسية المتناقصة للربح أو الخسارة - النقطة المرجعية التي تحدد قيمة البديل فيما إذا كان يشكل ربحاً أم خسارة بنظر الفرد.
- بالإضافة إلى دالة الوزن المرجح التي تأخذ بعين الاعتبار كيفية تقييم الأفراد للاحتمالات بترجيحهم بأوزان محددة تمثل أسباب اختيار الأفراد لقراراتهم عند وجود بدائل احتمالية مختلفة وتجعلهم محبين للمخاطر تارة وتارة أخرى كارهون لها.

⁸⁴ Discover Magazine.com "5 Obscure Formulas That Rule the World"

⁸⁵ "A short test for overconfidence and prospect theory. An experimental validation, University of A Coruna, 2014, P.6

- وبالتالي يتم تحديد قيمة البديل x (قيمة الربح/الخسارة)، والتي تعبر عن قيمة المنفعة الخاصة بالفرد، ومدى إنحراف قيمته حول النقطة المرجعية، حيث كلما إبتعدت قيمة البديل عن النقطة المرجعية تقل وحدات المنفعة الموجبة بالنسبة للربح ووحدات المنفعة السالبة بالنسبة للخسارة⁸⁶.
- يتم بعد ذلك حساب القيمة الخاصة بالبديل واختيار القيمة ذات المنفعة الأكبر للفرد عبر دالة القيمة المرجحة بالوزن v ثم اختيار البديل ذات القيمة المرجحة الأعلى، وبالتالي المؤثر الأكبر في دالة القيمة المرجحة هو الوزن المرجح للاحتمال وأيضاً الحساسية المتناقصة للفرد تجاه الخسارة والربح $(-\alpha + \alpha)$ التي عندها يكون الفرد كاره للخطر Risk averse في جانب الأرباح ومحب للخطر Risk seeker في جانب الخسارة وذلك يختلف باختلاف مبالغ المخاطرة والأرباح/الخسائر المحققة قبل عملية اتخاذ القرار.

⁸⁶ Rabin 2000; Fehr and Goette 2007; Tom et al. 2007, Wakker 2010, "A comprehensive review of models and empirical relationships" .

3-1-1-2-2 النمط الرباعي لمواقف الأفراد تجاه المخاطر:

عرض كانمان ما يعرف بالنمط الرباعي (Fourfold Pattern) لمواقف الأفراد تجاه المخاطر وفقاً لمجموعة من الخيارات الاحتمالية المعروضة، والتي من خلالها عرض "تأثير التأكيد" و"تأثير الاحتمال" على قرارات الأفراد.

الجدول التالي يعكس المخاطر المعروضة كما يعكس قرارات الأفراد المتخذة بناء على هذه المعطيات⁸⁷:

خسائر	أرباح	احتمال مرتفع
95% احتمال خسارة مبلغ \$10000 الأمل بتجنب الخسارة محب للمخاطرة قبول الدخول في المخاطرة	95% احتمال لربح \$10000 الخوف من خيبة الأمل كاره للمخاطر رفض الدخول في المخاطرة	تأثير التأكيد
5% احتمال خسارة مبلغ \$10000 الخوف من خسارة مبلغ كبير كاره للمخاطرة رفض الدخول في المخاطرة	5% احتمال لربح مبلغ \$10000 الأمل بربح مبلغ كبير محب للمخاطرة قبول المخاطرة المعروضة	احتمال منخفض تأثير الاحتمال

Kahneman, Daniel. (2011), thinking fast and slow, The Fourfold pattern P. 308

السطر الأول: يمثل الاحتمالات المتوقعة سواء للربح أو الخسارة؛ كالتالي:

1- في مجال الأرباح:

↪ احتمال 95% لربح مبلغ \$10000 أو اختيار الربح المؤكد لمبلغ \$9500.

↪ احتمال 5% لربح مبلغ \$10000 أو ربح \$500 بشكل مؤكد.

2- في مجال الخسائر:

↪ احتمال 95% لخسارة مبلغ \$10000 أو خسارة مبلغ \$9500 بشكل مؤكد.

↪ احتمال 5% لخسارة مبلغ \$10000 أو خسارة \$500 بشكل مؤكد.

السطر الثاني: يصف المشاعر التي يختبرها الفرد عند اتخاذ القرار.

السطر الثالث: يشير إلى ميول الأفراد تجاه المخاطرة وإلى الطريقة التي يتصرف وفقاً لها معظم الأفراد عندما يعرض عليهم الاختيار بين مخاطرة معينة مقابل ربح أو خسارة مؤكدة والتي تقابل قيمتها المتوقعة (على سبيل المثال، بين احتمال 95% للفوز بمبلغ 10000 دولار و"بين" ربح 9500 دولار بشكل مؤكد"، فإن الخيارات تكون نفور من المخاطرة إذا كان الشيء المؤكد مفضلاً، أو البحث عن المخاطرة إذا كانت هي المفضلة.

⁸⁷ Kahneman, Daniel. (2011), thinking fast and slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA, P. 308

السطر الرابع: يصف مواقف الأفراد المتوقعة بناء على الاحتمالات المقدمة، إما بقبول المخاطرة أو رفضها أو بقبول الربح/الخسارة المؤكدة.

✚ تحليل لمواقف الأفراد تجاه المخاطر وفقاً للاحتمالات المعروضة ضمن النمط الرباعي السابق:

- الجزء العلوي الأيسر في مجال الأرباح هو الذي ناقشه برنولي في نظرية المنفعة الخاصة به:
حيث كما ذكر، يصبح الأفراد كارهون للمخاطر عندما يواجهون فرص محتملة لكسب مبالغ كبيرة، يصبحون على استعداد لقبول مبلغ أقل من القيمة المتوقعة للمخاطرة مقابل تحقيق مكاسب مؤكدة، وبالتالي يكون القرار المتخذ "الابتعاد عن المخاطرة" وقبول المبلغ المؤكد، ويعود ذلك أيضاً لتأثير دالة الوزن كما ذكرنا سابقاً، حيث عندما تكون نسبة الاحتمال لتحقيق الحدث مرتفعة، يؤدي القلق المصاحب لعدم تحقق الحدث ولو بنسبة ضئيلة إلى تخفيض نسبة الاحتمال عبر ترجيحه بوزن أقل من الاحتمال.
- يوضح "تأثير الاحتمال" في الخلية اليسرى في الأسفل في مجال الأرباح، سبب رغبة الأفراد في شراء اليانصيب. حيث عندما تكون الجائزة الكبرى كبيرة جداً، يصبح مشترو البطاقات غير مبالون بحقيقة أن فرصتهم للفوز ضئيلة، بطاقة اليانصيب هي المثال الأمثل لتأثير الاحتمال، فبعدم وجود بطاقة لا يمكنك الربح أما بوجودها فمن الممكن أن تكون هنالك فرصة للربح، وكون احتمال الربح صغيراً فإن ذلك لا يهم كثيراً، فالذي يحصل عليه الأفراد بشراء البطاقة هو أكثر من مجرد فرصة للربح، ما يحصلون عليه هو الحق بأن يحملوا بتحقيق الربح.⁸⁸
- الخلية اليمنى السفلية في مجال الخسائر، هي تفسير لسبب شراء التأمين من قبل الأفراد، فيكون الأفراد على استعداد لشراء التأمين ودفع تكاليفه والذي يكون ذات قيمة أكبر من القيمة المتوقعة لاحتمال الخسارة، وهي الطريقة التي تغطي بها شركات التأمين تكاليفها وتحقق أرباحها. هنا أيضاً يشتري الأفراد ما هو أكبر من مجرد الحماية ضد الكوارث الغير متوقعة، فهم يقضون على حالة القلق المصاحب لهذا الاحتمال الصغير لتحقيق الكارثة ويقومون بشراء راحة بالهم.
- حيث يكون قرار أغلب الأفراد في هذه المخاطرة، رفض المخاطرة وقبول الخسارة المؤكدة، وهذا يعود أيضاً بالإضافة للسبب السابق إلى دالة الوزن التي تؤدي إلى رفع نسبة الاحتمال الضئيل لتحقيق الحدث، وبالتالي يؤدي ذلك إلى رفع نسبة احتمال 5% لعدم تحقق الخسارة عبر الوزن المرجح الأعلى من نسبة الاحتمال وبالتالي يؤدي ذلك للنفور من المخاطرة.

⁸⁸ Kahneman, Daniel. (2011), thinking fast and slow, The Fourfold pattern P.309

أما سبب حب المخاطرة في الخلية اليمينية في الأعلى في مجال الخسائر على الرغم من الاحتمالية الكبيرة لتحقيق النتائج السلبية يعود إلى:

1. **الحساسية المتناقصة:** يكون النفور من الخسارة المؤكدة مرتفع لدى الأفراد، فالقيمة المعنوية لخسارة \$9500 بشكل مؤكد تكون أكثر في شدتها وتأثيرها على الفرد من احتمال 95% لخسارة مبلغ \$10000.

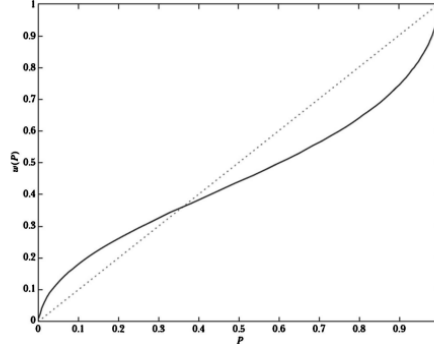
2. **دالة الوزن:** فالوزن المقابل لاحتمال 95% هو 79.3، وهو أقل بكثير من الاحتمال، والنتيجة هي أنه عندما نفكر في الاختيار بين خسارة مؤكدة والمخاطرة التي تكون احتمالية خسارتها عالية، فإن الحساسية المتناقصة تجعل الخسارة المؤكدة أكثر نفوراً (بما أن الحساسية المتناقصة للخسارة تجعل الفرد محباً للمخاطرة في مجال الخسائر)، كما يقلل "تأثير التأكد" من النفور تجاه المخاطرة. يعزز العاملان نفسيهما من جاذبية الشيء المؤكد ويقللان من جاذبية المخاطرة عندما تكون النتائج مقدمة بشكل مبالغ موجهة.

- يجب أخذ العلم أن هذين العاملين (دالة الوزن والحساسية المتناقصة) يعملون في اتجاهين متعاكسين في القسم السفلي (عندما يكون الاحتمال 5%)، فالحساسية المتناقصة تستمر في تفضيل "كره المخاطر" بالنسبة للربح وفي "حب المخاطر" بالنسبة للخسارة، ولكن المبالغة في رفع الوزن الخاص بالاحتمالات المنخفضة تتغلب على هذا التأثير وتولد الاتجاه/النمط المرصود للمخاطرة بالنسبة للأرباح والحذر من الخسارة بالنسبة للخسائر، فالدخول في احتمال 5% لخسارة مبلغ \$10000 يكون غير مرغوب أمام خسارة مبلغ \$500 بشكل مؤكد، على عكس فرضية الحساسية المتناقصة "تفضيل المخاطرة في مجال الخسائر" حيث رفع الوزن الخاص بالاحتمال المقابل لـ 5% يجعل المخاطرة غير مرغوبة.

- وبالتالي الميل نحو المخاطرة يتحدد بالدمج ما بين دالة القيمة ودالة الوزن المرجح، وليس فقط بدالة المنفعة. عند هذه النقطة في نظريتهم، اختبر كل من كانمان وقرسكي الحالات التي من المتوقع ضمنها أن يميل الأفراد للابتعاد عن المخاطرة أو قبولها، واستنتجوا أن الأفراد يميلون إلى الابتعاد عن المخاطرة ضمن منطقة الأرباح، حيث تكون أوزان الأرباح مبالغ في تخفيضها وتكون دالة القيمة مقعرة.

ويظهر بالمقابل ميل حب المخاطرة ضمن منطقة الخسائر حيث تكون الأوزان المرجحة للبدائل الاحتمالية والسالبة القيمة منخفضة مما يجعلها أكثر جاذبية، وهذا عندما تكون الاحتمالات المصاحبة للبدائل مرتفعة نسبياً، وبالتالي يتحدد الميل نحو المخاطرة بتحديد الأوزان المرجحة للاحتمالات المختلفة.

الشكل التالي يبين منحنى دالة الوزن وفق المتغيرين "الوزن" و"الاحتمالات":



Source: A Review of Prospect Theory, Journal of Human Resource and Sustainability Studies, 2019, 7, 98–107, P.101

كما نلاحظ من الشكل فإن دالة الوزن لا تتوافق مع الاحتمالات عند أطرافها النهائية. فنلاحظ التحول من العلاقة الخطية لعلاقة غير خطية لمقياس الاحتمال عند النهايات القصوى، حيث تتم المبالغة في ترجيح أوزان الاحتمالات الصغيرة ويتم التقليل من ترجيح أوزان الاحتمالات المتوسطة والصغيرة، وهذا يظهر استحالة التنبؤ بالسلوك في الحالات التي تكون فيها الاحتمالات صغيرة أو كبيرة جداً (كانمان و تفرسكي، 1992).

هذا التباين يكون مرتفع جداً في المنطقة القريبة من 0 و 1، حيث تمت الملاحظة أن الأفراد يولون درجة اهتمام عالية للأحداث المؤكدة الحدوث والقريبة منها، ولكن يكونون غير مباليين نسبياً للاختلافات الاحتمالية في المدى المتوسط (فالاهتمام بالاختلاف في المدى المتراوح ما بين 0.35 و 0.45 يكون أقل منه ما بين 0.90 و 1).

← يفسر كانمان هذه المبالغة بتقدير الأوزان كالتالي:

"لأن الأفراد لديهم قدرة محدودة في فهم وتقدير الاحتمالات القصوى-المبالغ بها، فإن الأحداث البعيدة الاحتمال يقوم الأفراد إما بتجاهلها (أي منحها وزن 0) أو بإعطائها أهمية عالية (أي ترجيحها بأوزان مرتفعة)، وبالنسبة للفرق بين الاحتمالية العالية ودرجة التأكد (اليقين) يقوم الأفراد إما بتجاهل هذا الفرق (أي تقريب الوزن لل 1) أو بالمبالغة به وبالتالي ترجيحها بأوزان منخفضة." (كانمان، تفرسكي، 1979).

ولهذا السبب يقوم الأفراد بالتأمين على حوادث احتمالات حدوثها ضئيلة أو حتى معدومة، وذلك لأن الوزن المعطى من قبلهم للاحتتمالات الصغيرة يكون كبيراً.

لذلك تستغل أيضاً شركات التأمين هذه التحيزات السلوكية لدى بعض الأفراد لكي تتلاعب بعواطفهم وتسوق لمنتجاتها، وبما أن بعض الأفراد يرجحون أوزاناً مرتفعة للاحتتمالات المنخفضة أي يمنحون أهمية كبيرة للاحتتمالات النادرة الحدوث فشرركات التأمين أصبحت تباع منتجات احتمالات تحقق خطرها صغير وبأقساط تأمين منخفضة لكي يسهل بيعها.

◀ أمثلة:

- تأمين تكاليف الدفن وخاصة في البلدان التي تكون فيها تكاليف الدفن مرتفعة.
- **تأمين رحلات الطيران:** على الرغم من أن احتمال حدوث حادث في الطائرة غالباً ما يكون أقل من 1% لكن تحاول شركات التأمين التلاعب بعقول الأفراد الذين يتأثرون بالأحداث المنخفضة الاحتمال ويستغلون حالة التوتر الشديد الذي يرافق المسافرين عند الصعود إلى الطائرة، حيث يكون هنالك آلة لبيع التأمين عند مدخل الطائرة.
- **سوق مراهنات الأحصنة:** والتي يفسرها كل من كانمان وتفرسكي بأن الدخول في هكذا مقامرات والاستمرار في تحمل مراهنات ذات مخاطر أكبر مع مرور اليوم يعود إلى **صعوبة التأقلم** مع الخسائر المحققة بشكل متكرر، حيث يرى المراهنون الخاسرون أنهم في نطاق الخسارة، وبالتالي يكونون أكثر قابلية لتقبل هذا الخسارة والاستمرار في المراهنات.
- أما في حال تأقلم المراهنون الخاسرون بشكل سريع مع الخسائر المحققة، فإن ميل المراهنون لحب المخاطرة قد يقل، وبالتالي فإن سرعة تأقلم النقطة المرجعية فيما يلي النتائج المحققة يعتبر من العوامل الهامة في تحليل التغيرات السلوكية للأفراد عند اتخاذ القرارات ذات المخاطر.
- **تأمين على خاتم ماسي،** مع أن احتمال سرقة أو فقدانه يكون قريب من 0.

الجدول (1-3) يبين أهم الفروق ونقاط الاختلاف بين نظرية المنفعة المتوقعة ونظرية الاحتمال/التوقع لكانمان:

نظرية المنفعة المتوقعة	نظرية الاحتمال - التوقع (نظرية كانمان)
تتحدد منفعة النقود بالنسبة للفرد بالنظر إلى مجمل الثروة المحققة، ودون النظر لأي نقطة مرجعية، فالمنفعة هي كل ما يضاف إلى كامل قيمة الثروة، حيث المبدأ الأساسي في الاقتصاد التقليدي هو تعظيم الدخل والثروة.	تقاس منفعة النقود وفق مستوى الثروة الحالي (الوضع الراهن) بالمقارنة مع نقطة مرجعية يحددها الفرد، فالمنفعة الحقيقية تتحدد بمقدار الزيادة عن هذه النقطة المرجعية المحددة، ويمكن أن يحدد الفرد النقطة المرجعية ضمن أي مرحلة من مراحل الوصول للثروة.
تأخذ نظرية المنفعة مدخل واحد فقط بعين الاعتبار عند تقييم البدائل (معادلة المنفعة المتوقعة أي نتيجة ضرب قيمة البديل والاحتمال)	وتفترض نظرية التوقع أن قيمة البدائل يتم التعبير عنها بشكل أرباح وخسائر. هذا الافتراض تم التوصل إليه من واقع أن عقل الفرد يتأقلم بشكل سريع وتلقائي وفقاً لمستوى محدد من المنفعة، هذا المستوى يعتبر النقطة المرجعية، وبالتالي التغيرات في القيم حول هذه النقطة هي التي تؤثر في تقييم البدائل عوضاً عن تقييم كامل قيمة الثروة.
	نظرية التوقع تقوم بأخذ عدة مداخل بعين الاعتبار عند تقييم المنفعة: النقطة المرجعية التي تحدد قيمة البديل بكونه يمثل ربح أم خسارة، معامل تجنب الخسارة، الحساسية تجاه الخسارة والربح والاحتمالات المثقلة بأوزان غير خطية (دالة الوزن).

محصلة الحدثين ليست صفر كما في نظرية المنفعة وإنما وزن الخسارة بالنسبة للفرد لا يقل أثره النفسي السالب عن 2.5 مرة من الرضا المحقق من الربح المسبق تحقيقه، فالفرد يحتاج على الأقل مبلغ \$200 لكي يعوض الخسارة المحققة لمبلغ \$100. وبالتالي وفق هذه النظرية فإن التحيزات التي يرتكبها الأفراد هي تقييم الأرباح والخسائر بطرق مختلفة ومنح أوزان مختلفة لكل منهما (وزن أعلى للخسارة).	تفترض نظرية المنفعة أن الخيارات تعكس المعطيات النهائية وأن الأفراد يقومون بمعاملة الأرباح كالخسائر، أي أن خسارة وربح مبلغ \$100 تولد منفعة موجبة-سالبة بنفس الحجم ولكن بإشارات متعاكسة، وبالتالي فإن المحصلة النهائية تساوي 0، أي محاسبياً فإن الحدثين يقومون بإلغاء بعضهم البعض.
لا يفسر التقييم السابق لنظرية المنفعة ما يحدث بشكل فعلي على أرض الواقع، وإلا لماذا يقدم الأفراد على المشاركة في المقامرات بأموالهم (كاليانصيب) أو المقامرة بصحتهم عند التدخين في حال كانت الاحتمالات تقف عكس قراراتهم المتخذة؟ تفسر نظرية التوقع أن الأفراد يقيمون البدائل بالنظر إلى احتمال تحققها كما يتم تقدير احتمال تحققها بتعيين أوزان لهذه الاحتمالات بشكل غير خطي من قبل الأفراد، حيث بالإجمال يتم تعيين أوزان صغيرة نسبياً للاحتتمالات المتوسطة والكبيرة وهذا ما يفسر عدم رغبة الأفراد بالإقلاع عن التدخين أو بالقيادة بشكل أكثر حذراً، ويتم تعيين أوزان كبيرة للاحتتمالات الصغيرة، وهذا ما يفسر رغبة الأفراد بالدخول في المقامرات أو شراء تأمين يغطي عمليات الإرهاب في المطارات بالرغم من انخفاض احتمال تحققها.	يقيم الأفراد البدائل الاحتمالية وفقاً لمعدل احتمال تحققها (أي يتم ضرب البديل باحتمال تحققه). فوفق نظرية المنفعة: في حال كان هنالك بديل أ احتمال تحققه 0.1 وبديل ب باحتمال 0.9، فإن البديل ب يعتبر 9 أضعاف أكثر أهمية بالنسبة لمتخذ القرار من أهمية البديل أ.
الأفراد دوماً كارهين للخسارة وليس للخطر، أي في حالة عرض البدائل الاحتمالية بصيغة الخسائر يصبحون الأفراد محبين للخطر بغرض محاولة تقليل الخسارة لأدنى حد ممكن، ولكن ذلك يعود أيضاً لمدى حساسية الفرد تجاه الخسارة ولقيمة معامل الخسارة لديه، فكلما كانت الحساسية للخسارة أكبر وأقرب كقيمة من النقطة المرجعية كان الفرد محباً للخسارة بشكل أكبر. أما في حالة عرض البدائل بصيغة الأرباح المتوقعة يصبح الأفراد كارهين للخطر، وتتم مقارنة البدائل مع النقطة المرجعية لتحديد فيما إذا كان الاستثمار/ البديل يمثل ربحاً أم خسارة.	الأفراد كارهين للمخاطرة ويسعون دوماً لتعظيم منفعتهم بالابتعاد عن الخطر وتحقيق أعظم عائد ممكن عبر معادلة (العائد/المخاطرة).

تبحث نظرية المنفعة في الطريقة التي يجب على الأفراد إتباعها عند اتخاذ القرار، فهي نظرية معيارية تنطلق من البناء النظري وتحاول فرضه على الواقع.	تبحث نظرية الاحتمال في كيفية اتخاذ القرار من قبل الأفراد في حالات عدم التأكد والاحتمالات على أرض الواقع، فهي تنطلق من الواقع العملي وتبني نموذج بناء على دراسة الواقع الفعلي، أي تنطلق من تفسير الواقع لبناء نظرية.
الأفراد رشيدون وعقلانيون عند اتخاذ قراراتهم، وترتكز عملية صنع القرار على عدة خيارات تقود في النهاية إلى أفضل مستوى من المنفعة الفردية.	الأفراد في معظم الأوقات غير عقلانيون ويتخذون قراراتهم بناء على تأثيرهم بتحيزات البيئة المحيطة، فالالاقتصاد السلوكي يركز بالأساس على محدودية عقلانية الأفراد الاقتصاديين فأغلب قراراتهم يستخدمون فيها النظام العقلي الأول (البديهي) في الوقت الذي يجب عليهم استخدام النظام العقلي الثاني (المعقد والتحليلي).
تتوفر المعلومات التي يحتاجها الأفراد بشكل كامل ويتوفر الوقت الكافي لكي يقوموا باتخاذ أنسب القرارات في البيئة المثالية.	الأفراد يواجهون بيئة تمنعهم من اختيار أفضل الخيارات الممكنة.

المصدر: من إعداد الباحثة

2.1.3.2.2. نظرية التأطير (طريقة عرض الموضوع/ المشكلة) Effect Framing:

يقصد بمفهوم التأطير، الأسلوب الذي يتعامل وفقه الأفراد مع طريقة عرض المشكلة، وقد عبر عنها كانمان كالتالي: " التغيرات غير المنطقية في صياغة مشاكل الاختيار والتي تؤدي إلى تبدلات هامة في التفضيلات"⁸⁹. حيث أثبت الباحثان كانمان و تفرسكي من خلال جملة استبيانات واختبارات أن معظم الأفراد يتأثرون بالطريقة التي يُقدم بها الموضوع، وذلك دون التعمق في التفكير أو البحث أكثر، ويقومون بتغيير تفضيلاتهم مباشرة عقب إعادة صياغة الموضوع أو الإشكال، خاصة حين يتعلق الموضوع المقدم بمسألة مالية أو بمسألة معقدة، وكما قال كانمان في كتابه " إن الأمر ليس في ما نقوله، و إنما في الطريقة التي نقوله بها" " It ain't what you say, but the way that you say it .

حيث أتى علم التمويل السلوكي ليظهر بأن الأفراد يتخذون القرار الاقتصادي وفقاً للإطار الذي طرحت من خلاله المشكلة، أي وفقاً لكيفية صياغة السؤال وليس فقط المعلومة المقدمة لهم ليختاروا وفقها.

حيث بالنسبة للمحفظة الاستثمارية التأطير هو اتخاذ المستثمر للقرارات الاستثمارية أو لبديل استثماري ما من خلال تقييمه للربح أو الخسارة المتولدة عن هذا الاستثمار، دون النظر إلى كامل محفظته وأثر انعكاس الاستثمار في ذلك الأصل على كامل المحفظة.

⁸⁹Tversky, Amos and Kahneman, Daniel. (1981), The framing of decisions and the psychology of choice, Science, American Association for the Advancement of Science, USA, Vol. (211). P.457.

ومن بين الإختبارات التي أجريها كانمان وتفرسكي لبيان أثر التأطير على قرارات الأفراد⁹⁰:

قاما بتوزيع استبيان على طلبة جامعتي ستانفورد وكولومبيا.

أولاً : الصياغة الأولى للإشكال تم تقديمها لعينة مكونة من 152 طالباً (N=152)

تستعد الولايات المتحدة لمواجهة مرض جديد قادم من آسيا "Asian Flu"، تتوقع أنه سيقضي على حوالي 600 شخص.

وقد وضع لمواجهة والقضاء عليه برنامج مع توقعات علمية دقيقة لنتائج كل منهما.

◀ إذا تم تطبيق البرنامج (A): سينجو 200 شخص.

◀ إذا تم تطبيق البرنامج (B): هناك احتمال 1/3 أن ينجو 600 شخص، واحتمال 2/3 أن يقضي على الجميع فأى البرنامجين تختار؟

- 72% من أفراد العينة اختاروا البرنامج A.

على الرغم من أنه في البرنامج الثاني هناك احتمال 1/3 أن يتم انقاذ 600 شخص.

حيث تضمنت طريقة تقديم هذا المشكل احتمالات النجاة، ولذا فإن أغلب من أجابوا حاولوا تجنب الخطر (Risk Averse) باختيار البرنامج الأول أي نجاة 200 شخص بشكل مؤكد.

ثانياً: الصياغة الثانية للمشكلة، تم تقديمها لعينة أخرى من الطلاب (N=155) طالباً:

◀ إذا تم تطبيق البرنامج (C) فسيقضي على 400 شخص.

◀ إذا تم تطبيق البرنامج (D) فهناك احتمال 1/3 ألا يقضي على أحد، واحتمال 2/3 أن يقضي على 600 شخص، فأى البرنامجين تختار؟

- 78% من أفراد العينة اختاروا البرنامج D.

- نلاحظ بأن السؤالين متماثلين في كلا العينتين والمشكلة أيضاً هي ذاتها في كلا العينتين المقدمتين والنتيجة المحققة واحدة حسب نظرية القيمة المتوقعة، حيث أن القيمة المتوقعة من البرنامج D تعادل 2/3 من 600 شخص أي 400 شخص أيضاً) ولكن تمت صياغة السؤال المقدم للعينة الثانية بطريقة تظهر الخسارة المتوقعة بدلاً من الربح/المنفعة المتوقعة وبالتالي فإن أغلب من أجابوا قاموا بالمخاطرة (Risk Taking) واختاروا البرنامج D لأن احتمال الموت أكثر قبولاً من موت مؤكد ل 400 شخص.

⁹⁰ TVERSKY, Amos, and Daniel KAHNEMAN, 1981. The framing of decisions and the psychology of choice.

Science, 211(4481), 453-458

- أيضاً لا يوجد مبرر منطقي من تغيير خيارات الأفراد في كلا العينتين، ففي حال اختيار البرنامج C وهو القضاء على 400 شخص بشكل مؤكد في السؤال الثاني، هو نفس نتيجة اختيار الأفراد للبرنامج A في السؤال الأول، وهو انقاذ 200 شخص بشكل مؤكد (حيث ضمن هذا الخيار 400 شخص سوف يتم القضاء عليهم بشكل مؤكد $(600-200=400)$) وهو ما يماثل نتيجة البرنامج C الذي لم يتم اختياره من قبل أفراد العينة.

إذاً نلاحظ من خلال هذا الاختيار كيف تغيرت تفضيلات الأفراد تجاه نفس المشكلة بتغيير صياغته فقط.

حيث تتوافق النتائج مع نظرية التوقع بمجرد أن ندرك أن وصف المشكلتين يشير إلى استخدام نقاط مرجعية مختلفة: فالأفراد في حال وجود ربح/منفعة مؤكدة يميلون للابتعاد عن المخاطرة وضمان هذا الربح بما أن النقطة المرجعية للأفراد هنا والتي تمثل الربح هي "إنقاذ الأرواح"، أما في حال وجود خسارة مؤكدة فيميلون للمخاطرة في سبيل محاولة تخفيض الخسارة المتوقعة لحدّها الأدنى بما أن النقطة المرجعية هي "الأشخاص الذين سوف يتم القضاء عليهم-احتمال الوفاة" والتي تمثل الخسارة، فيحاول الأفراد تقليل الخسارة لأدنى حد ممكن.

وبما أن الأفراد بطبيعتهم نافرون من الخسارة، فإن "الأرواح المفقودة" في إطار الوفيات تأثيرها النفسي أكبر من "الأرواح التي تم إنقاذها" في إطار البقاء على قيد الحياة.

وبحسب نظرية المنفعة المتوقعة التي تفترض عقلانية الأفراد بشكل كامل كان يجب ألا يفرق الطلاب بين البرنامجين وأن يقوموا بتجميع الأفكار والمعلومات بشكل عقلائي ودقيق وألا يقوموا باختيار برنامج معين بدلاً عن الآخر، ولكن أثبت بأن الأفراد فعلياً وعلى أرض الواقع لا يمتثلون للعقلانية بصلة.

قد يقول القائل إن المثال السابق هو نوع من الخداع الإحصائي أو أن الأمر يتعلق بحياة البشر، فيميل الإنسان بفطرته إلى إنقاذ الأرواح بطريقة مؤكدة، غير أن هنالك بعض التصرفات التي نقوم بها تثبت وجود انعكاس للتفضيل في تصرفاتنا.

من ذلك تصرفنا عند الاستثمار في أسواق المال، فمن الطبيعي أن يدخل الأفراد السوق متخوفون من الخسارة، ومتأملين تحقيق مكاسب، ثم بمجرد ما أن تحدث خسارة نجد أنفسنا نجازف بحثاً عن فرصة أفضل لتقليل الخسارة السابقة، لينعكس بذلك تفضيلنا من نافرين من الخطر إلى باحثين عن الخطر.

في الإطار نفسه: نجد أنه من الصعوبة بمكان إقناع المستثمر ببيع إحدى الأوراق المالية التي حققت خسارة، على حين سوف يسارع ببيع الورقة المالية الخاسرة نفسها عند إقناعه «بإعادة هيكلة» محفظته المالية، من هنا ينصح خبراء علم السلوك المالي باستخدام عبارة إعادة هيكلة المحفظة كبديل سحري لعبارة «بيع الورقة المالية الخاسرة». من الأمثلة أيضاً على استخدام التأطير في المالية؛ طريقة عرض وإفصاح أحد الشركات المصدرة للأسهم عن أرباحها:

"في الربع الثالث، بلغت ربحية السهم الواحد (EPS) 1.25 دولار، مقارنة بالتوقعات البالغة 1.27 دولار".

مقارنة ب: " في الربع الثالث، بلغت ربحية السهم الواحد (EPS) 1.25 دولار، مقارنة بالربع الثاني، حيث كانت 1.21 دولار".

فمن الواضح أن الخيار 2 يقوم بعمل أفضل في صياغة تقرير الأرباح بالطريقة التي يتم تقديمها بها -كتحسن في رقم ال EPS مقارنة بالربع السابق.

3.1.3.2.2. متعة التوقع والانتظار:

توقع نتائج إيجابية غالباً ما تنتج عن الثقة الزائدة والتفاؤل، فنلاحظ كثيراً في هذه الأيام، وبالأخص حيث أن سوق دمشق للأوراق المالية حديثة العهد، إن أولئك الذين يستثمرون بالأسهم لأول مرة يخلق لديهم هاجس المتابعة اليومية لحركة الأسهم وتصبح أحد أهم أحاديثهم مع الأصدقاء والمحيط وبشكل غير واعٍ تخلق متعة ضمنية ناتجة عن انتظار وتوقع المجهول.

ينتشر هذا الشعور ليدفع آخرين لتجربة الاستثمار، كما تفسر هذه الحالة تفضيل بعض المستثمرين للأوراق المالية ذات السيولة العالية والأسعار المتغيرة بشكل يومي عن تلك الأسهم ذات الحركة البطيئة ولو كانت فرص الربح في هذه الأخيرة تبدو أفضل، إلا أن متعة الانتظار ومتابعة الأسهم ذات الحركة المتغيرة تبدو أكبر.

4.1.3.2.2. الثقة المفرطة Over Confidence:

يمكن تعريف الثقة المفرطة بأنه ميل الشخص لتضخيم قدراته المعرفية ومهاراته الاستثمارية، حيث يميل للمبالغة في تقدير المهارات الخاصة به في مجالات الأنشطة المالية. في سياق سوق الأسهم، قد يحدث عندما يعتقد المتداول أنه أكثر دراية أو قدرة على اتخاذ قرار الاستثمار من الآخرين. حيث ترتبط الثقة المفرطة بمدى اعتقاد الفرد بامتلاكه القدرة المعرفية في توقع الأحداث أو التنبؤ بها أو المبالغة في تقديرها، فقد يعتقد المستثمر بأنه الأفضل من غيره في اختيار الأسهم المناسبة، والأفضل في دخوله أو خروجه من السوق، (Chaudhary, 2013:88) ويؤكد (Plous 1993) في كتابه على أنه أحد أكثر التحيزات شيوعاً في مجالات اتخاذ القرار.

حيث تتمثل الثقة المفرطة في أن المستثمر يؤمن وبشدة في تقديره الشخصي لقيمة الأصول المالية أكثر من تقدير الآخرين لها، أدلة كثيرة بينت أن الأفراد لهم ثقة مفرطة في أحكامهم، وتتم المبالغة في التقدير لاحتمال وقوع الأحداث، وهذا ما يتجلى في مشكلتين: الأولى، أن الأفراد هم سيئين المعايير أثناء تقدير الاحتمالات. أما المشكلة الثانية فتتمثل في التفاؤل في تقييمهم لقدراتهم وإمكانياتهم، ويقول (Ricciardi, Simon (2000 أن الأفراد يميلون إلى المبالغة في تقدير مهاراتهم والتنبؤ بنجاحاتهم، فإن الأفراد وباستمرار يفرطون في تقييم براعتهم في قيامهم بكل شيء بدءاً من قيادة السيارات إلى الاستثمار في العقارات و الأوراق المالية. حيث بشكل عام أكثر من 90% من البشر يعتقدون أنهم فوق المتوسط في مجالات عديدة.

قام ثالر وباربيريس (2002) بإجراء دراسة حاولوا من خلالها فهم السبب وراء كون الأفراد على يقين وثقة حول أحداث غير مؤكدة. وجدوا أن بعض الأحداث المعينة التي يعتقد الأفراد بحدوثها 98% أغلب الوقت تنتهي بحدوثها بنسبة 60% فقط، أما الأحداث التي يعتقد الأفراد بعدم حدوثها بشكل شبه مؤكد تنتهي بحدوثها بنسبة 20% (Thaler & Barberis 2002). ما يمكن استخلاصه بشكل رئيسي أن أحد أهم الأسباب التي تجعل الأفراد على

ثقة عالية بآرائهم واختياراتهم أنهم يميلون إلى دفع احتمالات معينة إلى نهاية الأطياف الاحتمالية داخل عقولهم، في حين أنه في الواقع يجب أن يُنظر إليهم على أنهم أقرب إلى افتراض يمثل احتمال 50/50.

كما أشار (Altman, 2014) إلى حاجة (Kahneman, 2011) في كتابه بشأن أهمية وتأثير ما يسميه «وهم الفاعلية» حيث يتجه الأفراد إلى بناء سرديات Narratives متماسكة تؤكد قناعاتهم السابقة. حيث يشير إلى أن المفتاح الرئيسي لفهم هذا العامل في بناء الثقة المفرطة يتمثل في ميل الأفراد إلى تجاهل الأدلة المضادة لما يرونه هم قصة متماسكة ومقنعة⁹¹.

قام مور وهيلي (2008) بتحديد ثلاثة مقاييس مختلفة لكيفية إظهار الأشخاص الثقة المفرطة:

1. تقدير أدائهم الخاص (المبالغة في التقدير).
2. تقدير أدائهم الخاص نسبة لأداء الآخرين (تأثير الـ «أعلى من المتوسط»).
3. المبالغة في دقة تقدير حالات عدم التأكد المستقبلية.

ويمتلك المستثمرون والمحللون الماليون بصفة خاصة ثقة مفرطة في المجالات التي يملكون فيها بعض المعرفة، مع ذلك ارتفاع مستويات الثقة في الكثير من الأحيان لا تظهر أي علاقة ارتباط بنجاح أكبر. على سبيل المثال، بينت دراسات أن الفرد دوماً يتمادى في تقييم قدراته في العديد من المجالات بما فيها مهاراته الرياضية، كفاءته كفائد، مسيري الأموال، المستشارين، والمستثمرين، لهم ثقة مفرطة في التفوق على السوق، على الرغم من أنهم في أغلب الأحيان يخفقون في ذلك، فالثقة المفرطة تتجلى في العديد من المظاهر والمثال على ذلك هو التنويع الضئيل جداً بسبب ميول الأفراد إلى الاستثمار في أسهم الشركات المألوفة لديهم (Kinari, 2016).

وتشير دراسة (Stotz&Nitzsch, 2005) إلى وجود علاقة بين الثقة المفرطة و«وهم التحكم Control of Illusion» وهو وهم يقع فيه بعض المستثمرين حيث يعتقدون أن لهم تأثير على السوق والأسهم التي يستثمرون بها حيث يعتبر كمحدد لمستوى الثقة المفرطة، وجد الباحثان من خلال دراستهم لتنبؤات المحللين الماليين في مجالين التنبؤ بالأرباح (حيث الثقة فيه أكبر) والتنبؤ بحركة الأسعار «أسعار الأسهم» (الثقة فيه أقل)، وجد الباحثان أن هناك ثقة أكبر في التنبؤ بالأرباح بعكس التنبؤ بالأسعار، وعند سؤالهم عن الأسباب كان المحللين يعززون النجاح في التنبؤ بالأرباح إلى عوامل مثل «الخبرة» أو «بعض المعلومات التفصيلية عن الشركة» أو «المعرفة بالقطاع» أو «العمل الشاق» في حين عند سؤالهم عن التنبؤ بحركة الأسعار كانوا يشيرون إلى عوامل مثل «الصدفة» و«الحظ» أو ناتجة عن عوامل مثل «لاعقلانية المستثمرين» وهو ما يشير إلى اعتقاد المحللين الماليين بشعورهم بالتحكم عند تنبؤهم بالأرباح.

كما نشير إلى مؤثر آخر في الثقة المفرطة، وهو زيادة المعلومات Illusion of Knowledge يعرفه (Montier, 2007) بأنه «ميل الأفراد للاعتقاد بأن دقة توقعاتهم تزيد مع زيادة المعلومات»، وهو ما تقف ضده دراسات عديدة (Tsai, 2008)، علماً أن زيادة تعرض المتداول لمعلومات أكثر وخاصة تلك التي قد تكون متضاربة قد

⁹¹ Kahneman, Daniel. (2011), Thinking Fast and Slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA. OverConfidence P.254-256.

تتسبب في التقليل من التركيز على العوامل والمعلومات ذات التأثير الأكبر في قرار الاستثمار والانشغال بمعلومات وعوامل أقل أهمية.

وبالتالي فإن الأفراد يعتقدون بأنهم الأذكي ويمتلكون المعلومات الأفضل أكثر مما هم عليه في الواقع. على سبيل المثال، ربما يحصلون على نصيحة من خبير مالي أو يقرؤون شيء ما في الانترنت، ومن ثم يصبحون جاهزين لأخذ فعل معين، كاتخاذ قرار استثماري، اعتماداً على المعلومات التي تلقوها.

وبالتالي يؤدي هذا التحيز إلى جعل المستثمر يعتقد أنه يعرف أكثر مما يحتاج ومثل هذا الاعتقاد الخاطئ يحدث عندما يقدّر الأفراد معلوماتهم الشخصية أكثر من أي وقت مضى ويبالغون في الحكم والتنبؤات.

وقد وجدت دراسات كثيرة أن الرجال في الغالب أكثر عرضة لهذا التحيز خاصة غير المتزوجين منهم، حيث إن المرأة تتجنب التداول النشط في الأسهم أكثر من الرجل وبالتالي تحقق عوائد أفضل ويرجع ذلك لطبيعتها في تجنب المخاطر. على سبيل المثال وجد العالمان (Odean & Barber) 2001 في دراسة للحسابات الاستثمارية لـ 35,000 أسرة أن الرجل يتداول أعلى من المرأة بنسبة 45 % وذلك راجع للثقة المفرطة في قدراته، وليس لكون المرأة أفضل منه في قدراتها التحليلية ومهاراتها الاستثمارية.

وجد (Odean 1998) أن تحيز الثقة المفرطة يؤدي إلى سوء إدارة المستثمرين لمحافظهم الاستثمارية، وإحدى الطرق التي يظهر بها هذا الأمر هي عندما يبدأ المستثمرون في التداول أكثر من اللازم ضمن محافظهم وذلك لثقتهم بأنهم يحسنون انتقاء الربح والخاسر داخل السوق، مما يؤدي في أغلب الأوقات إلى سوء أداء الأسهم التي قاموا بشرائها على عكس أداء الأسهم التي قاموا ببيعها، وقد لا تؤدي الثقة المفرطة إلى تحقيق عوائد منخفضة فحسب بل أيضاً قد تؤدي بالمستثمرين إلى تقليل التنوع ضمن محافظهم الاستثمارية، حيث يميل المستثمرون الذين يتميزون بالثقة المفرطة إلى وضع رهانات كبيرة على أوراق مالية معينة أو مخصصة (Hirshleifer, 2015). وعليه يمكننا أن نذكر بعض الخصائص للأشخاص الذين يمتلكون صفة الثقة المفرطة، على النحو التالي:

- إن المستثمرون ذوو الثقة المفرطة يقيمون قدراتهم في تقييم الشركة كاستثمار محتمل بأكثر مما هي عليه في الواقع. وكنتيجة لذلك، يصبحون عمياناً تجاه أي معلومات سلبية من الممكن أن تكون إشارة تحذير إما لعدم شراء أصل معين، أو أن الأصول التي تم شراؤها يجب أن تباع في الوقت المناسب.
- المستثمرون ذوو الثقة المفرطة بإمكانهم المتاجرة بإفراط كنتيجة لاعتقادهم بأنهم يمتلكون معرفة مميزة لا يمتلكها الآخرون. وبالتالي فإن سلوك التجارة المفرطة سيقود إلى عوائد ضئيلة عبر الزمن.
- كونهم إما لا يعلمون، لا يدركون، أو لا يلتفتون إلى إحصائيات أداء الاستثمار التاريخية، فإنهم يقللون من أهمية تقييم مخاطرهم السلبية. وكنتيجة لذلك سيعانون بشكل غير متوقع من أداء ضعيف لمحفظتهم.

- يحتفظ المستثمرون ذو الثقة المفرطة بمحافظ غير متنوعة، بأخذهم المزيد من الخطر بدون تغيير مكافئ في احتمال الخطر. غالباً، لأنهم لا يعلمون حتى بأنهم يقبلون على المزيد من الخطر أكثر مما قد يتحملونه بشكل طبيعي⁹².

- يتقاعزون في تقدير عائداتهم كما يقللون من شأن المخاطرة بسبب اعتقادهم أنهم يتحكمون في مجريات الأمور وأحداث الفرصة.

وعليه فإن المبالغة في الثقة بالنفس لدى المستثمرين ورجال الأعمال يؤدي إلى تقليل التنوع وزيادة الاستثمارات السيئة. كذلك فإنهم يميلون إلى إجراء عدد كبير من الصفقات مقارنة بغيرهم، وذلك بسبب اعتقادهم أنهم الأفضل في اختيار الأصل الأنسب في الوقت الأنسب. الأمر الذي يجعل استجاباتهم للمعلومات الجديدة أقل من غيرهم، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض عوائدهم عن العائد السوقي⁹³.

يقول (Bondt & Thaler, 1994) عن تحيز الثقة المفرطة «لعل النتيجة الأكثر قوة في علم نفس القرارات تتمثل بقول أن الأفراد يتصفون بالثقة المفرطة» وللتأكد من ذلك يمكن إجراء اختبار بسيط على مجموعة من الأشخاص بسؤالهم عن تقدير مهاراتهم في القيادة مقارنة بالسائقين الآخرين، واختيار إجابة من بين التالي: (مهاراتي في القيادة عالية). (مهاراتي في القيادة متوسطة). (مهاراتي في القيادة ضعيفة).

تفاجأوا أن معظم الأفراد اختاروا الإجابة الأولى، بينما التوزيع الطبيعي يفترض تقريباً وجود الثلث في كل مجموعة. حتى أنهم أجروا الاختبار على مجموعات مختلفة من المتدربين ودوماً بنسبة تتخطى النصف من الحضور يصرحون أن مهاراتهم في القيادة عالية. حتى أن بعض المجموعات من الطلبة وصلت إلى 90% في الفئة الأولى، وهذا طبيعي فكلما صغر عمر الإنسان كلما زادت ثقته بنفسه أكثر، ولكن "إذا كنا جميعاً سائقين ممتازين إذاً من هم هؤلاء الذين يقودون في الطريق!"

أيضاً من جانبه ذكر روبرت شيلر أن المبالغة في الثقة هي أحد أسباب وجود المضاربين في السوق. ذلك أنه في مجتمع عقلاني من المفترض أن يعتبر 50% من الأفراد أنفسهم دون المتوسط في القدرة على التداول وبالتالي سيكونون غير راغبين بإجراء المضاربات في السوق مع النصف الآخر الذي من وجهة نظرهم هم قادرين على التغلب عليه. إلا أن ما يحدث هو العكس الأمر الذي يؤدي إلى وجود حالة المضاربة وفوضى السوق⁹⁴.

5.1.3.2.2. تحيز الإتاحة Availability Bias:

يطلق عليه أيضاً "تحيز الأحداث الأخيرة" حيث يميل الأفراد إلى إعطاء وزن أكبر للأحداث الأخيرة والحديثة لتقدير احتمالات وقوع حدث معين في المستقبل، راجع ذلك إلى إدراكها من قبل الذهن العقلي وتذكرها بسهولة⁹⁵، وكمثال نفترض أن مستثمر ما استثمر في 15 صفقة وكانت آخر 10 صفقات رابحة بعدها يشعر المستثمر بثقة كبيرة، ولكن في حالة ما إذا كانت الصفقات الخمس الأخيرة خاسرة فذلك يؤثر على عقلية المستثمر

⁹²Pompian, Michael .M. (2006), Op. Cit, P.51,54.

⁹³ Chaudhary, Amar Kumar. (2013), Op. Cit, P. 88.

⁹⁴ Shiller, Robert J. (2015), Irrational Exuberance, Princeton University Press, USA, P.172.

⁹⁵ Tversky and D. Kahneman, "Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability," Cognitive Psychology 5 (1973): 207–32.

سلباً، وبالتالي على ثقته بسبب الصفقات الخاسرة الأخيرة بالرغم من أن استراتيجيته كانت قد حققت نسبة ربح تفوق 75% سابقاً، ومنه فإن تلك الحالة السلبية تترك المستثمر عرضة لارتكاب الأخطاء والخوف من خوض صفقات قادمة⁹⁶.

6.1.3.2.2. نظرية الخوف/النفور من الندم Regret Theory :

تعد نظرية الخوف من الندم أحد النظريات التابعة لنظرية التوقع Prospect Theory، حيث إن النفور من الندم هو ميل بشري للشعور بالأسف بسبب ارتكاب أخطاء، حتى الأخطاء الصغيرة، وهو الخوف الكبير من تحقق الخسارة، وبالتالي فإن الأفراد الذين يكون عامل الخوف من الندم مرتفع لديهم يكون لديهم عامل تجنب الخسارة مرتفع أيضاً. فالندم هو التجربة العاطفية الناتجة عن اتخاذ قرارات غير صحيحة، وإذا كان المرء يرغب في تجنب ألم الندم، فقد يغير هذا سلوكه بطرق قد تكون غير عقلانية في بعض الحالات (Antony & Nair 2015).

سبب هذا التحيز هو أن الأفراد في الغالب لا يعترفون بأخطائهم. في هذه الحالة يحاولون تجنب اتخاذ القرار بسبب الخوف من أن أي قرار سيتخذه سيكون دون المستوى الأمثل. (Ameer & Anum 2017). بالإضافة إلى آلام الخسارة المالية، فإنه يشمل أيضاً الأسف على القرارات السيئة، والتي تم رفع الخسارة من خلالها. بسبب النفور من الندم يحاول المستثمرون الاحتفاظ بأصول ضعيفة الأداء. النفور من الندم يؤثر أيضاً على القرارات المتعلقة بالاستثمارات الجديدة (Ameer & Anum 2017) (قد يتم تفسير الظاهرة على أنها تعني ضمناً أن المستثمرين يتجنبون بيع الأسهم التي انخفضت حتى لا يتم تأكيد الخطأ الذي يقومون به، وبهذا الشكل يتجنبون الشعور بالندم. ويبيعون الأسهم التي ارتفعت حتى لا يشعروا بالأسف لعدم القيام بذلك قبل أن يسقط السهم في وقت لاحق (Anu & Raman 2015)).

ضمن هذا الإطار يمكن تفسير تفضيل الأفراد للأسهم التي تقوم بتوزيعات نقدية سنوية عن تلك التي تحقق حجم الأرباح نفسه لكن لا تقوم بتوزيعها على المساهمين.⁹⁷ على سبيل المثال: إذا كان لديك 1000 دولار مخصصة للاستثمار وأنت بحاجة سنوياً إلى 100 دولار لمخصصات الاستهلاك ويمكنك الاختيار بين سهمين سعر كل منهما 1000 دولار الأول يقوم بتوزيع 10% كتوزيعات نقدية كل عام على حين يقوم الآخر بتدوير الأرباح ما يدفع سعره إلى الارتفاع 10% بشكل مؤكد، فأى من السهمين تختار؟⁹⁸

أغلب الإجابات عن هذا السؤال تأتي باتجاه اختيار الأسهم ذات التوزيعات النقدية مع أن كلا السهمين يعطي العائد المالي نفسه، إلا أن الأفراد ينظرون إلى التوزيعات النقدية كدخل مخصص للإنفاق على حين يصنفون الربح الرأسمالي الناتج عن ارتفاع أسعار الأسهم كجزء أساسي من الاستثمار واتخاذ قرار تسهيل جزء من هذه الاستثمارات بهدف الإنفاق الاستهلاكي لا يمكن اتخاذه بسهولة، على مبدأ «لا تقتل الدجاجة التي تبيض ذهباً» ومن ثم فإن المستثمرين يدفعون علاوة للأسهم ذات التوزيعات النقدية الثابتة. وهذا ما يجب على المحللين الماليين فهمه عند

⁹⁶ Yasmine H Abdel Razek (2011) Ibrid ,p. 9

⁹⁷ Ricciardi and Simon,(2000) Ibrid ,p.5

⁹⁸ Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (2010). Op. Cit, p. 322

تقييم هذه الأسهم حيث يفضل الأفراد إنفاق التوزيعات النقدية عن تسيل الربح الرأسمالي بهدف إنفاقه حتى لا يشعروا بالندم لبيع الأسهم وارتفاع أسعارها بشكل ملحوظ في المستقبل.

انطلاقاً من هذا المفهوم، يتجه الأفراد باتخاذ قراراتهم الاستثمارية بحيث يكون احتمال الشعور بالندم في حدوده الدنيا بعد احتساب كل الاحتمالات الممكنة.

وفي هذا السياق يعتبر الندم أيضاً عاملاً مؤثراً في تشكيل قراراتنا الاستثمارية، فلقد أثبت العلماء أن الندم الناجم عن القيام بالفعل يفوق الندم الناجم عن عدم القيام به وشعبياً يتداول الأفراد مصطلح «فوات الربح ولا ألم الخسارة» وهذا صحيح علمياً، حيث تخيل أنك تملك أسهماً لشركة ما منذ عام 2005 وكنت تقرر بيعها لشراء مبنى عقاري بمليون دولار ولكنك لم تقم بذلك، من المؤكد أنك ستندم إذا اتضح لك اليوم أنك كنت ستكسب مليون دولار بسبب ارتفاع سعر العقار خلال السنوات الماضية. لكن قارن هذا الندم لو كان العكس، أي في حال كنت تملك عقاراً منذ عام 2005 وقمت ببيعه ثم قمت بشراء أسهم الشركة المذكورة التي هبطت قيمتها بمعدل 50%. أي أنك قمت ببيع عقار بقيمة مليون دولار واشترت أسهم تقيم اليوم بقيمة 500 ألف دولار. تخيل الندم الحاصل بسبب ذلك القرار عند أغلب المستثمرين. سيكون مقدار الندم أكبر بكثير من الحالة الأولى والتي امتنعوا فيها عن الفعل⁹⁹.

2.3.2.2. التحيزات الإدراكية:

تنتج التحيزات الإدراكية من التفكير الخاطئ والجهل في طريقة معالجة المعلومات وطريقة الحساب المتبعة، حيث أنها تؤدي لتكوين افتراضات لا تكون صحيحة بالضرورة، نذكر من هذه التحيزات ما يلي:

1.2.3.2.2 الحساب الذهني -العقلي: Mental accounting

يعتبر الحساب الذهني أحد أهم التحيزات السلوكية الاقتصادية الذي تم عرضه من قبل ثالر (1999) Thaler، إذ يميل البشر إلى تجاهل حقيقة أنّ المال قابل للاستبدال ويقومون بفصل أموالهم في حسابات ذهنية مختلفة عن طريق عمليات حسابية منطقية وفقاً لمعايير ذاتية مثل الطريقة التي حصلوا بها على الأموال أو ما إذا كانت هذه الأموال مخصصة أصلاً لهدف ما، وبالتالي لا يتعاملون مع أموالهم بشكل متسق ومتماثل، وإنما يقومون بفصل الأموال بشكل مستقل إلى حسابات مختلفة، حيث يطبقون قواعد مختلفة بالنسبة إلى كل حساب وبناء على عدة معايير؛ كمصدر الأموال أو الهدف من كل حساب، وفي الكثير من الأحيان يكون هذا الفصل للحسابات غير منطقي ويؤثر بشكل سلبي في قرارات الأفراد الاستهلاكية، أي يضعون كل قرار استثماري في حساب ذهني مستقل ويتم معاملة كل حساب على حده و تجاهل الترابط و التفاعل بين القرارات، أي أن كل قرار استثماري يتم اتخاذه من قبل المستثمر يكون منفصل من حيث المضمون و المحتوى و الهدف و الزمن عن باقي القرارات الاستثمارية التي يتخذها¹⁰⁰.

فعلى سبيل المثال، نجد أن بعض الأشخاص الذين يقترضون باستخدام بطاقات الائتمان الخاصة بهم يدفعون فوائد مالية سنوية قد تصل إلى 20٪، في حين قد يكون لديهم حساباً استثمارياً يمكنه بسهولة تغطية فاتورة بطاقة الائتمان

⁹⁹ Kahneman, Daniel. (2011), Thinking Fast and Slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA. Regret, P.279

¹⁰⁰ Thaler, R.H.(1999), "Mental Accounting Matters" *Journal Of Behavioral Decision Making* 12 (3),PP.183-206.

ويحقق عائداً أقل من 20٪، فمن المنطقي تماماً سداد قيمة بطاقة الائتمان من حساب الاستثمار لأن تكلفتها أكثر من العائد الاستثماري، ولكنهم لا يفعلون ذلك بسبب حساباتهم الذهنية¹⁰¹.

بشكل مماثل، عندما يحصل الموظفون على مكافأة في نهاية العام، يتعاملون معها بشكل مختلف عن رواتبهم وربما يستثمرونها في استثمارات عالية المخاطر أو يقومون بصرفها في أمور ثانوية لا تعد ضرورية أو جوهرية، أو عندما يحقق المستثمرون مكسباً غير متوقع، فإنهم يميلون إلى استثمار مكاسبهم في استثمارات أكثر مخاطرة، لذلك فإن مصدر أموالهم يؤثر فعلياً على إنفاقهم السلوكي أو على قرارات استثماراتهم، فليس من المنطق البذخ في صرف المال على الرغم من كونه غير متوقعاً على أشياء تعد غير ضرورية وفي نفس الوقت يوجد فواتير مستحقة الدفع أو دين غير مسدد، فهذا التحيز يجعل الأفراد يفصلون غايات إنفاق المال حسب كل مصدر من مصادر هذا المال.

وبالتالي المحاسبة العقلية هي ميل الأفراد إلى ترميز وتصنيف و تقييم النتائج الاقتصادية من خلال تجميع أصولهم في عدد من الحسابات الذهنية غير القابلة للتغيير (غير قابلة للتبادل)، فالمحاسبة العقلية تجعل الأشخاص يأخذون خطوة غير عقلانية في معالجة مبالغ مختلفة من المال بشكل مختلف استناداً إلى المكان الذي يتم فيه تصنيف هذه المبالغ عقلياً، على سبيل المثال الطريقة التي يصنف بها مبلغاً معيناً تم الحصول عليه من (العمل ، الميراث ، المقامرة ، المكافأة ، وما إلى ذلك) أو طبيعة الاستخدام المقصود للمال (أوقات الفراغ ، الضروريات، إلخ) ، أحياناً ينشئ الأفراد حسابات عقلية من أجل تبرير الإجراءات التي تبدو جذابة ولكنها في الواقع غير حكيمة، وفي أحيان أخرى، يستمد الأفراد فوائد من المحاسبة العقلية. على سبيل المثال، قد يؤدي تخصيص الأموال للتقاعد إلى منع بعض الأسر من إنفاق هذه الأموال قبل الأوان. (Pompian, 2006:17)

ولكون المجتمع الاستثماري يُعطي اهتماماً متزايداً للحسابات الذهنية، حيث قام الأكاديميان "شفرين" و"ستاتمن" عام 2000 بوضع دراسة مهمة بعنوان "نظرية المحفظة الاستثمارية السلوكية " Behavioral Portfolio Theory" التي تشير بأنه يمكن للمستثمرين والمستشارين الماليين استخدام منهجية استثمار مرتكزة على أساس إنشاء محفظة لعملائهم تتلاءم مع تحيزاتهم السلوكية وبالتحديد الحسابات الذهنية. فعلى سبيل المثال، إذا كان لدى أحد الأشخاص هدف امتلاك سيارة فاخرة خلال الـ 10 سنوات القادمة، فربما يقوم باستثمار ما ذو مخاطر عالية لتحقيق هذا الهدف، حيث أن امتلاك سيارة فاخرة يعتبر من الأمور الكمالية. في حين أنه -على سبيل المثال - سوف يقوم بالاستثمار في السندات المالية أو استثمارات ذات مخاطر قليلة إذا كان الغرض من الاستثمار هو تمويل تكاليف دراسة جامعية على سبيل المثال. فعندما يقوم المستشارون الماليون بإنشاء عدة محافظ استثمارية كل منها موجه لهدف ما أثبت علمياً أنها طريقة فعالة للتعامل مع التحيزات السلوكية وبالتحديد الحسابات الذهنية.

وبالتالي هذا النوع من التحيز له بعض الآثار المالية لأنه منطقياً عوضاً عن اعتبار كل دولار مماثل للآخر، هذه النظرية أو هذا التحيز يساعد في فهم لماذا يقوم المستثمرون بتحديد بضع من دولاراتهم واعتبارها " رأس مال آمن"

¹⁰¹ De Bondt, W., Muradoglu, G., Shefrin, H., & Staikouras, S. K. (2008). Op. Cit, p. 12

وبالتالي استثمارها في استثمارات منخفضة المخاطر كالسندات الحكومية، ومعاملة " رأس المال الخطر " بشكل مختلف.

وبالتالي يفصل المستهلك المصادر والاستهلاكات إلى فئات مختلفة، وبشكل مماثل يصنف الإيرادات إلى إيراد عادي وإيراد إضافي، أما التكاليف فيصنفها إلى تكاليف عادية كالغذاء، فواتير الهاتف، وسائل النقل... وإلى تكاليف إضافية كتكاليف السفر لقضاء إجازة، شراء السلع الكمالية الباهظة¹⁰²

وغالباً ما يفضل المستهلكون مطابقة تكاليف الرفاهية مع الأرباح الإضافية. فالقرار بشراء الاحتياجات اليومية والعادية أسهل بكثير من قرار شراء السلع الباهظة والثانوية. فشراء سلعة باهظة الثمن يحتاج إلى سبب، والمال الذي نحصل عليه كهبة، جائزة، محفزة، يانصيب أو كمكافآت يستخدم أكثر لهذا الغرض أي لشراء السلع الكمالية مقارنة بالمال الذي نحصل عليه من العمل اليومي الذي يتطلب مجهوداً.

يتضح دور الحساب الذهني أيضاً في لغز الأرباح التي تنص على أرباح المستثمرين الخاصة بالتوزيعات بشكل منفصل من مكاسب رأس المال. حيث في عالم من دون الضرائب وتكاليف المعاملات ينبغي أن يكون المستثمر غير مبالٍ بين التوزيعات النقدية وأرباح رأس المال. علاوة على ذلك في عالم حيث يتم فرض ضرائب على أرباح توزيعات الأسهم بشكل أكبر من مكاسب رأس المال، فالمستثمرين يدركون بأنهم أفضل حالاً فعلاً عندما تمتنع الشركات من دفع توزيعات الأسهم. لذلك، على الرغم من أن من دفع توزيعات الأسهم قد خفض في السعر قد يكون المستثمر متردداً في بيع الأسهم للخوف من إغلاق الحسابات العقلية التي تحتوي على توزيعات الأرباح. وبالتالي يعتبر المستثمر أرباح التوزيعات أنها مكاسب منفصلة عن مكاسب رأس المال نتيجة لارتفاع في سعر السهم نفسه.

وبناء على التجارب اقترح (Thaler, 1999) مفهوم الحساب الذهني وهو قيام الأفراد في بعض الأحيان بفصل القرارات التي ينبغي تكون مجتمعة حيث إنها كلها يجب أن تعتمد على نفس المعطيات مما يؤدي بنا إلى اتخاذ قرارات مختلفة لحالات متشابهة في المعطيات وهذا غير منطقي وكأننا بذلك ننشئ حسابات ذهنية متفرقة خاصة بكل موقف مع أن المعطيات واحدة. على سبيل المثال لا نهتم بفرق 10 دولار لسلعة ثمينة تباع في متجرين مختلفين كساعة يدوية مثلاً، لكننا نغضب كثيراً إذا وجدنا فرق 10 دولار لسلعة رخيصة الثمن مثل كوب من القهوة، مع أن المنطق يقول إن العشرة دولار تمثل نفس القيمة بالنسبة للفرد في الحاليتين.

يؤثر هذا السلوك كثيراً عند بناء وتمويل المحافظ المالية والتعامل مع الأصول والأسهم المكونة لها، يشير (Clarke, 1994) إلى أن المستثمرين يتأثرون بهذا التحيز عند بناء محافظهم مما يجعلهم ينحرفون عن ما تقترحه عليهم نظرية المحفظة الحديثة (MPT Modern Portfolio Theory) من حيث تركيز نظرهم على التفاعل بين مكونات المحفظة لخفض المخاطر، بسبب نمذجتهم للأصول في حسابات منفصلة، وجد أيضاً كل من فريدمان و

¹⁰² Clot, S., Ibanez, L., Meral, P., & Andriamahefazafy, F. (2013). How mental accounting could bias PES programs: A natural field in Madagascar, p. 03

سافاج أن الأفراد الذين يقومون بشراء تذاكر اليانصيب يقومون في نفس الوقت بشراء بوالص التأمين مما يشير إلى كون الأفراد محبين و كارهين للمخاطر في ذات الوقت (Das et al., 2011).

كما يشير (Nofsinge, 2005) إلى أن المستثمرين لا يهتمون بمخاطر المحفظة، كما يشير إلى الدراسات العديدة التي تحدثت عن أن النظرة الضيقة Narrow Framing وهي أحد مظاهر هذا التحيز تؤثر على النظر لمخاطر سوق الأسهم بمعزل عن المخاطر الأخرى وهو ما قد يفسر لماذا يحجم الكثيرون عن الاستثمار في سوق الأسهم. على كل حال تكفي الإشارة هنا إلى ما ذهب إليه (Thaler & Sunstein, 2008) من أنه إذا ما نظر المستثمرون إلى الأدلة عن مخاطر الأسهم والسندات في الأجل الطويل لربما استثمروا كل ما يملكون تقريباً في الأسهم. (كمثال يؤكد الكاتبان على أنه لا توجد 20 سنة انخفضت فيها الأسهم عن قيمتها الحقيقية أو استطاعت السندات التفوق عليها).

وفي السياق المحلي لاحظ الباحثان تأثر العديد من المستثمرين بهذا التحيز من خلال الجمع بين المضاربة والاستثمار كهدفين منفصلين من خلال محاولة بناء محفظتين للاستثمار والمضاربة والفصل بينهما بهدف السيطرة على مخاطرة كل محفظة على حدة عوضاً عن النظر إلى ما يضيفه الأصل الجديد للعائد الكلي للمحفظة وخفضه لمخاطر المحفظة ككل.

أيضاً يظهر هذا التحيز في طريقة تعامل المتداولين وقراراتهم الاستثمارية مع التدفقات النقدية المتحصلة من التوزيعات النقدية للشركات أو من بيع أسهم الاكتتاب؛ بطريقة مختلفة عن التدفقات النقدية المتحصلة من مصدر آخر كرواتب الموظفين، إن النظرية الاقتصادية تقول إن المنفعة في الحالتين واحدة لذا يجب أن يكون مستوى المخاطرة واحد.

◀ وغالباً ما يتم استخدام الدراسة التي أجريت من قبل كانمان و تفرسكي 1981 في محاولة شرح ظاهرة الحساب الذهني، في هذه الدراسة تم سؤال مجموعتين منفصلتين السؤالين التاليين¹⁰³:

المجموعة الأولى تم سؤالهم السؤال التالي:

أ- لنفرض أنكم قد قررتم مشاهدة مسرحية ما، ودفعتم ثمن تذكرة الدخول \$10. عند دخولكم للمسرح اكتشفتم أنكم قد أضعتم التذكرة. ولا يمكنكم إرجاع ثمنها، فهل تدفعون \$10 مرة أخرى ثمناً لتذكرة أخرى؟

المجموعة الثانية تم سؤالهم السؤال التالي:

ب- لنفرض أنكم قد قررتم مشاهدة مسرحية ما، وكان ثمن تذكرة الدخول \$10. عند باب المسرح اكتشفتم أنكم قد أضعتم مبلغ \$10 في الطريق. هل تقرررون شراء التذكرة رغم ذلك؟

حسب كانمان و تفرسكي، فإنه بنسبة أقل من 50% كان جواب المجموعة الأولى على السؤال الأول بنعم، أما المجموعة الثانية فقد كانت نسبة الإجابة بنعم على السؤال الثاني تتخطى نسبة 90%.

¹⁰³ Kahneman, Daniel. (2011), Thinking Fast and Slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA. Transactions and Trades P.445

نجد أنه من الناحية الاقتصادية وحسب النظرية التقليدية فقد تم فقدان ذات المبلغ من المال في كلتا الحالتين، إحداهما بشكل تذكرة مدفوع ثمنها والحالة الأخرى بهيئة نقود وبالتالي الاستجابة لكلا السؤالين كانت من المفترض أن تكون متماثلة.

📌 **سبب الاختلاف في استجابة المجموعتين لكلا الحالتين يمكن تفسيره عبر تحيز "الحساب الذهني":**

في السؤال الأول: تم فقدان التذكرة التي كان ثمنها \$10 وبالتالي كان السؤال فيما إذا كان أفراد المجموعة على استعداد لشراء تذكرة أخرى لحضور المسرحية، وبالتالي في عقل الفرد تم إضافة سعر التذكرة الثانية لسعر الأولى في حساب ذهني مفتوح open account هو "حساب المسرح" الذي يكون رصيده بافتراض شراء تذكرة أخرى \$20 (\$10 ثمن التذكرة المدفوع سابقاً + \$10 ثمن التذكرة الثانية)، وهذا ما يعتبره أغلب الأفراد مبلغاً كبيراً لدفعه من أجل تذكرة مسرح (From Psychology 2004)).

أما في السؤال الثاني: فلم يُنظر إلى الأموال المفقودة على أنها مرتبطة بالمسرحية وبحساب "المسرح" وإنما تم النظر إلى السؤال في معزل عن مبلغ المال الضائع والذي لا يرتبط بجميع الأحوال بما هو مدفوع مقابل حضور المسرحية، وبناء على ذلك تم إضافة مبلغ المال الضائع لحساب ذهني غير متعلق بالمسرحية لنفرض حساب "مدفوعات عامة". وكننتيجة لذلك لا يؤثر على قرار رؤية المسرحية وشراء التذكرة.

يقدم ثالر ودايفيس السبب وراء استخدام الأفراد للحساب العقلي: من خلال تقييم المعاملات اليومية بشكل منعزل عن باقي المعاملات، هذا يقلل من العبء الذهني على متخذ القرار، وبالتالي يجعل عملية اتخاذ القرار أسهل. ولكن يحذر دايفيس من أن التكلفة المترتبة على هذه العملية هي احتمال جعل القرارات منعزلة ذهنياً عن باقي القرارات والتي من الأفضل أن تُقيم ككتلة واحدة.

هذا النوع من النماذج أثبت صحته عبر العديد من المنصات المختلفة، حيث يقوم الأفراد على الدوام بمعاملة مبالغ متكافئة من المال بشكل مختلف وفقاً للحساب الذهني الذي تم تخصيصه لوضع هذا المبلغ ضمنه.

فكيف يمكن تجنب الوقوع في مصائد الحسابات الذهنية؟

على الفرد إدراك أن المال الذي يكسبه قابل للاستبدال بغض النظر عن مصدره، كما ينبغي أن يكون على حذر بعدم الانحياز للحسابات الذهنية عند إنفاقه أو استثماره.

ويمكن للفرد أن يقلل من الإنفاق غير الضروري للأموال "المتاحة"، من خلال إدراك أن الأموال "المتاحة" لا تختلف عن الأموال المكتسبة بصعوبة.

أيضاً يجب أن يدرك الفرد أن ادخار المال في حساب منخفض الفائدة أو بدون فائدة لا جدوى منه طالما لا يزال لديه دين مستحق يحمل معدل فائدة مرتفع لسداده، وفي معظم الحالات، ستؤدي الفائدة المرتفعة على الدين إلى تآكل أي فائدة يمكن كسبها من معظم حسابات التوفير، مما سيؤدي إلى انخفاض إجمالي في قيمة الثروة.

2.2.3.2.2. الوهم النقدي Money Illusion:

يحدث الوهم النقدي عندما تتأثر القرارات الاقتصادية بالقيم الاسمية للنقود. حيث يعتقد الاقتصاديون بأنه لو كان الأفراد "عقلانيون" فإن قراراتهم من المفترض أن تتأثر فقط بما سيتمكنون من شراؤه أو بيعه في الأسواق بتلك القيم الاسمية. وعليه قاموا بتعريف الوهم النقدي على أنه: "الميل للتفكير بالقيم الاسمية، أكثر من التفكير بالقيم النقدية الحقيقية"¹⁰⁴. حيث أن ظاهرة الوهم النقدي ترتبط في الأساس بموضوع التمييز بين الأجور الحقيقية والأجور النقدية، ويقصد بالأجور النقدية أنها كمية النقود التي يحصل عليها الأفراد لقاء قيامهم بعمل ما، أما الأجور الحقيقية فإنها تعني كمية السلع والخدمات التي يستطيع الأفراد الحصول عليها أو شراؤها بواسطة أجورهم النقدية. وبتعريف آخر هو زيادة في مقدار دخل الفرد والذي يقابله زيادة بنفس المقدار في ارتفاع الأسعار للسلع والخدمات، وبالتالي يندفع الفرد بمقدار النقود التي يحصل عليها والتي ازدادت بالكمية فقط ولكن قيمتها ظلت كما هي لأنها تشتري نفس القدر من السلع والخدمات التي كانت يشتريها الفرد بدخله قبل الزيادة الاسمية وليست الحقيقية لدخله.

كان هذا بالنسبة للمفهوم النظري، أما بالنسبة للحالة الفعلية للمفهوم فقد قام علماء التمويل السلوكي بالكثير من التجارب والاستبيانات التي تؤكد حقيقة وجود الوهم النقدي في التعاملات الاقتصادية لدى الأفراد، وكذلك لدى اتخاذهم لقراراتهم الاقتصادية ومن بين تلك التجارب:

إن درجة رضا الأفراد عن دخلهم لا تعتمد فقط على قوته الشرائية، لكنها تعتمد كذلك على مقدار الدخل الحالي مقارنة بالدخل السابق أو بالمقارنة مع دخل العاملين الآخرين. وعليه فقد قام الباحثين في هذه التجربة بطرح المشكلة التالية: على فرض لدينا شخصين، X و Y ، بدأ X العمل براتب سنوي مقداره \$36000 في منشأة حيث وسطي الأجور الابتدائية هو \$40000. بينما بدأ Y العمل براتب سنوي مقداره \$34000 في منشأة حيث وسطي الأجور الابتدائية هو \$30000. لاحظ بأن X لديه راتب حقيقي أعلى بينما Y لديه دخل أعلى بالمقارنة مع متوسط أجور العاملين في الشركة التي يعمل فيها. وعندما تم سؤال المشاركين في المجموعة الأولى في الاستبيان والذين بلغ عددهم 180 مشارك، من باعتمادكم الأكثر سعادة ورضا X أم Y ؟ فإن 80% من الإجابات كانت بأن Y هو الأسعد، والذي هو صاحب الراتب الحقيقي الأقل، لكن الراتب الأعلى مقارنة بوسطي أجور العاملين. ولدى سؤال المشاركين في المجموعة الثانية من الاستبيان والذين بلغ عددهم 175 مشارك، من باعتمادكم هو الأكثر احتمالية بأن يترك عمله الحالي للعمل في شركة أخرى؟ فإن 66% اختاروا X ، والذي هو صاحب الراتب الحقيقي الأعلى، لكن الراتب الأقل مقارنة بوسطي أجور العاملين.

مما تقدم يتضح بشكل عملي مبني على تجارب فعلية كيف أن الأفراد في معظم الأحيان لا يأخذون بالحسبان الوهم النقدي، على العكس فإنهم يندفعون به ويتخذون قرارات خاطئة نتيجة عدم إدراكهم لحقيقة هذا المفهوم.

¹⁰⁴ Shafir, Eldar. Diamond, Peter and Tversky, Amos. (1997), Money illusion, The Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press for Harvard University Department of Economics, USA, Vol. (112). No. (2), P.341.

3.2.3.2.2. Market factors :عوامل السوق

حدد كل من (Waweru et al.2008,p.36) عوامل السوق التي تؤثر في قرارات المستثمرين داخل السوق المالي في كل من: تغيرات الأسعار، ومعلومات السوق، وتوجهات أسعار الأسهم في الفترات السابقة، وتفضيلات العملاء و المغالاة في ردة الفعل تجاه التغير في الأسعار، وطبيعة الأسهم ونوعيتها. بشكل عام فإن التغيرات في معلومات السوق وطبيعة الأسهم ونوعيتها، وأسعار الأسهم يمكن أن تسبب ردة فعل المستثمرين، وقد تكون ردة الفعل مبالغاً فيها، وقد أثبت بالتجربة أن تلك التغيرات تؤثر وبشكل كبير في اتخاذ المستثمرين لقراراتهم. ووفقاً ل (Debont & Thaler, 1985,p.804) و (Lai,2001,p.215) ، فإن ردة الفعل المبالغ فيها و ردة الفعل دون المستوى المتوقعة تجاه المعلومات و الأخبار الجديدة يمكن أن تحدث ضمن استراتيجيات مختلفة بالنسبة للمستثمرين، وبالتالي التأثير في قراراتهم الاستثمارية. وقد خلص (Waweru et al.2008,p.36) إلى أن معلومات السوق لها تأثير كبير في اتخاذ القرار بالنسبة للمستثمرين، وتجعل توجهات المستثمرين تجاه الأسهم ذات الإقبال العام و الأحداث الأخرى التي تشد الانتباه و التي تعتمد على معلومات السوق. وقد كشف (Odean, 1998) أن كثيراً من المستثمرين يوجهون الجزء الأكبر من استثماراتهم إلى الأسهم التي يتقنون بها بشكل كبير، وبالتالي فهم يعتمدون على نوعية المعلومات المتعلقة بالسوق أو الأسهم والتي يحصلون عليها عند اتخاذ القرار الاستثماري.

وقد أشار (Waweru et al.,2008)، إلى أن تغيرات أسعار الأسهم لها تأثير في السلوك الاستثماري في بعض المستويات، وتغيرات الأسعار هنا يمكن اعتبارها أحداثاً مثيرة للانتباه داخل السوق بالنسبة للمستثمرين، وأن المستثمرين يتأثرون بعامل القطيع ويتجهون إلى سلوك الآخرين نفسه في حالة حدوث تقلبات في الأسعار، في المقابل فإن هناك مستثمرين يقومون بتعديل التقديرات غير الدقيقة لعوائد الأسهم للتعامل مع تغيرات الأسعار، وبالتالي فإن ذلك سيؤثر في قراراتهم الاستثمارية.

وهناك بعض المستثمرين الذين يركزون في استثماراتهم على الأسهم النشطة من حيث التداول داخل السوق (Waweru et al,2008)، ويختارون الأسهم التي تثير انتباههم، ويميل المستثمرون العقلانيون للتخلص من الأسهم التي حققت خسائر في الفترات السابقة لتأجيل الضرائب وترحيل خسائرهم أو توقيت بيع الأسهم التي تحقق مكاسب بالتزامن مع بيع الأسهم التي تحقق خسائر وذلك بهدف تجنب الضرائب.

وبشكل عام فإن عامل السوق لا يعتبر ضمن العوامل السلوكية المؤثرة لدى المستثمرين وذلك لأن عامل السوق يعتبر ضمن العوامل الخارجية المؤثرة في قرارات المستثمرين، ومع ذلك فإن عامل السوق يؤثر في قرارات المستثمرين العقلانيين بطريقة مختلفة، لذا فمن الضروري إدراج عامل السوق ضمن العوامل السلوكية، لذلك قام العديد من الباحثين باعتبار عامل السوق من العوامل السلوكية المؤثرة في القرارات الاستثمارية (Waweru et al,2008).

4.2.3.2.2. تحيز الاستدلال Anchoring:

يظهر هذا التحيز عندما يتأثر الفرد بشكل غير إرادي بفكرة أو بمعلومة أولية قد تؤثر على قراراته المستقبلية، وحسب كانمان يعرف تحيز الترسيع بأنه " تتبؤ رقمي/عدي عندما تتوفر قيمة ذات صلة"¹⁰⁵ حيث في الكثير من القرارات يعمل الأفراد لإسناد أو ربط الحالة الحالية بفكرة أو بنقطة مرجعية سابقة لا صلة لها بموضوع اتخاذ القرار الاستثماري، ويعتمد المستثمر على هذه النقطة المتمثلة بأفكار راسخة في مخيلته والتي حدثت مؤخراً ويهمل أي تطورات جديدة.

تكون هذه النقطة بمثابة نقطة انطلاق، وقد تنتج هذه النقطة المرجعية نتيجة لطريقة صياغة المشكلة الحالية أو نتيجة لمقارنة غير صحيحة. وفي كلا الحالتين يكون تكيف الواقعة الحالية مع حالة سابقة غير صحيح.

يلجأ الأفراد إلى هذه الوسيلة وإن كان القرار المراد اتخاذه قرار بسيط، لتسهيل عملية اتخاذ القرار حيث أن تغيير النقطة المرجعية يؤدي إلى تغيير القرار المتخذ. والغالب يكون ترسيخ الأفكار عند التعامل مع موقف جديد أو متطور (Tversky & Kahneman, 1974).

ويميل الأفراد إلى التفاؤل في حالة ارتفاع الأسعار ويميلون إلى التشاؤم في حالة انخفاضها، حيث يعطي المستثمر الوزن الأكبر للتجربة الأخيرة والاتجاهات الحديثة التي غالباً ما تكون على خلاف الاحتمالات في المدى الطويل.

وينص مفهوم الترسيع أو التكيف العقلي على أن المستثمرين يضعون في أذهانهم بعض النقاط المرجعية التي قد تكون سعر قديم أو قيمة قديمة، ويتجاهلون كل الأحداث والأوضاع الجديدة (وهذا ما يسمى بمقاومة التغيير) حيث يميل الفرد لا شعورياً إلى إبعاد جميع الأحداث والوقائع المخالفة لأفكاره ومعتقداته. ويتمسكون بما يؤكد مواقفهم وآرائهم وهذا ما يسبب حدوث الانحرافات (Edwards, 1968).

حيث يشير كل من كانمان وتفرسكي إلى أن اختلاف هذه القيم الأولية التي ينطلق منها التحليل من قبل الفرد والتي يقوم بتعديلها بشكل تدريجي تؤثر على تقدير القيمة النهائية باختلاف القيمة التي يبدأ بها هذا التحليل، حيث غالباً ما تكون هذه النتيجة منحازة إلى القيم الأولية، حيث أنه من الطبيعي أن يتم اتخاذ القرارات نسبة إلى شيء مألوف لدينا، إلا أن الميل للاعتماد على شيء ندركه قد يقلل تقبلنا لغيره من المعلومات الهامة، مما ينقص إدراكنا لمعلومات أخرى ذات أهمية وقيمة كبيرة¹⁰⁶.

◀ ولإيضاح كيف يحدث هذا التأثير يشير Kahneman & Tversky إلى تجربة سؤال مجموعتين من طلاب المدارس العليا بتقدير القيمة النهائية لحاصل ضرب مجموعة من الأعداد في أقل من خمس ثوانٍ اعتماداً على حدسهم وتم سؤال نفس السؤال لمجموعة أخرى ولكن مع إعادة ترتيب الأرقام¹⁰⁷:

¹⁰⁵ Kahneman, Daniel. (2011), Thinking Fast and Slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA. Adjustment and Anchoring, P.427

¹⁰⁶ Kahneman, Daniel. (2011), Thinking Fast and Slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA. Anchors, P.118-127

¹⁰⁷ Tversky & Kahneman, 1974, p. 1128

1. طلب من المجموعة الأولى تقدير القيمة النهائية لحاصل ضرب $1 \times 2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8$ في حين كان المطلوب من المجموعة الأخرى تقدير القيمة النهائية لحاصل ضرب $8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 \times 1$
2. في حالة الضرب لأعلى كان الرقم المقدر 512 وفي حالة الضرب للأقل كان الرقم المقدر 2250 أما الرقم الحقيقي فكان 40320. يظهر المثال كيف كان تأثير العدد الأول في عملية الضرب جوهرياً في تقدير قيمة الناتج النهائي.

فلماذا تم تقدير ناتج الضرب بشكل مختلف بالرغم من تماثل الأرقام؟

كأفراد وعند ضرورة اتخاذ قرار بشكل سريع يتم تقريب النتيجة في ذهن، وبالتالي في حالة عملية الضرب من الرقم الأعلى للرقم الأدنى تم ضرب الرقم الأول وهو 8 بالرقم الثاني ثم النتيجة بالرقم الثالث وهكذا تم التقدير السريع للنتيجة، وبالتالي كان الرقم الناتج عن ضرب أول ثلاث أرقام نوعاً ما كبيراً (336) وبالتالي تم تقريب النتيجة النهائية للرقم 2000 بشكل تقريبي، أما في الحالة المعاكسة كان أول رقم 1 ثم الثاني 2 وهكذا، وبالتالي محصلة ضرب أول ثلاث أرقام كانت صغيرة (6) فتم تقدير المحصلة النهائية برقم أقل من عملية الضرب الأولى. وبالتالي تم الارتكاز على الأرقام الإثنى أو الثلاث الأولى للمعادلة، وهذا يعتبر من التحيزات الشائعة لدى الأفراد والذي يؤثر في قراراتهم بشكل سريع.

وبالتالي "نقاط البدء المختلفة تؤدي إلى تقديرات مختلفة، والتي تكون متحيزة للقيم الأولية"¹⁰⁸.

- يؤكد (Oberlechner, 2004) على أن هذا التحيز يؤثر على المستثمرين من خلال دفعهم إلى التركيز على بعض المعلومات غير الملائمة لاتخاذ القرار. وهذا التحيز لا يقتصر على الأفراد فقط وإنما حتى على المحترفين والمؤسسات المالية، كما يتأثر المحللين بتجزئة الأسهم حيث تبقى توقعاتهم متفائلة ولا تأخذ بالاعتبار التجزئة، وهو ما يعني التعرض لأخطاء أكبر في تنبؤاتهم. فمثلاً نجد شخصاً اشترى سهم بـ \$100 مثلاً وانخفضت قيمته في السوق إلى \$70 بسبب الانخفاض في أرباح الشركة، إلا أنه لا يزال يفكر في الـ \$100 كمعيار لتقييم السهم ويظل يراقبها كنقطة معيارية يتم الحكم بناء عليها في تقييم السهم واتخاذ القرار الاستثماري¹⁰⁹.

- يؤثر هذا التحيز أيضاً على الأفراد في حياتهم اليومية، حيث لنفترض شخصاً يريد الانتقال إلى مدينة جديدة، ويبحث عن منزل للإيجار، في الحي الجديد أثناء القيادة لفت انتباهه منزلين معروضين للإيجار، الاثنان لهما نفس المساحة تقريباً، اتصل الشخص للسؤال عن إيجار المنزل الأول فكان الإيجار \$1500 شهرياً، أما المنزل الآخر فكان إيجاره \$1200 شهرياً دون المنافع، لا إرادياً ودون تفكير مطول يرى الشخص أن المنزل ذات السعر الأقل أكثر عدلاً ومنطقية فهو \$300 أقل ونفس المساحة مقارنة بالمنزل الآخر.

¹⁰⁸ Judgment Under Uncertainty" by Kahneman, Slovic and Tversky"

¹⁰⁹ الزهراني. أحمد بن عبدالله، حمدي. أحمد محمد، "التحيزات السلوكية لدى المستثمرين"، 2016، المملكة العربية السعودية، ص. 150

- ولكن فعلياً الشخص لم يقدّر بأي تحرر عن أسعار إيجارات المنازل في المنطقة التي يريد السكن فيها، وإنما مبلغ \$1500 شكل له نقطة ارتكازية وأصبحت القيمة التي يقارن بها جميع المنازل (القيمة الأولية التي ارتكزت في ذهنه)، على الرغم من أن مبلغ \$1200 من المحتمل أن يكون مبالغاً به وإنما بسبب مقارنته مع مبلغ \$1500 بات للشخص بأنه منطقياً وعادلاً، ففي حال كان المنزل الآخر ذات الإيجار \$1200 المنزل الذي تم السؤال عنه أولاً كان من الممكن أن يجد الشخص هذا المبلغ مبلغاً غير عادلاً أو مبالغ به نسبياً.

- على الصعيد المالي أيضاً لو تم سؤالك عن توقعاتك لسهم شركة آبل للثلاث أشهر القادمة فكيف سوف تبني هذه التوقعات؟ سوف تسأل عن وضع السهم اليوم في السوق وتقوم وفقاً له ببناء توقعات مستقبلية للفترة القادمة، وبالتالي قمت بالارتكاز على سعر السهم اليوم لبناء التوقعات المستقبلية.

- إذا كنت تتفاوض على راتب معين وعرض عليك المدير في العمل راتب أولي منخفض، فقد تكون أكثر عرضة لقبول راتب أقل مما كنت ستحصل عليه (النقطة المرجعية الأولية للراتب بالنسبة لك) مما لو عرض عليك مديرك في العمل راتب أولي أعلى¹¹⁰.

يتم عادة استغلال هذا التحيز بشكل كبير في عملية التسويق للمنتجات، فنرى في الغالب عند التسوق أسعار منتجات تنتهي بالرقم 9، فلماذا يلجأ المسوقون لكسر السعر بالرقم 9؟ أثبتت الدراسات أن المبيعات لسلع مختلفة قد ازدادت بمقدار 24% عندما انتهى السعر بالرقم 9، حيث قام الاقتصادي وليام باوندستون (William Poundstone, Priceless) بتجربة في جامعة شيكاغو، عرض سعر قطعة ملابس بثلاث أسعار مختلفة على مجموعة الطلاب \$34، \$39، و \$44، كان من المتوقع اختيار القطعة ذات السعر الأقل أي \$34 ولكن أجمع الطلاب على اختيار القطعة ذات السعر \$39، لماذا؟ انتهاء السعر بالرقم 9 جعل الأفراد يعتقدون أن السلعة قد تم خصمها لمجرد انتهائها بالرقم 9 وبالتالي هذا الترسيع للرقم 9 أعطى الأفراد انطباع بأن السلعة ذات قيمة أعلى من باقي السلع بسبب هذا الخصم المفترض.

وهذه الآلية متواجدة منذ زمن من قبل جميع المتداولين المحترفين، فهم يحاولون بشكل دائم ترسيخ في ذهن الطرف الآخر قيمة مرجعية قريبة جداً من أهدافهم المرجوة، وبالتالي بائع السلعة سيقوم بفتح النقاش من خلال الإعلان عن سعر معين وهو يعرف مسبقاً أنه مبالغ فيه (مرتفع جداً) ولكن بهدف ترسيخ قيمة تبقى تمتثل في ذهن المحاور خلال عملية المفاوضات.

من الممكن استغلال هذا التحيز في المؤسسات المالية والمصارف أيضاً عند التسويق لمنتجاتها، كاستخدام نقطة ارتكاز معينة عند تقديم الخدمة للعميل ثم الانتقال منها إلى تسويق خدمة لمصلحة المصرف، أي يمكن للمصرف أن يسوق لخدمة الصندوق الحديدي أو أي خدمة يرى فيها المصرف العميل بحاجة لها، وأن يذكر له عمولة الخدمة

¹¹⁰ Amos Tversky and Daniel Kahneman called Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases (Tversky & Kahneman, 1974).

\$200 على سبيل المثال، ثم يقول له أن هذا كان السعر قبل الخصم أصبح السعر الآن \$150، هكذا ولأن البائع قد ذكر الرقم \$200 أصبح هذا الرقم في ذهن العميل وأصبح نقطة مرجعية وبالتالي سوف يرى مبلغ العمولة لخدمة الصندوق \$150 كمبلغ عادل نسبة للرقم السابق (حتى وإن كان هذا الرقم مبالغ فيه) فمن الممكن في حال استفسر العميل في مصارف أخرى عن سعر هذه الخدمة لكان السعر أقل بكثير مما عرض عليه في هذا المصرف. وبالتالي نرى بأن هذا التحيز يرافقنا كأفراد في حياتنا اليومية بشكل كبير و يؤثر في منطقية اتخاذ القرارات سواء القرارات اليومية العامة أم القرارات المالية والاستثمارية، فيجب عند اتخاذ القرار بشأن تحليل أي سعر النظر إلى كافة المعطيات و التوسع في البحث عن المعلومات ومحاولة إيجاد هذه النقط المرجعية المرسخة وإبعادها في تحليلاتنا.

5.2.3.2.2. تحيز إدراك الأمور بأثر رجعي Hindsight Bias:

وهو تحيز إدراكي يمكن وصفه بالنزعة الفطرية لدى الأفراد لرؤية الأحداث بعد وقوعها على أنها أكثر قابلية للتنبؤ مما هي عليه بالفعل وأنها بديهية، في حين أنه في الواقع، لم يكن من الممكن توقع الحدث بشكل منهجي.

أحداث كثيرة تبدو واضحة عند إعادة النظر للماضي. ويعزو علماء النفس هذا التحيز للحاجة الفطرية لدى البشر لوجود نظام منطقي ومحكم للأحداث Ordered من خلال خلق تفسيرات تسمح لنا أن نصدق أن الأحداث كان يمكن التنبؤ بها، كما يشير (Kahneman 2011) في كتابه إلى أننا وإلى حد بعيد نميل إلى نبذ الاعتقاد بأن الكثير مما يحدث في حياتنا هو عشوائي الحدوث.

بالنسبة للمستثمرين، تحيز إدراك الأمور بأثر رجعي قد يعتبر مسبباً لواحد من أخطر التحيزات التي قد تؤثر عليهم، علماً أن هذا التحيز قد تكون له تبعات مهمة على سلوك المستثمرين، حيث في هذه الحالة يعتقدون أن لديهم قدرات متفوقة في إختيار الأسهم، مما يؤدي إلى تعرضهم للمخاطر من خلال تأثيره على القرارات المتخذة في سياق تشكيل المحفظة وتخصيص الأصول Asset Allocation.

6.2.3.2.2. تحيز التأكيد Confirmation Bias:

ويقصد به أن الأفراد يمنحون وزناً أكبر للمعلومات التي تؤكد وجهة نظرهم، فبمجرد تكوين الأفراد للفرضيات، أحياناً يعتمدون على إضافة أدلة في الحقيقة لا تخدم مصالحهم، وبالتالي سوف يؤمنون بفرضياتهم حتى وإن كانت متناقضة مع بياناتهم، وعليه عدم إعطاء الاهتمام الكاف للبيانات الجديدة وخاصة إذا كانت هذه المعلومات تناقض أفكارهم حتى وإن كانت هي الصحيحة، على سبيل المثال في حال كان الأفراد يؤمنون بفرضية كفاءة الأسواق، يمكن أن يستمروا في الاعتقاد بها طويلاً حتى بعد بيان أدلة تعاكس ذلك.

فبحسب (Fabozzi, 2008) من الصعب لعقولنا أن تحتفظ برأيين لا يمكن بسهولة التوفيق بينهما، بمعنى آخر، عندما نواجه نزاع، فإن عقولنا تسعى دون وعي إلى تحقيق توازن وتميل إلى تجاهل المواقف الأقل توافقاً مع معتقداتنا.

7.2.3.2.2. نظرية القطيع Herding behavior:

نشأ مفهوم القطيع نتيجة لوجود متعاملين في الأسواق المالية يفتقدون للمعايير والأسس السليمة لإتخاذ قرار الاستثمار أو المتاجرة، يعنى ذلك أن قراراتهم تكون معتمدة ومتأثرة بقرارات المحيطين من المستثمرين والناشرين للشائعات، والمعلومات والأخبار التي لا يمكن الوثوق بها بصفة دائمة (المعاضيدي والعباس، 2009).

وبالتالي، فإن عامل القطيع يشير إلى قيام المستثمر بمحاكاة الآخرين وتقليدهم عند اتخاذ القرار الاستثماري داخل السوق المالي، وقد أشارت العديد من الأبحاث المنشورة إلى أثر عامل القطيع في تغيرات أسعار الأسهم، وبالتالي التأثير في نظريات تقويم الأسهم و تسعيرها (Tan, Chiang, Mason & Nelling 2008, p.61). وقد ظهر سلوك القطيع في المجال المالي ضمن نشاطات الأسواق المالية بوصفه تعبيراً عن فاعلية المتجمعين (الحشود) والذين يواجهون باستمرار تقلبات أسعار التداول في السوق، الأمر الذي دعا المهتمين إلى إيجاد الحلول للسيطرة وبالحد الأدنى على تلك التقلبات، حيث أشار العديد من الباحثين (Bannerjee 1993)؛ إلى اعتبار تغيرات السلوك أحد أهم التفسيرات، لعدم الثبات في حالات التداول في الأسواق المالية.

بمعنى أنه في عالم يسوده عدم التأكد، إذا ما كان اعتقادنا بأن تقييمنا الشخصي للأمر معرض للخطأ، سيكون من العقلاني أن نفترض بأن الآخرين أكثر اطلاعاً ونقوم بالتالي بإتباعهم. هذا وأن العديد من نماذج الاقتصاد الجزئي لسلوك القطيع تفترض بأن المعلومات الاجتماعية حول قرارات الآخرين تستخدم في عملية الاستدلال الإحصائي لدى مواجهة قرار اقتصادي يتطلب منا المفاضلة بين عدة بدائل.

ويعتمد الأفراد إلى اللجوء لأسلوب إتباع القطيع بسبب شكوكهم المستمرة بنوعية المعلومات التي يمتلكونها وظنهم بأن باقي الأفراد هم من يمتلكون المعلومات الأصح وذات النوعية الأعلى وبالتالي يقومون بمنح آرائهم الوزن الأقل والوزن الأعلى لآراء الآخرين (Roider & Voskort, 2016).

ينعكس هذا السلوك الاجتماعي بشكل واضح جداً في الأسواق المالية وهو من أهم الظواهر في علم السلوك المالي، حيث لو أن أحد المستثمرين استنتج أن سعر إحدى الأوراق المالية مقيم بأكثر من سعره الحقيقي، قد لا يجرؤ على معاكسة السلوك العام عندما يرى أن الاتجاه العام لدى أغلب المستثمرين الآخرين هو الشراء، بل قد يتغير رأيه ويتبع السلوك العام من منطلق أنه لا يمكن للجميع أن يكونوا على خطأ. (Jordan et al., 2015) انطلاقاً من المفهوم نفسه، من الملاحظ أن الأفراد يتأثرون بالحديث ويتبادل الآراء مع أصدقائهم وأقربائهم وزملائهم في العمل أكثر من تأثرهم بوسائل الإعلام كالتلفاز والجرائد، ونجد السلوك الاستثماري لدى المتعاملين في الأوراق المالية يتجه إلى «التقليد» واتباع نصائح الآخرين.¹¹¹

وإذا كان العديد من المستثمرين يتخذون قرارات مشابهة لبعضهم البعض، فمن الممكن أن يخلق ذلك تحولاً مفاجئاً ومتقلباً في الأسعار إذا غير القطيع رأيه بشأن سهم معين أو تغيرت ثقتهم في السوق ككل، حيث وُجد أن سلوك القطيع يرتبط بشكل إيجابي و ملحوظ بمستوى تقلبات سوق الأسهم مما يخلق مشكلة أكبر، لأنه كثيراً ما يقلد

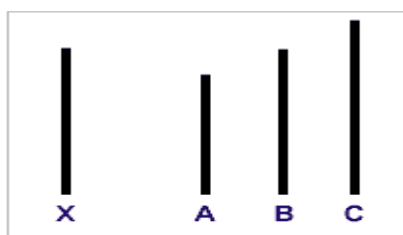
¹¹¹ BANERJEE, Abhijit V., 1992. A simple model of herd behavior. The Quarterly Journal of Economics, 107(3), 797-817

المستثمرون تصرفات الآخرين خلال أوقات الأزمات و حالات عدم التأكد، وهذا يؤدي لخلق دورة غير منتهية، أين سلوك القطيع و التقلبات السوقية تتصاعد بنفس الوقت عندما يصبح هنالك حالات دعر من قبل المستثمرين (Venezia et al, 2011).

وهناك مجموعة من العوامل تدعم وجود عامل القطيع داخل السوق المالي، وأهمها الثقة العالية لدى المستثمرين و حجم الاستثمارات، حيث يعتمد المستثمرون ذو الثقة العالية على معلوماتهم الخاصة عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وبالتالي عدم التأثر بعامل القطيع، في حين عندما تكون حجم الاستثمارات كبيرة فيميل المستثمرون إلى اتباع سلوك الآخرين بهدف تخفيض المخاطر، ولكن يبقى التوجه الأكبر للمستثمرين الأفراد تجاه عامل القطيع أكبر من إتباع المؤسسات المستثمرة لذلك التصرف (Goodfellow, Bohl & Gebka, 2009, p.213) وتتأثر قرارات المستثمرين الأفراد ببعضهم البعض بأكثر من جانب منها: قرارات البيع والشراء، ونوعية الأسهم المختارة، ومدة الاحتفاظ بتلك الأسهم، وحجم صفقات الشراء¹¹².

ولعل أبرز التجارب العملية التي تثبت سلوك القطيع هي تلك التي قام بها الدكتور سولومون آش **Solomon Asch*** حيث تضم التجربة من سبعة إلى ثمانية مشاركين، يتم فيها عرض بطاقتين مع خطوط عامودية مختلفة الأطوال عليهم ويتم سؤالهم أي خط من خطوط البطاقة اليمنى هو نفسه الموجود في البطاقة اليسرى. الجواب وكما هو موضح في الشكل أدناه سيكون (B). إلا أنه يطلب من جميع المشاركين في التجربة باستثناء الشخص الأخير أن يختاروا الإجابة الخاطئة ولتكن (A). ولدى قيامهم بالتجربة وإجاباتهم عن السؤال بصورة خاطئة (عمداً) كما طلب منهم يقوم المشارك الأخير في معظم الحالات باتخاذ سلوك زملاءه والإجابة بشكل خاطئ بأن الإجابة الصحيحة هي (A) عوضاً عن (B). إن هذه التجربة بالرغم من بساطتها إلا أنها تظهر بوضوح تأثير سلوك الجماعة في سلوك الفرد والتي اصطلح على تسميتها بسلوك القطيع¹¹³.

الشكل (1-2-2) تجربة Solomon لإثبات سلوك القطيع:



المصدر: Solomon E. Asch. (1955), "Opinions and Social Pressure", Scientific American, USA, Vol. (193), No. (5), P.32.

P.32

¹¹² WERMERS, Russ, 1999. Mutual fund herding and the impact on stock prices. The Journal of Finance, 54(2), 581-622.

¹¹³ سولومون البيت آش: عالم نفس بولندي، ولد عام 1907. قدم أعمالاً مبدعة فيما يتعلق بتشكيل الانطباع، التوافق وسلوك القطيع وغيرها من الموضوعات الأخرى في علم النفس الاجتماعي.

¹¹³ Solomon E. Asch. (1955), "Opinions and Social Pressur, Scientific American, USA, Vol. (193), No. (5), P.31-32.

وبالعودة للأزمة المالية العالمية عام 2008 نجد أن ما حدث في الأزمة كان خير دليل على سلوك القطيع حيث أن الارتفاع الهائل في أسعار المساكن دفع الأفراد إلى الاعتقاد بأن الاستثمار فيها هو رهان مضمون وقد تسبب سلوك القطيع هذا في أن أعداداً هائلة من الأفراد قد تشاركت الاعتقاد ذاته مما دفع الأسعار إلى الاستمرار في الصعود، وهكذا إلى أن انكشف سوء قراراتهم فبدأ الذعر يتفشى بين الجميع وبدؤوا يتدافعون للخروج من السوق وحدث الانهيار.

وبالتالي يعرف سلوك القطيع بأنه: "الخطأ الشائع، حيث يميل المستثمرون لإتباع القرارات الإستثمارية التي تم اتخاذها من قبل غالبية الأفراد. وكنتيجة لذلك فإن المستثمر لن يقوم بشراء أو بيع الأسهم حتى ولو كان هذا القرار مدعم من قبل التحليل الفني أو الأساسي. المستثمر سيتكيف مع تأثير الأقران عليه. أولئك يهتمون أكثر بما يفكر فيه الآخرون حول قراراتهم الاستثمارية. وكنتيجة لسلوك القطيع هذا، فإن المستثمرين يخسرون فرديتهم خلال عملية صنع القرار".¹¹⁴

ولكن من الممكن اعتبار سلوك القطيع عقلياً عندما يستند على المعلومات، بمعنى عندما يقوم المستثمرون باتباع سلوك المستثمرين الآخرين الذين يمتلكون نفس الأسهم التي يمتلكونها في حال حصولهم على معلومات جديدة. أما سلوك القطيع غير العقلاني فإنه يستند إلى التقليد الأعمى من قبل المستثمرين لغيرهم دون الحصول على معلومات كافية ودون إدراكهم لخطر القيام بذلك.¹¹⁵

8.2.3.2.2. الولاء لبعض الأسهم:

وهي حالة تسود العديد من الأسواق المالية في العالم حيث يعتمد بعض المستثمرين إلى الولاء لأسهم محددة مقتنعين بها مهما اختلفت الظروف في السوق وقد يقوم بعض هؤلاء بالتعامل بأسهم معينة، فإذا كان متوقعاً حدوث انخفاض في أرباح الشركة تظل عواطفهم متعلقة بالأسهم التي حققوا بسببها بعض المكاسب في الماضي، إن خطورة الولاء لبعض الأسهم قد تسبب للمستثمرين إشكالات عديدة وخصوصاً إذا ما اختلفت الظروف الاقتصادية لهذه الشركات وتغيرت الأساسيات والعوامل التي حققت للمستثمر أرباحاً من هذه الأسهم في السابق.

9.2.3.2.2. الاكتئاب النفسي:

إن المستثمر كفرد لابد وأن يكون على درجة من الوعي تمكنه من أن يحكم قراره الاستثماري إلا أنه كشخص لابد وأن يتأثر قراره الاستثماري بمشاعره والظروف البيئية المحيطة به ومدى استعداده لمواجهة المخاطر التي قد تؤثر على أداء السوق، وذلك لأن بعض المستثمرين قد يصابوا بالسأم والاكتئاب وخيبة الأمل عند هبوط أداء السوق، وعند صعود أداء السوق ترتفع معنوياتهم وتزداد ثقتهم بأنفسهم ويتحسن أداءهم (الزبيدي: 2001، 22).

¹¹⁴ Bhatt, Babarajuk and Chauhan, Apurva. (2014), Behavior Finance: A New Paradigm of Finance, Op. Cit, P.360.

¹¹⁵ Gavriilidis, K., Kallinterakis, V., & Leire-Ferreira, M. P. (2013). On the impact of style investing over institutional herding: Evidence from a highly concentrated market

4.2.2. العوامل والتحيزات السلوكية وآثارها على المستثمر الفرد:

يبين الجدول رقم (3) أدناه بعض التحيزات السلوكية السابق ذكرها، والأثر النفسي الذي تسببه للأفراد بشكل مختصر، ونتيجة هذا التأثير:

التحيز	الأثر النفسي على المستثمر	نتيجة التأثير
الثقة المفرطة	العديد من الصفقات، مخاطر مرتفعة، الفشل في تنويع المحفظة	تكلفة وساطة مرتفعة، ضرائب، احتمال ارتفاع مقدار الخسائر
القطيع	غياب الاستقلالية في اتخاذ القرار	تشكيل الفقاعات المالية
الندم	بيع الأوراق المالية الرابحة أسرع مما يجب، الاحتفاظ بالأوراق الخاسرة لفترة طويلة	انخفاض الأرباح
المحاسبة الذهنية	تنويع منخفض أو عدم تنويع المحفظة إطلاقاً	أثر غير عقلاني وسلبى على العوائد
تجنب الخسارة	على المدى القصير الأجل، ينزع المستثمرون إلى إجراء عمليات بيع أو شراء متسارعة وغير مدروسة بهدف الحفاظ على رؤوس أموالهم. أما على المدى طويل الأجل، فقد يتجنب المستثمرون التنويع في محافظهم الاستثمارية خوفاً من أن يؤدي الاستثمار في أحد القطاعات إلى خسائر تؤثر على القيمة الإجمالية لمحافظهم الاستثمارية. إذاً تجنب الخسارة يدفع الأفراد إلى اللعب بشكل آمن من أجل حماية الأرباح، ولكن إلى تحمل خطر أكبر من أجل تجنب الخسارة (الهرب من مركز خاسر)، وهذا التجنب للخسارة قد يقل عقب تحقيق الأرباح وقد يزيد عقب تحقق الخسارة.	1- الاستثمار في استثمارات منخفضة العائد ومضمونة على استثمارات واعدة ولكن تحمل مخاطر أعلى. 2- الاحتفاظ بسهم وعدم بيعه عندما يشير التحليل العقلاني الحالي للسهم بوضوح إلى أنه يجب التخلي عنه كاستثمار. 3- بيع سهم ارتفع سعره قليلاً فقط لتحقيق مكاسب بأي مبلغ كان، في حين يشير التحليل المنطقي إلى أنه يجب الاحتفاظ بالسهم لفترة أطول لتحقيق ربح أكبر بكثير فيما بعد. 4- إقناع النفس بأن الاستثمار ليس خسارة حتى يتحقق (أي عندما يتم بيع الاستثمار)

الجدول من إعداد الباحثة

5.2.2. كيفية تجنب تأثير التحيزات السلوكية:

يؤكد كانمان أنه وبحسب نظرية التوقع فإن ما يؤثر على الأفراد هو التأثير بالأرباح والخسائر Losses & Gains وليست النظرة طويلة الأجل للثروة، كما أشار في موضع آخر إلى أن ما يتغير بعد معرفة التحيزات والوعي بها هو السلوك ولكن التحيزات تبقى فاعلة. كما يشير مدخل التحيزات إلى أننا ميالين لاختزال تعقيدات العالم الواقعي في قواعد مبسطة واستراتيجيات مختصرة تساعدنا على اتخاذ القرار، الأمر الذي قد يتسبب في الوقوع في أخطاء منتظمة (Kahneman 2011)، وإزاء هذه المشكلة ينصح (Hoffmann & Shefrin, 2014) المستثمرين الأفراد بتقيد محاولاتهم للتفوق على السوق وبناء محافظهم كما لو كان السوق كفؤاً.

ويقترح (Nofsinger 2005)، في كتابه اتباع العديد من الاستراتيجيات لتجنب هذه التحيزات، مثل:

1. المعرفة والتعلم أكثر عن التحيزات، وهذا من شأنه أن يزيد وعيك ومعرفتك بالأخطاء المتوقع حدوثها والتي من الممكن أن تقع فيها.
2. أعرف لماذا تستثمر وأحذر من تحديد الأهداف الغامضة، حيث يساعدك تحديد أهداف واضحة ومحددة رقمية للاستثمار على التعرف على الطرائق التي من خلالها يمكن تحقيقها وما إذا كان سلوكك يحقق لك ذلك.
3. استخدم مجموعة من المعايير والأساليب الكمية لتحديد تأثير العواطف والانفعالات، كما ينصح بالاهتمام بجودة المعلومات المستخدمة.
4. قم بتتبع محفظتك ولهذا الغرض يقترح (Nofsinger 2005)، تنوع المحفظة بالشراء في 15 شركة من صناعات مختلفة، أو من خلال الاستثمار في أحد الصناديق الاستثمارية منخفضة التكاليف.

📌 أبرز ما ذكر في الفصل السابق:

- 1- هنالك ثلاثة جوانب أساسية ملاحظة في سلوك الفرد: "تجنب المخاطرة" في مجال الأرباح، "حب المخاطرة" في مجال الخسائر، يتم تحديد الأرباح والخسائر نسبة لنقطة مرجعية موضوعية محددة من قبل الفرد، وأخيراً الخسائر تأثيرها المعنوي أكبر من تأثير الأرباح.
- 2- في نظرية التوقع؛ دالة "القيمة" تستبدل فكرة "المنفعة" ودالة "الوزن" تستبدل دالة "الاحتمالات".
- 3- تفسر نظرية التوقع عبر "رفع الأوزان الممنوحة للاحتتمالات الصغيرة" لماذا يقوم الأشخاص بشراء تذاكر اليانصيب وشراء التأمين بآنٍ واحد.
- 4- استخدم كانمان وتفرسكي الأدلة التجريبية لتقديم نماذج وظيفية لدوال القيمة والوزن.
- 5- كيفية تأطير المشكلة أو تقديمها قد يكون لها تأثير كبير على الخيارات التي يتخذها الأفراد.
- 6- يستخدم الأفراد المحاسبة العقلية لتنظيم وتقييم ومراقبة الشؤون المالية.

المبحث الثالث: تحليل الأزمات المالية وفق فرضية كفاءة الأسواق المالية ونظرية المالية السلوكية:

3-1 تفسير الأزمات في ظل فرضية كفاءة الأسواق المالية والنظرية المالية السلوكية:

إن العديد من الاقتصاديين بصفة عامة والاقتصاديين الماليين بصفة خاصة هم مسؤولون عن الأزمة المالية الأخيرة، فبإيمانهم الغير عقلاني في مصداقية كفاءة الأسواق المالية، لم يستطيعوا رؤية الفقاعات في أسعار الأصول، والإنذار بانهيائها، وهناك خلط كبير حول ما هي هذه الفرضية وما تنص عليه، المفارقة هي أن التطبيق القوي لهذه الفرضية هو أن لا أحد، لا مشارك في السوق ولا أكاديمي، ولا منظم له القدرة على التنبؤ بإنهيار معظم الفقاعات الأخيرة. وإن نموذج السوق الكفاء يشبه أي نموذج اقتصادي آخر فهو استخلاص من الواقع، ولا يتوقع أن تكون جميع المشاهدات متماشية معه، ولقد قدم العديد من الدراسات التطبيقية المصممة جيداً أدلة تؤيده ولكن لا يوجد قبول عام أو انتشار واسع لهذا النموذج كونه يصف الحالة المثلى للسوق ولكنه يعجز أن يفسر جميع حالاته.

3-1-1 الأزمات المالية السلوكية:

تقوم فرضية الكفاءة على العديد من المبادئ كالعقلانية التامة للمستثمرين، وتوافر المعلومات ومجانيتها مما يترتب عليها عدم تحقيق أرباح غير عادية وعدم المقدرة على مجارة السوق، ويعتبر هذا حالة مثالية للسوق المالي ولا يمكن تعميمه على جميع أحوال السوق، وأظهرت العديد من الدراسات وجود حالات منافية لمبادئ هذه الفرضية أعتبرت حالات شاذة تعجز فرضية كفاءة الأسواق المالية عن تفسيرها وأظهرت غياب لما يعرف بعقلانية المستثمر، وهذا ما دفع إلى البحث في السلوك المالي للمستثمر باعتبار عملية اتخاذ القرار الاستثماري عملية معقدة للغاية ، وبغية فهم هذا الأخير نحتاج إلى دمج العديد من العلوم كالإقتصاد والمالية وعلم النفس والاجتماع.

حيث وجد أن نماذج تسعير الأصول التي تتضمن على سبيل المثال أثر الزخم هي بوضوح من نماذج المالية السلوكية وحتى نموذج فاما فرينش يقوم على تفسير سلوكي وبقوة، أدبيات محدودة المراجعة هي أيضاً مرتبطة بالمالية السلوكية، كل هذه المقاربات أثبتت جدارتها خلال فترة الأزمات حيث استطاعت إعطاء تفسير أوضح للحالات الشاذة الناجمة عن سلوكيات غير عقلانية للمستثمرين.

وحسب السياسات والأفكار التي سادت خلال سنوات 1970، الأزمة المالية العالمية وما تلاها من ركود في الولايات المتحدة، وأوروبا ما كان ينبغي أبداً أن تحدث. الأزمات المالية أعطت الأدلة الكافية لرفض فرضية كفاءة الأسواق المالية.

هذا التباين في الأزمة المالية يشير إلى التوازن الصحيح ما بين النماذج السلوكية والنماذج العقلانية التي لا تزال تشكل تحدٍ كبير للنظريات المالية على الرغم من تنامي الأبحاث في المالية السلوكية والنيوكلاسيكية.

1-1-3 تفسير علم المال السلوكي لبعض الظواهر الشاذة الملاحظة في أسواق المال:

من خلال ما سبق، يتبين أن علم المال السلوكي قد ظهر وتبلور نتيجة لظهور حالات شاذة متكررة أودت بصحة نظريات كفاءة السوق المالي إلى حد ما، بما أن المستثمر المالي قد أثبت بأنه فرد غير عقلاني ينحاز للتحيزات والمشاعر السلوكية، وبالتالي أتى علم المال السلوكي مفسراً لهذه الظواهر الشاذة التي وُجدت في سوق المال من خلال تفسير التحيزات السلوكية للأفراد عامة والمستثمرين في السوق المالي بشكل خاص، نذكر من هذه التفسيرات ما يلي:

❖ تفسير ظاهرة الفقاعات في أسواق رأس المال وفقاً لنظرية المالية السلوكية:

قدم الاقتصادي Robert shiller في كتابه "الوفرة اللاعقلانية" تعريفاً مفصلاً وواضحاً لظاهرة الفقاعات المالية وفق المنظور السلوكي، حيث اعتبر أن "فقاعة المضاربة هي حالة تحدث عندما تسبب الأنباء عن زيادات في الأسعار في إشعال حماس المستثمرين، والذي ينشر بفعل العدوى السيكلوجية من شخص لآخر، وفي هذه العملية تتضخم الروايات التي قد تبرر الزيادة في الأسعار، وهذا من شأنه أن يجذب طبقة أكبر وأكثر من المستثمرين الجدد الذين ينجذبون إلى هذا الاستثمار، على الرغم من تشكيكهم حول القيمة الحقيقية، كذلك الإثارة التي تنطوي عليها المقامرة من جهة أخرى، وهذا ما يعمل على نشر العدوى أكثر لتحقيق نظرية الأحق الكبرى، وبعد انفجار الفقاعة تعمل نفس هذه العدوى على تغذية الانهيار السريع مما يتسبب في سقوط الأسعار وخروج المزيد من المستثمرين من الأسواق، وتضخيم الأخبار السلبية عن الاقتصاد¹¹⁶.

• تفسير أثر ظاهرة شهر يناير January Effect:

أثر شهر يناير يعني بأن عوائد الشركات الصغيرة في شهر يناير تكون أعلى من المتوسط عن أي شهر آخر خلال السنة (Rozeef & Kinney, 1976)، وهذا يخالف ما أتت به نظرية كفاءة السوق التي تقترض أن أسعار الأسهم تتبع السير العشوائي.

وجد Kinney & Rozeef في دراسة لهما عام 1976 أن متوسط عوائد الشركات الصغيرة في شهر يناير للأعوام من 1904-1974 نحو 3.5% في حين باقي الأشهر تقارب 0.5%، وهذا يشير إلى أن

116 برارمة، ريمة 2019، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحفظة الاستثمارية، دراسة حالة بورصة باريس ولندن، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، ص 97.

أداء الأسهم الصغيرة الشهري يتبع نمط ثابت نسبياً. وهو ما يتعارض مع ما تتبناه النظرية المالية التقليدية¹¹⁷.

إن السبب الذي تتبناه النظرية المالية لتفسير هذه الظاهرة هو تسارع المستثمرين لبيع الأسهم في شهر ديسمبر بخسارة لتقليل الوعاء الضريبي، مما يسبب في ارتفاع العوائد في شهر يناير بسبب انخفاض رغبة المستثمرين بالبيع في هذا الشهر.

ولكن ما يناقذ هذه الظاهرة أنه يمارس المستثمرون هذه الظاهرة في أماكن لا يوجد بها ضرائب على الأرباح الرأسمالية، كاليابان وأستراليا وإنجلترا، حيث لا تتوافق السنة الجبائية مع السنة المدنية في هذه الدول.

◀ نأتي الآن لتفسير السلوكيون لهذه الظاهرة:

فسر السلوكيون ظاهرة شهر يناير من خلال مفهومي المحاسبة العقلية Mental Accounting ومفهوم تراكم/إسكان المال Housing Money، كالتالي: تصرف المكافآت والتعويضات للعاملين في أغلب الدول في نهاية العام أي في شهر كانون الثاني أو في نهاية شهر كانون الأول. وحسب ما ذكرنا سابقاً في تفسير نظرية المحاسبة العقلية، فإن هذه التعويضات تعامل معاملة مختلفة عن معاملة الراتب الشهري، مما يدفع بالأفراد إلى توسيع وتنويع المحفظة المالية وتقبل المزيد من المخاطرة¹¹⁸.

أما عن مفهوم إسكان المال فهو تقبل المستثمر لتحمل مخاطرة أكبر والدخول في استثمارات أكثر خطورة بعد حصوله على مبلغ ربح إضافي. وهذا يزيد في حال كان المستثمر قد حقق أرباح وعوائد مرتفعة خلال العام السابق الناتج عن استثماراته، مما يحفزه لتقبل مخاطرة أكبر في المستقبل. ويكون تأثير هذه الظاهرة أكبر في الشركات الصغيرة من الكبيرة لأنها أخطر وأكثر تذبذباً، فيتجه إليها المستثمر آملاً لتحقيق عائد أكبر من المتوقع عند الاستثمار في الشركات الكبيرة المستقرة، وبالتالي يكون المستثمر هنا قد دمج أثر ظاهرتين معاً: "أثر شهر يناير" و"أثر الحجم" (Chen & Chien, 2011). أيضاً تم تفسير هذه الظاهرة عبر حالة التفاؤل التي تغلب على الأفراد والمستثمرون في بداية العام، وتم قياس ذلك بمؤشر "ثقة المستثمر" Index of consumer confidence، وبالتالي يكون الأفراد متفائلون بشكل مبالغ به ويقبلون على تحمل المخاطر نتيجة هذا التفاؤل الزائد.

• تفسير ظاهرة لغز توزيعات الأرباح:

في عالم الاستثمار من المفترض ألا يبالى المستثمر إن كانت الشركة التي يستثمر بها تتبع سياسة توزيع أرباح الأسهم بشكل نقدي على المستثمرين أم أنها تحتفظ بالأرباح لرفع قيمة الأسهم التي تعتبر أرباحاً رأسمالية تعود في النهاية للمستثمر. ولكن على أرض الواقع يفضل المستثمرون توزيعات الأرباح.

117 D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, PP: 13-16.

118 الحموي، سيرين، (2016) تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم، جامعة دمشق، ص 51.

ويفسر السلوكيون هذه الظاهرة من خلال مفهوم "المحاسبة العقلية" حيث أن المستثمر يضع الأرباح الرأسمالية والأرباح النقدية في حسابات عقلية منفصلة. ولا يدرك المستثمر أنه عندما ترتفع أسعار الأسهم تعتبر أيضاً ربحاً بالنسبة له. فسر أيضاً السلوكيون هذه الظاهرة عبر مفهوم "التأطير Framing Effect"، حيث أن الأرباح النقدية (السيولة) تكون مرغوبة لدى المستثمر أكثر من الأرباح الرأسمالية.

• **تفسير ظاهرة التباين بين الربح والخسارة:**

يفسر كل من تحيز الاحتمال والحساب الذهني سبب استعداد المستثمرين للاحتفاظ بالأسهم الخاسرة فترة طويلة وبيع الأسهم الربحية في وقت مبكر، حتى في الدول التي تقدم ميزات ضريبية عند بيع الأسهم الخاسرة. ففي حال كان مستثمر ما لديه الخيار بين بيع السهم A الذي حقق أرباح تصل إلى 20% منذ شراؤه، وبين السهم B الذي حقق خسارة تصل إلى 20% منذ شراؤه. يتم تقييم أسعار البيع من حيث المكاسب والخسائر بالنسبة للسعر الذي تم دفعه لشراء السهم في البداية. وبالتالي فإن المستثمر يعتبر ثمن الشراء الأولي هو النقطة المرجعية له. أي بيع السهم A يعني أن المستثمر سيغلق الحساب العقلي للسهم A مع ربح بينما السهم B سينتج إغلاق الحساب العقلي له مع خسارة وبناء على نظرية المحاسبة العقلية ونظرية تجنب الخسارة، سوف يفضل المستثمر بيع الأسهم الربحية بدلاً من الخسارة (Prast,2004).

المبحث الرابع: قرارات الاستثمار المتخذة من قبل المستثمرين الأفراد

يهدف هذا المبحث إلى التعريف بمفهوم الاستثمار والقرار الاستثماري بالإضافة إلى التطرق لأنواع القرارات الاستثمارية، وسرد بعض المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر في سوق الأوراق المالية.

أولاً: لمحة عن مفهوم الاستثمار وأنواعه:

يتمثل مفهوم الاستثمار من وجهة نظر الأفراد في أنه تضحية مؤكدة في سبيل الحصول على قيم غير مؤكدة في المستقبل (محمد، 2012)، فيرى البعض أن المستثمر يحرم نفسه من التمتع باستهلاك حالي متاح (شراء السلع و الخدمات) في سبيل تحقيق استهلاك أفضل منه في المستقبل (حردان، 1997) ، والاستثمار من منظور فردي هو أيضاً قيام الفرد بعد استهلاك موارده و إنفاقها على السلع و الخدمات لتحقيق إشباع حالي بتوجيه الجزء المدخر من الموارد إلى استثمارات تضمن له استمرارية الحصول على موارد تمكنه من المحافظة على تحقق إشباع مستقبلي (الحاج، 1998).

ووفقاً لنظريات الاستثمار التقليدية، فإن المستثمرين يعتقدون أن بإمكانهم تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال اتخاذ قرار بزيادة عدد الأدوات الاستثمارية التي يمتلكونها بغض النظر عن عوائد تلك الأدوات.

❖ مفهوم القرار الاستثماري:

هنالك تعاريف عدة للقرار أو عملية اتخاذ القرار الاستثماري، نذكر منها: "يتمثل القرار في الاختيار من بين بدائل عدة وذلك لتحقيق هدف معين".

"إن القرار يقوم على المفاضلة من بين مجموعة بدائل، أو حلول متاحة لمتخذ القرار لاختيار واحد منها باعتباره أنسب وسيلة لتحقيق الهدف أو الأهداف التي يبتغيها متخذ القرار، وفي أحيان معينة قد يكون القرار رفضاً لكل البدائل أو الحلول المتاحة للاختيار وعدم القيام بأي عمل محدد".

ثانياً: أنواع القرارات الاستثمارية:

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع رئيسية للقرارات الاستثمارية التي يمكن أن يتخذها المستثمر الفرد (محمد، 2015، ص.128).

1. قرار الشراء: ذلك عندما يرغب المستثمر في حياة أصل مالي يرى بأن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة تفوق القيمة السوقية الحالية للأصل المالي، مع مراعاة عامل المخاطرة وبعض التحيزات السلوكية المؤثرة في قراره.

2. **قرار عدم التداول:** في هذه الحالة يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية ويصبح السوق في حالة توازن، وبالتالي لا يتوقع المستثمر تحقيق أي عوائد إلا إذا تغيرت الظروف السائدة، مما لا يدفع المستثمر إلى القيام بأي قرار سواء متعلق بالشراء أو بالبيع.

3. **قرار البيع:** عندما يرى المستثمر أن القيمة السوقية للأصل الذي بحوزته أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، وبالتالي قد يتخذ قرار البيع نتيجة لوجود فرصة لتحقيق الأرباح، أو نتيجة لتأثير بعض التحيزات السلوكية على قراره بالبيع.

حيث وفقاً للنظرية التقليدية، فإن القرار الاستثماري يعتمد على درجة تقبل المستثمر لمستوى المخاطر، وأنه يستطيع تخفيض المخاطر من خلال تنويع الاستثمارات مع الأخذ بعين الاعتبار معامل الارتباط بين الاستثمارات ضمن المحفظة الاستثمارية (Markowitz, 1952)

أما وفق النظرية السلوكية فهناك عوامل نفسية تؤثر بشكل جوهري في طريقة اتخاذ المستثمر لقراراته إضافة لمستوى تقبله لحجم المخاطر المتوقعة.

وتشير الدراسات الحديثة (صالح، 2015) إلى ارتباط القرار الاستثماري بالعوامل النفسية و العاطفية للمستثمر الفرد، فحسب "كانمان" تبين أن الأفراد ينظرون إلى خسارة المال في شكل مختلف عن نظرتهم إلى خسارة أي شيء مادي آخر، حتى لو ساوت قيمته قيمة المال الضائع، ومهدت الدراسة الطريق أمام كانمان لتطوير دراسة أخرى حول التمويل السلوكي، تنص على أن قرارات المستثمرين ستختلف من خلال التأثيرات و العوامل النفسية و العاطفية التي تتنبأهم في لحظة اتخاذ القرار، وبناء على نتائج تلك الدراسات فقد تم تأكيد فشل النموذج العقلاني في تفسير السلوك الاستثماري للمستثمرين الأفراد، حيث لم يتصف سلوك المستثمرين الأفراد بالسلوك العقلاني الذي يراجع بين العوائد والمخاطر، وهذا قاد إلى تطوير نظرية التمويل السلوكي (الجبوري، 2014).

ثالثاً: أنماط المستثمرين و منحى المنفعة الخاص بكل نوع من المستثمرين الأفراد:

نذكر بشكل موجز أهم أنماط المستثمرين وتصنيف درجة حساسيتهم للمخاطرة كونها مؤثر في اتخاذهم القرار الاستثماري والتي أخذتها المالية السلوكية بعين الاعتبار في نموذجها السلوكي الرياضي:

1- المستثمرون الكارهون للمخاطر Averse Risk:

يكون رضا هؤلاء المستثمرون ومنفعتهم للنقد في تزايد ولكن بمعدل منخفض (Diminishing marginal utility of wealth)، أي تتناقص المنفعة الحدية للنقد مع ازدياد ثروتهم، فالمنفعة الحدية عند الانتقال في الثروة من مبلغ \$1 إلى مبلغ \$2 تكون أكبر من المنفعة عند الانتقال من مبلغ \$20,000 إلى \$20,001.

2- المستثمرون المحبون للمخاطر Risk lovers–Risk seeking :

يكون رضا هؤلاء المستثمرون ومنفعتهم للنقود في تزايد وبمعدل متزايد (Increasing marginal utility of wealth) ، أي تتزايد المنفعة الحدية للنقود مع ازدياد ثروتهم، فالمنفعة الحدية عند الانتقال في الثروة من مبلغ \$1 إلى مبلغ \$2 تكون أقل من المنفعة عند الانتقال من مبلغ \$20,000 إلى \$20,001.

3- المستثمرون المحايدون للمخاطرة Risk Neutral:

هؤلاء المستثمرون لا يعيرون أهمية لنسبة المخاطرة، فمنفعتهم للنقود حدية بالنسبة للثروة وغير مرتبطة بها (Constant) marginal utility of wealth.

◀ فلو أتيح لمستثمر ما المضاربة التالية:

أ- الحصول على \$100,000 بشكل مؤكد.

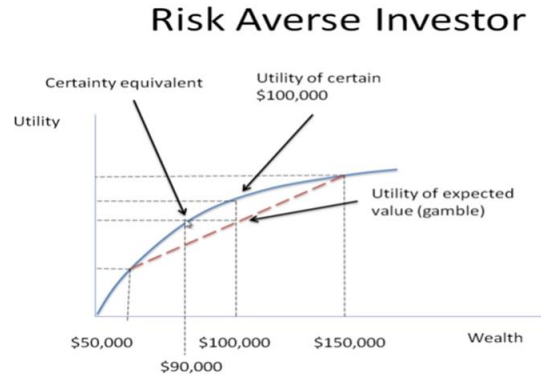
ب- احتمال 50% للحصول على \$50,000 و 50% للحصول على \$150,000.

حسب نظرية المنفعة المتوقعة، فإن المنفعة المتوقعة للمضاربة = $150,000 * 0.5 + 50,000 * 0.5 = 100,000$

وبالتالي فإن المبلغ المؤكد يساوي القيمة النقدية المتوقعة من الدخول في المخاطرة، وعليه بحسب نظرية المنفعة فإن المستثمر يجب ألا يفرق بين الخيارين لأن المنفعة يجب أن تكون متماثلة للخيار الأول والخيار الثاني، ولكن المؤثر الحقيقي في قرارات المستثمر تعود لتفضيلاته تجاه المخاطرة، فالمستثمر غير عقلاني وينحاز لرغباته وتفضيلاته.

❖ **منحنى المنفعة للمستثمرين:** يعتبر شكل منحنى المنفعة هاماً في تحديد إحساس متخذ القرار تجاه المخاطرة، لذلك تطرقنا لأنواع المستثمرين ومنحنى المنفعة الخاص بهم.

الشكل 4-1 منحنى المنفعة في حال كان المستثمر كارهاً للمخاطرة بالنسبة للمتغيرين المنفعة والثروة



Source: Utility and Risk Preferences Part 1 – Utility Function

- محور X يمثل قيمة الثروة ومحور Y يمثل المنفعة الفردية المقابلة للثروة.
- المنحنى يمثل منحنى التأكيد (أي في حال الحصول على المبالغ أعلاه بشكل مؤكد) والخط المستقيم يمثل قيمة المنفعة المتوقعة (أي يمثل القيم في حال قبول المخاطرة).
- كما ذكرنا سابقاً فإن هذا النوع من المستثمرين الكارهين للمخاطرة تتزايد منفعته الحدية مع ازدياد الثروة ولكن بمعدل متناقص، حيث يكون منحنى المنفعة محدب إلى أعلى أي تزيد المنفعة بزيادة X ولكن بدرجات متناقصة.
- ومن الشكل أعلاه يتبين أن الانتقال في الثروة من مبلغ \$50,000 إلى \$100,000 يؤدي إلى تزايد المنفعة بشكل أكبر من الانتقال من مبلغ \$100,000 إلى \$150,000، أي كلما زادت ثروة المستثمر تتناقص منفعته للنقود.
- كما أن الشكل البياني يبين أن منفعة الحصول على مبلغ \$100,000 بشكل مؤكد تفوق منفعة الحصول على \$100,000 الناتجة عن الدخول في المخاطرة (كقيمة نقدية متوقعة).
- أي المستثمر يقبل منفعة نقدية أقل على وجه اليقين بدلاً من أن يدخل في مخاطرة حتى وإن كانت القيمة النقدية المتوقعة من المخاطرة تفوق المنفعة النقدية التي سوف يحصل عليها بشكل مؤكد.

الشكل 1-50 منحنى المنفعة في حال كان المستثمر محايداً للمخاطرة بالنسبة للمتغيرين المنفعة والثروة

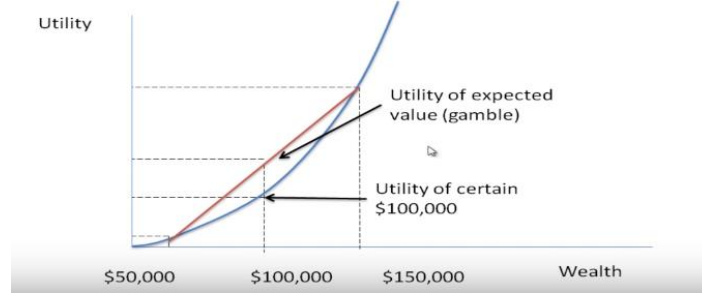


نلاحظ هنا أن المستثمر لا يهتم للمخاطرة فمنفعة القيمة النقدية المتوقعة تساوي منفعة الحصول على المبلغ بشكل مؤكد، كل ما يهم هذا المستثمر هو قيمة مبلغ العائد المتوقع بغض النظر عن قيمة الخطر.

وفي هذه الحالة يكون منحنى المنفعة خط مستقيم ولمثل هؤلاء الأشخاص لا يسري قانون المنفعة الحدية المتناقصة حيث بالنسبة لهم ثابتة لا تتغير بزيادة X .

الشكل 1-6 منحنى المنفعة في حال كان المستثمر محباً للمخاطرة بالنسبة للمتغيرين المنفعة والثروة

Risk-Loving Investor



هذا النوع من المستثمرين المحب للمخاطرة تتزايد منفعة الحدية مع ازدياد الثروة وبمعدل متزايد، ويكون منحنى المنفعة محدب إلى أسفل أي تزيد المنفعة بزيادة X ولكن بدرجات متزايدة. فإن الانتقال في الثروة من \$50,000 إلى \$100,000 يؤدي إلى تزايد المنفعة بشكل أقل من الانتقال من \$100,000 إلى \$150,000، أي كلما زادت ثروة المستثمر تتزايد منفعة للنقود.

- منفعة الحصول على مبلغ \$100,000 بشكل مؤكد تقل عن منفعة الحصول على ال \$100,000 الناتجة عن حساب القيمة المتوقعة (أي الناتجة عن الدخول في المخاطرة).
- فهذا النوع من المستثمرين لديهم حب للمخاطرة وميل للمشاركة في المخاطر، فمنفعة الدخول في المخاطرة بالنسبة لهم تفوق منفعة الحصول على ثروتهم بشكل آمن ومؤكد.
- وهذا يفسر لماذا يقوم أفراد بالدخول في مقامرات ومخاطر عوضاً عن غيرهم من الأشخاص (ومثال على ذلك المقامرة في سباق الأحصنة - اليانصيب...).
- إذاً تلعب ميول الأفراد تجاه المخاطرة دوراً كبيراً في تحديد كيفية اتخاذ القرارات سواء الاستثمارية، المالية أو الاقتصادية بشكل عام، وهذا ما أخذته المالية السلوكية بعين الاعتبار عند تشكيل فرضياتها.

الفصل الثالث: الإطار العملي للدراسة

مقدمة:

تم تخصيص هذا الفصل لدراسة ما تم تفصيله من عوامل وتحيزات سلوكية في الفصول السابقة للكشف عن مدى تأثير المستثمرين بهذه التحيزات و دراسة شدة أثرها في اتخاذ القرار الاستثماري لدى مستثمرين الأفراد

ولقد تم اختيار عينة البحث لتكون المستثمرين في أسهم قطاع المصارف وذلك لضعف أو حتى انعدام التداول على الأسهم في بقية القطاعات.

كما تناول هذا الفصل عرض لمنهجية الدراسة العملية واستعراض النتائج الإحصائية لاختبار أثر العوامل السلوكية في قرارات المستثمرين عند التداول بالأدوات المالية الصادرة عن المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

المبحث الأول: سوق دمشق للأوراق المالية والحدود المكانية للدراسة:

يهدف هذا المبحث إلى التعريف بسوق دمشق للأوراق المالية، والتطرق إلى هيكل السوق المالي في سورية وأنواع الأوراق المالية المتداولة، بالإضافة إلى التعريف بمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

أولاً: هيكل السوق المالي في سورية:

❖ تتكون السوق المالية في سورية من ثلاث جهات رئيسية هي:

1) هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية:

تعرف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بأنها هيئة نازمة لعمل الأسواق المالية ترتبط برئيس

مجلس الوزراء، وتتمتع بالشخصية الاعتبارية، وبالاستقلال المالي، والإداري ولها جميع

الصلاحيات اللازمة للقيام بالمهام والوظائف المنوطة بها وبما يحقق أهدافها. بالإضافة إلى أنها هيئة

رقابية فهي تصدر التعليمات وتشرف، وتراقب، وتتخذ الإجراءات اللازمة لحماية حقوق حملة

الأوراق المالية.

◀ الجهات الخاضعة لإشراف الهيئة:

1 - الشركات المصدرة للأوراق المالية.

2 - شركات الخدمات والاستثمارات والوساطة المالية المرخص لها.

3 - مصارف وشركات الاستثمار وصناديق الاستثمار المشترك المرخص لها.

4 - الأسواق المالية.

5 - شركات ومكاتب المحاسبة والتدقيق المعتمدة.

(2) **مركز المقاصة والحفظ المركزي:** يتبع هذا المركز لسوق دمشق للأوراق المالية، ويهدف إلى ايداع

الأوراق المالية وتسجيلها ونقل ملكيتها من خلال التبادل الحاصل أثناء جلسات التداول في السوق.

(3) **سوق دمشق للأوراق المالية:** وهي مؤسسة ذات استقلال مالي وإداري تتمتع بالشخصية الاعتبارية،

وهي السوق الثانوية التي تم فيها تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها سابقاً في السوق الأولي.

1.3 لمحة حول تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية:

تُعتبر سوق دمشق للأوراق المالية (DSE) من الأسواق الناشئة، حيث تأسست عام 2006 وتم افتتاحها بشكل رسمي في 2009/3/10 من أجل دعم الاقتصاد الوطني من خلال إتاحة الفرص لتعبئة المدخرات المحلية، وجذب الاستثمارات وتحفيز السوق الأولية التي يتم فيها إنشاء شركات مساهمة جديدة وزيادة رؤوس أموالها لدفع عملية التنمية الاقتصادية ورفع مستوى المعيشة لكافة فئات المجتمع. وتُقسم السوق إلى: السوق الأولية، السوق الموازية (أ) والسوق الموازية (ب). وتضم أوراق مالية لعدة شركات ومؤسسات مقسمة إلى القطاعات التالية:

قطاع البنوك / 14 بنك مدرج - قطاع التأمين / 6 شركات مدرجة - القطاع الصناعي / شركتين صناعيتين مدرجتين - القطاع الزراعي / شركة زراعية واحدة مدرجة - قطاع الخدمات / شركتي خدمات مدرجتين - قطاع الاتصالات / شركتي اتصالات مدرجتين.

2.3 الأدوات المالية المتداولة في سوق دمشق للأوراق المالية:

حسب المرسوم التشريعي رقم 55 لعام 2006 لقانون سوق الأوراق المالية:

1. أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول.
2. سندات الدين القابلة للتداول والتي تصدرها الشركات المساهمة السورية.
3. أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.
4. الوحدات الاستثمارية السورية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.
5. أي أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

◀ وتقسم سوق دمشق حالياً إلى:

أ) السوق النظامي:

السوق المنظم يطلق عليه مصطلح بورصة الأوراق المالية، ويتم التعامل فيه بأسهم الشركات المدرجة أي التي تم إدراج أسهمها في السوق المالي، وتتميز هذه الأسواق بأنها لها مكان محدد

يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء لورقة مالية مسجلة بهذه السوق كما أنها تدار بواسطة مجلس إدارة يتابع أعمال السوق.

(ب) السوق غير النظامية (السوق الموازي):

يطلق اصطلاح السوق غير المنظم على المعاملات التي تتم خارج سوق الأوراق المالية، أو ما يطلق عليه السوق الموازي الذي تتولاه بيوت السمسرة، والتي يعتبر كل منها سوق مستقل بنفسه، دون وجود مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات متطورة، التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، لذا عادة ما ينظر الى الأسواق غير المنظمة على اعتبار أنها طرق لأجراء المعاملات، أكثر من كونها مكانا لأجراء تلك المعاملات، ويتحدد سعر الورقة في هذه السوق بالتفاوض¹¹⁹

3.3 مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية:

ما يميز هذا المؤشر أنه يعتمد أسلوب التثقيل بالقيمة السوقية للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، وتتكون عينة المؤشر من جميع الشركات المدرجة في السوق الموازي والنظامي. ولاحتساب المؤشر المرجح بالقيمة السوقية نستخدم المعادلة التالية:

$$\text{المؤشر المثقل بالقيمة السوقية للشركات} = \sum \frac{(\text{متوسط سعر السهم}) \times (\text{عدد الأسهم للشركة})}{(\text{سعر الأساس للسهم}) \times (\text{عدد الأسهم للشركة})} \times \text{المعامل}$$

ويتم تعديل المعامل عند حصول أي من إجراءات الشركات أو إدخال أو إخراج شركة إلى/من العينة وفق المعادلة التالية :

$$\text{المعامل الجديد} = \frac{\text{المؤشر قبل التعديل}}{\text{المؤشر بعد التعديل}} \times \text{المعامل}$$

4.3 بعض التحديات التي يواجهها المستثمر عند التداول في أسواق المال العربية عامة وسوق دمشق للأوراق المالية خاصة:

قلة عدد الشركات المدرجة، ضعف الوعي الاستثماري وخبرة المواطن السوري في الأسواق المالية، قلة عدد المستثمرين، عدم التنوع في الخدمات والأدوات المالية المصدرة من قبل الشركات، استمرار الأزمات السياسية والاقتصادية وأثرها الكبير على نفسية المستثمرين، عدم فتح حسابات خاصة بالتداول لدى الوسطاء، معدل التضخم السنوي (المعدل المرجح من مؤشر أسعار المواد الاستهلاكية) وتغيرات أسعار الصرف بشكل مستمر.

❖ **قرارات الاستثمار في الأسهم:** يتطلع المستثمرون إلى زيادة ثرواتهم من خلال اختيار أفضل بديل

استثماري يحقق لهم رغباتهم، وتعتبر الأسهم أكثر الأوراق المالية المستثمر فيها، إذ تشهد توجهاً كبيراً

من قبل المستثمرين، نظراً لحجم العوائد الذي تتميز به عن غيرها من الأوراق المالية، رغم درجة

¹¹⁹ هندي، منير (2008) أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، ص 36-37.

المخاطرة العالية التي تعرف بها الأسهم، هذا ما جعلها أداة تتطلب الحذر عند اتخاذ القرار الاستثماري فيها.

إن المستثمر يأمل بزيادة القيمة الحقيقية للأصل الاستثماري، الأمر الذي يحمل معنى من معاني المضاربة، وهنا نميز بين نوعين من المستثمرين؛ المحافظ و الرشيد، فالمستثمر المحافظ هدفه الحصول على عائد بدون تحمل مخاطر عالية والرشيد هو الذي يهدف من استثماراته إلى الموازنة بين العائد و المخاطر¹²⁰.

أما المضارب فإنه لا يهدف إلى الاستثمار أساساً وإنما يضارب على القيمة السوقية للأصل المالي بعد دراسة المخاطرة التي يمكن أن يتحملها.

ويمكن تعريف المقامرة على أنها مراهنة على دخل غير مؤكد، فعندما تتوفر لدى المستثمر رغبة كبيرة في تحمل درجة عالية من عدم التأكد من النتائج سعياً وراء الربح فإنه يتحول عندئذ إلى مقامر.

الجدول رقم (4) يبين الفرق بين المقامرة، الاستثمار و المضاربة

القائم بالعملية عنصر الاختلاف	مستثمر	مضارب	مقامر
المدة الزمنية	طويلة	قصيرة	أقصر أجل
القرار الاستثماري	على العائد	على المدة والمبلغ	على المدة والمبلغ
الاستعداد لتحمل الخطر	منخفض	مرتفع	مرتفع جداً
نوع الربح	تدفقات مستمرة وطويلة	ربح سريع وكبير	ربح سريع وكبير جداً
دراسة المشروع	تتم الدراسة	تتم الدراسة	لا تتم الدراسة
الأثر	تحقيق نمو في رأس المال	تؤدي إلى تآكل رأس المال إذا لم تتحقق التوقعات	

المصدر: محمد عدنان بن الضيف، مقومات الاستثمار (دار النفائس، الأردن، 2012)؛ ص: 23.

¹²⁰ سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق المال العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010، ص: 153.

❖ الجدول رقم (5): المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

الرمز	المصرف	الرمز	المصرف
ATB	بنك الائتمان الأهلي - سورية	IBTF	المصرف الدولي للتجارة والتمويل
ARBS	البنك العربي - سورية	BBSF	بنك بيمو السعودي الفرنسي
BOJS	بنك الأردن - سورية	BSO	بنك سورية والمهجر
SHRQ	بنك الشرق - سورية	BBS	بنك بيبلس-سورية
SIIB	بنك سورية الدولي الإسلامي	FSBS	فرنسبنك - سورية
QNBS	بنك قطر الوطني - سورية	CHB	بنك الشام الإسلامي
BBSY	بنك البركة - سورية	SGB	بنك سورية و الخليج

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية

المبحث الثاني: منهجية الدراسة و التحليل الاحصائي

• أداة الدراسة :

اعتمدت الباحثة على الاستبيان كأداة للدراسة لعدة أسباب، أولاً كونها من أفضل أدوات جمع البيانات في البحوث الاجتماعية، ثانياً أغلب الدراسات السابقة العالمية والمحلية قد اعتمدت في دراسات لها هذا النوع من الأبحاث المالية الاجتماعية خاصة التي تدرس النواحي السلوكية النفسية، على استخدام هذه المنهجية كأداة للدراسة. وعليه تم الاعتماد على الاستبانة كأداة دراسة.

وقد اختيرت أسئلة الاستبانة من النوع المقفل وفق مقياس ليكرت الخماسي، في تقدير إجابات عينة الدراسة لكل عبارة من عبارات المقاييس المستخدمة في الدراسة، وفيه خمسة خيارات لكل عبارة من عبارات المقياس وهي: (موافق جداً، موافق ، محايد، غير موافق، غير موافق إطلاقاً) ، وتقابلها الدرجات التالية على التوالي: (1,2,3,4,5) ، مع الأخذ بعين الاعتبار قلب المقياس بالنسبة للعبارات العكسية ، وتعد القيمة (3) هي التي تتوسط مقياس ليكرت الخماسي.

الجدول رقم (6) جدول يوضح آلية معالجة البيانات حسب مقياس ليكرت الخماسي

تصنيف خيارات الإجابة	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
الوزن المطلق	1	2	3	4	5
المدى	1.8 - 1	2.6 - 1.8	3.4 - 2.6	4.2 - 3.4	5 - 4.2
الوزن النسبي	% 36 - 20	% 52 - 36	% 68 - 52	% 84 - 68	% 100 - 84

المصدر (عز عبد الفتاح - 2004 - ص 540-541)

• وكانت أداة الدراسة (الاستبانة) مكونة من :

القسم الأول : يمثل البيانات الشخصية والوظيفية لأفراد عينة الدراسة .
القسم الثاني: يمثل العوامل السلوكية المالية المؤثرة في قرارات استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وهي سبعة عوامل تمثلت بالتحيزات السلوكية المالية التالية (تحيز تجنب الخسارة - تحيز الاعتماد المرجعي - تحيز الندم - تحيز القطيع - تحيز الاستدلال - تحيز الثقة المفرطة - تحيز المحاسبة العقلية) والتي تم قياسها بخمسة وأربعين عبارة.

• مجتمع وعينة الدراسة :

يتألف مجتمع الدراسة من عينة عشوائية من الأفراد المستثمرين في الأدوات المالية (الأسهم) الصادرة عن المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وكانت العينة عشوائية مكونة من (115) فرد من هذا المجتمع وذلك لجمع البيانات اللازمة للإجابة على أسئلة أداة الدراسة (الاستبيان) للحصول على البيانات اللازمة للبحث بغرض تفريغها وتحليلها للتوصل إلى النتائج المرجوة من الدراسة وقد استردت الباحثة (102) استبانة، منها ستة استبانات غير صالحة لعدم استيفاء الإجابة والباقي (96) استبانة مستوفية الإجابة بمعدل استجابة جيدة بلغ (83%) ، والتي تشكل حجم العينة النهائي القابل للدراسة.

علماً أن الدراسة قد اقتصرت على المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وتم الاكتفاء بها لكون الأهمية النسبية للمصارف نسبة لباقي الشركات المدرجة في السوق مجتمعةً تتخطى 51%، كما في الجدول التالي:

الجدول رقم (7) يبين الأهمية النسبية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

اسم الشركة	العدد	الأهمية النسبية
المصارف	14	51.85
التأمين	6	22.22
الخدمات	2	7.41
الصناعة	2	7.41
الاتصالات	2	7.41
الزراعة	1	3.70

• **مصادر جمع البيانات:**

المصادر الثانوية: وتتمثل في الإطار النظري لهذه الدراسة والتي قامت الباحثة بجمعه من خلال مطالعة ومراجعة الكتب التخصصية ، وبلاستعانة بعدد من الأبحاث المنشورة ذات العلاقة بموضوع الدراسة ، وبعض المواقع العربية والأجنبية على شبكة الإنترنت ، وذلك لتغطية الجانب النظري في هذه الدراسة.

المصادر الأولية: تعتبر المصادر الأولية حصيلة البيانات الميدانية التي تم جمعها بواسطة أداة الدراسة وهي عبارة عن استبانة أعدتها الباحثة بشكل علمي موضوعي لتغطي كافة أبعاد ومتغيرات الدراسة ، وقد تم توزيعها إلكترونياً وديوياً على أفراد عينة الدراسة .

• **اختبار فرضيات الدراسة:**

منهجية اختبار الفرضيات: إذا كانت Sig (P.value) أكبر من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ حسب نتائج برنامج SPSS؛ فإنه يتم رفض الفرضية البديلة ويكون في تلك الحالة متوسط آراء أفراد العينة حول الظاهرة موضع الدراسة لا يختلف جوهرياً عن درجة الحياد وهي 3 ، أما إذا كانت Sig (P.value) أقل من مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ ؛ فيتم قبول الفرضية البديلة القائلة بأن متوسط آراء أفراد العينة يختلف جوهرياً عن درجة الحياد، وفي تلك الحالة يمكن تحديد ما إذا كان متوسط الإجابة يزيد أو ينقص بصورة جوهريّة عن درجة الحياد. وذلك من خلال قيمة الاختبار فإذا كانت الإشارة موجبة فمعناه أن المتوسط الحسابي للإجابة يزيد عن درجة الحياد والعكس صحيح.

الفرضية الرئيسية الأولى:

H1 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعوامل التحيز السلوكي في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟

ويتفرع عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية :

H1-1 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز تجنب الخسارة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟

H1-2 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز الاعتماد المرجعي في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟

H1-3 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز الندم في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟

H1-4 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز القطيع في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟

H1-5 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز الثقة المفرطة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟

H1-6 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز المحاسبة العقلية في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟

H1-7 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز الاستدلال في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟

الفرضية الرئيسية الثانية:

لا يوجد فروق معنوية للتحيزات السلوكية في قرارات المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب متغيراتهم الشخصية (الجنس - العمر - المؤهل-الخبرة) عند مستوى الدلالة (0.05)؟

• أساليب التحليل الإحصائي المستخدمة في معالجة البيانات :

بما أن عينة الدراسة ذات حجم كبير $n=96 > 30$ مفردة فاعتماداً على مبدأ الحد المركزي للإحصاء (النهائية المركزية) فيمكننا استخدام المقاييس والاختبارات المعلمية (البارامترية) في تحليل كافة بيانات هذا البحث باستخدام برنامج الحزم الإحصائية (spss.v.24) ومنها:

1- المتوسط الحسابي: حيث يعبر عن رأي أفراد العينة عن مستوى كل محور من محاور الدراسة ، بالإضافة لاختبار ستودنت وحيد العينة .

- 2- الانحراف المعياري: لقياس تشتت الإجابات حول المتوسط الحسابي
- 3- التوزيعات التكرارية والنسب المئوية لإظهار خصائص عينة الدراسة.
- 4- معامل ألفا كرونباخ (Cronbach's Alpha) ، ومعامل ارتباط بيرسون لاختبار الصدق والثبات لأداة الدراسة.
- 6- معامل تضخم التباين (VIF)، وإحصائية درين واتسون (Durbin-Watson) ، للتحقق من شروط استخدام الانحدار الخطي المتعدد.
- 7- تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression Analysis) لبيان تأثير متغير مستقل على متغير تابع واحد.
- 8- اختبار الانحدار الخطي المتعدد التدريجي (Multi Regression- Stepwise) لتحديد أهمية كل بعد من أبعاد المتغير المستقل على حده في المساهمة في النموذج الرياضي، عن طريق ترتيب دخول هذه الأبعاد في معادلة الانحدار.
- 9- اختبار T ستودنت الأحادي (one .Samples. T-Test) لمعرفة إذا ما كان متوسط إجابات أفراد عينة الدراسة يختلف عن قيمة المتوسط الحسابي الحيادي لأداة القياس.

عمليات التحليل الإحصائي للبيانات

• اختبارات الاعتمادية لأداة البحث (الصدق والثبات) :

1- قياس الصدق Validity :

يعرف الثبات على أنه الاتساق في نتائج الأداة، ويقصد به إمكانية الحصول على النتائج نفسها فيما لو أعيد استخدام الأداة نفسها مرة ثانية لتحليل المستوى نفسه. وذلك للتأكد من أن المقياس يحقق الغاية التي صمم من أجلها، ومدى دقة العلاقة التي تربط بين البعد المراد قياسه والعبارات المكونة لذلك البعد، ويتم قياسه عبر:

أ- الصدق الظاهري (Face Validity)

ب- صدق المحتوى (Content Validity)

أ-الصدق الظاهري لأداة البحث (Face Validity):

وهو ما يعرف بصدق المحكمين للتأكد من صدق أداة البحث والتي تشير إلى أن الاستبيان يمتلك عدداً كافياً وممثلاً من العبارات، وكذلك للتأكد من جودة المظهر العام للاستبيان ووضوح العبارات المستخدمة، حيث قامت الباحثة بعرضها على الأستاذ المشرف على البحث، واستشارة عدد من المحكمين في مجالات الإحصاء والبحث العلمي، وبناء عليه تم إجراء عدد من التعديلات شملت حذف وجمع وإعادة صياغة بعض العبارات، لتصبح الاستمارة بصورتها النهائية كما هي موضحة في الملحق .

ب- صدق المحتوى (الاتساق الداخلي) لأداة البحث Content Validity:

تم التأكد من صدق المحتوى من خلال قياس الاتساق الداخلي بين كل بعد من أبعاد الدراسة وعباراته الممثلة له، بحيث تعكس قيم الارتباطات المعنوية سواء الموجبة أو السلبية، قوة أو ضعف تعبير هذه العبارات عن البعد أو الظاهرة قيد الدراسة.

يوضح الجدول أدناه الاتساق الداخلي على مستوى متغيرات الدراسة عبر حساب معامل الارتباط بيرسون (Pearson Correlation) بين كل عبارة والدرجة الكلية للمحور الذي تنتمي إليه .

الجدول رقم(8) ملخص معاملات الاتساق الداخلي لمحاور الدراسة

البيان	المحاور	عدد العبارات N of Items	حدود معاملات الارتباط	Sig.
العوامل المؤثرة في قرارات استثمار الأفراد في الأدوات المالية	تحيز تجنب الخسارة	7	(0.76 – 0.69)**	(0)
	تحيز الاعتماد المرجعي	7	(0.66 – 0.50)**	(0)
	تحيز الندم	6	(0.76 – 0.66)**	(0)
	تحيز القطيع	5	(0.77 – 0.68)**	(0)
	تحيز الثقة المفرطة	7	(0.72 – 0.66)**	(0)
	تحيز المحاسبة العقلية	5	(0.75 – 0.61)**	(0)
	تحيز الاستدلال	8	(0.76 – 0.53)**	(0)

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

نلاحظ من الجدول السابق وجود ارتباط دال إحصائياً عند مستوى دلالة (0.05) بين العبارات ومحورها الكلي التابعة له وذلك لكل محور (متغير) من محاور الدراسة ، حيث أن معاملات ارتباط بيرسون كانت تتراوح بشكل عام لمحاور الدراسة بين (**0.77-0.50) مما يدعو إلى القول بأن جميع عبارات محاور الدراسة تتمتع بالاتساق الداخلي وصدق المحتوى وبالتالي صلاحية أداة البحث للتطبيق والقياس في ظل بيئة الدراسة.

2- قياس ثبات أداة البحث:

أ - اختبار الثبات بطريقة (الاستقرار - اختبار وإعادة الاختبار):

لحساب ثبات أداة الدراسة باستخدام طريقة إعادة تطبيق الاختبار (Test-Retest) تم تطبيق الاستبانة على عينة استطلاعية مرتين بينهما فارق زمني مقداره أسبوعين ثم تم حساب معامل الارتباط بيرسون (Pearson Correlation) بين إجابات المجيبين في المرتين، لذا طبقت الباحثة الاستبانة على (30) فرد من المستثمرين، وتم حساب معامل ارتباط بيرسون بين الاختبارين فكانت النتائج كما في الجدول التالي:

الجدول رقم (9) ملخص معاملات الارتباط بين الاختبارين للثبات بالإعادة

المحاور	معاملات ارتباط بيرسون	Sig.
تحيز تجنب الخسارة	0.83	(0)
تحيز الاعتماد المرجعي	0.68	(0)
تحيز الندم	0.81	(0)
تحيز القطيع	0.77	(0)
تحيز الثقة المفرطة	0.75	(0)
تحيز المحاسبة العقلية	0.71	(0)
تحيز الاستدلال	0.79	(0)

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

تبين أن معاملات الارتباط بين الاختبارين كانت جميعها مرتفعة وذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) حيث تراوحت ما بين الحدين (0.66-0.86)، مما يؤكد وجود ثبات مقبول إحصائياً داخل كل بعد من أبعاد ومحاور أداة الدراسة وبالتالي صلاحيتها للتطبيق.

ب - اختبار الثبات (الموثوقية) (Reliability) وفق معامل الفا كرونباخ (Alpha Cronbach):

تم إجراء اختبار الثبات على عينة الدراسة باستخدام معامل (Alpha Cronbach) ويقصد بثبات أداة القياس " بالثبات الداخلي بين عباراتها " ، و لثبات الأداة جانبان، الأول هو استقرار المقياس كأن يتم الحصول على النتائج نفسها إذا قيس المتغير مرات متتالية، أما الجانب الآخر للثبات فهو الموضوعية أي أن يتم الحصول على ذات الدرجة بغض النظر عن الشخص الذي يطبق الاختبار أو الذي قام بتصميمه، وإن قيمة معامل الارتباط (Alpha Cronbach) تتراوح بين (0 - 1) حيث 0 (لا يوجد ثبات في البيانات) و 1 (يوجد ثبات تام في البيانات) وحتى يتمتع المقياس بالثبات يجب ألا يقل الحد الأدنى لقيمة المعامل عن (0.60) وفق معيار كرونباخ.

الجدول رقم(10) نتائج تحليل معامل الثبات (Alpha Cronbach) لكل بعد من أبعاد محاور الدراسة

المتغيرات	المحاور	عدد العبارات N of Items	معامل ثبات ألفا كرونباخ Cronbach's Alpha	معامل الصدق
العوامل المؤثرة في قرارات استثمار الأفراد في الأدوات المالية	تحيز تجنب الخسارة	7	0.85	0.92
	تحيز الاعتماد المرجعي	7	0.703	0.83
	تحيز الندم	6	0.80	0.89
	تحيز القطيع	5	0.78	0.88
	تحيز الثقة المفرطة	7	0.82	0.90
	تحيز المحاسبة العقلية	5	0.74	0.86
	تحيز الاستدلال	8	0.83	0.91

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

يتضح من الجدول رقم /10/ أن كافة قيم معامل ألفا كرونباخ أكبر من الحد الأدنى المقبول إحصائياً للثبات (0.60) وذلك لكافة أبعاد محاور الدراسة، حيث تراوحت قيم معاملات الثبات ما بين الحدين (0.703-0.85) مما يدل على أن كافة العبارات تحقق الاتساق الداخلي مع محورها التابعة له وتعبّر عن مضمونها بشكل جيد، كما أن معاملات الصدق لها كانت جميعها أكبر من (0.60)، وبالتالي الاستبيان يتمتع بدرجة موثوقة من الوثوقية والثبات ويمكن الاعتماد عليه في التطبيق الميداني للدراسة.

- التوزيع التكراري النسبي لأفراد عينة الدراسة حسب خصائصهم الديمغرافية :
الجدول رقم(11) التوزيع التكراري للمتغيرات الديمغرافية لأفراد عينة الدراسة

المتغيرات	العدد	النسبة المئوية %
العمر	Frequency	Percent %
أقل من 25	6	6.3
25 – 30 سنة	20	20.8
من 31-40 سنة	21	21.9

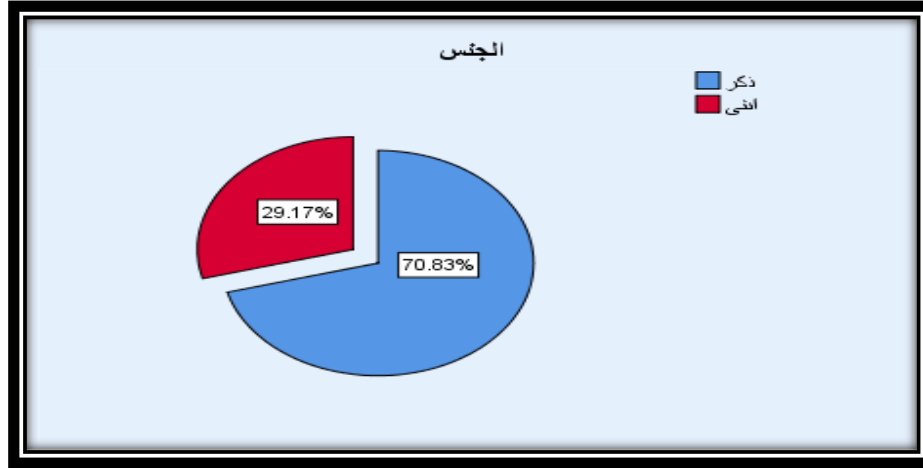
51	49	أكثر من 40
Percent%	Frequency	المؤهل التعليمي
19.8	19	ثانوية عامة
27.1	26	معهد متوسط
32.3	31	شهادة جامعية
11.5	11	ماجستير
9.4	9	دكتوراه
Percent%	Frequency	الجنس
70.8	68	ذكر
29.2	28	أنثى
Percent%	Frequency	الوظيفة
33.3	32	موظف ضمن مؤسسة مالية
30.2	29	موظف ضمن مؤسسة غير مالية
22.9	22	عمل خاص
4.2	4	متقاعد
9.4	9	أخرى
Percent%	Frequency	سنوات الخبرة
27.1	26	أقل من 5 سنوات
32.3	31	5-10
27.1	26	10-15
13.5	13	15 فما فوق
100.0	96	Total

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24)

يظهر جدول التوزيع التكراري للمتغيرات الديمغرافية لأفراد عينة الدراسة التالي :

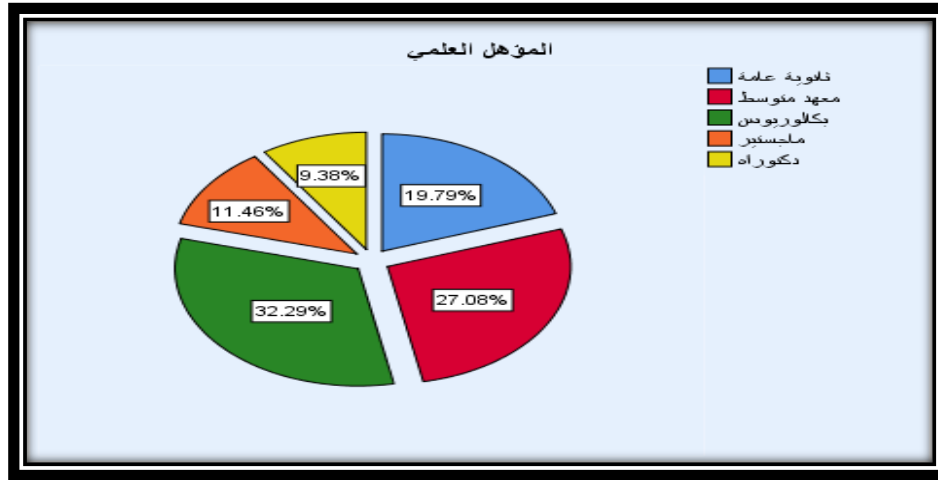
- بالنسبة لمتغير النوع الاجتماعي: أن نسبة الذكور في عينة الدراسة بلغت (70.8%) وهي أكبر من نسبة الإناث البالغة (29.2%)

رسم الدائرة البيانية لتوزيع أفراد العينة حسب الجنس



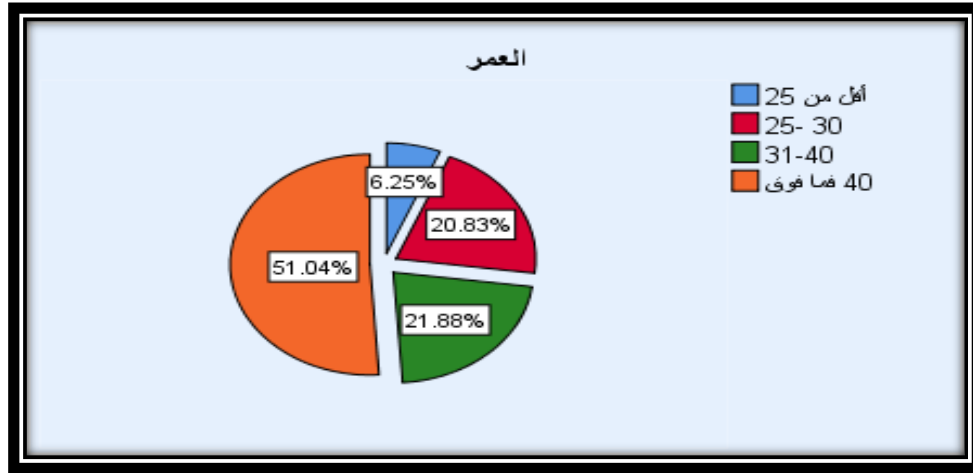
-أما متغير المؤهل العلمي فتبين أن نسبة حملة الشهادة الجامعية في عينة الدراسة هي الأكبر بين الفئات حيث بلغت نسبتها (32.3%) أي أن غالبية المستثمرين من حملة الشهادة الجامعية، ثم تليها فئة حملة شهادة المعهد المتوسط بنسبة 27.1%، وأخيرا فئة حملة شهادة الدكتوراه بنسبة 9.4% مما يعكس المستوى التعليمي المرتفع لدى المستثمرين في عينة الدراسة.

رسم الدائرة البيانية لتوزيع أفراد العينة حسب المؤهل العلمي



-كما يبين جدول التوزيع التكراري لمتغير العمر أن غالبية مستخدمي التطبيقهم من الفئة العمرية (أكثر من 40) حيث بلغت نسبتهم (51%) ثم تليها شريحة الفئة العمرية (31-40) سنة بنسبة (21.9%)، وأخيراً الفئة العمرية (أقل من 25) سنة بنسبة (6.3%) ، وتدل هذه النسب على تنوع أعمار المستثمرين في عينة الدراسة مع وجود أفضلية للأعمار الكبيرة.

رسم الدائرة البيانية لتوزيع افراد العينة حسب العمر



- تقييم عوامل التحيز السلوكي المؤثرة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية
- لتقييم عوامل التحيز السلوكي المؤثرة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية من وجهة نظر المستقصى آرائهم من المستثمرين في عينة البحث تم استخدام المتوسط الحسابي والانحراف المعياري واختبار ستودنت وحيد العينة والوزن النسبي وتم تلخيص نتائج التحليل في الجدول التالي:

أولاً: تقييم أثر عامل تحيز "تجنب الخسارة" ضمن نظرية التوقع:

جدول رقم (12) اختبار ستودنت لتقييم أثر عامل تحيز تجنب الخسارة.

الوزن النسبي	Sig.	T المحسوبة	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	العبارات
81.60%	.000	17.919	.592	4.08	عند تعرضك لخسائر كبيرة عند الاستثمار في أسهم مصرف أو شركة ما تشعر بخيبة أمل كبيرة، وتفكر بتغيير مسار استثمارك المتبع
81.20%	.000	16.542	.629	4.06	عند تحقيقك لأرباح كبيرة عند الاستثمار في أسهم مصرف أو شركة ما تقوم بشراء أسهم
81.40%	.000	15.719	.669	4.07	بعد تحقيقك لخسائر متتالية سابقة تتوقف عن الاستثمار وتتسحب من السوق
82.20%	.000	16.475	.663	4.11	بعد تحقيقك للمكاسب المتتالية، يزداد توجهك وتقبلك للمخاطر عند اتخاذك القرار الاستثماري
84.40%	.000	18.781	.636	4.22	تفضل ضياع فرصة ربح محتملة عوضاً عن تحقيق خسارة نتيجة انخفاض قيمة السهم
82.60%	.000	15.755	.700	4.13	تقوم بتجنب بيع الأسهم التي انخفضت قيمتها وتفضل الاحتفاظ بها على مدى طويل الأجل
74.40%	.000	10.418	.676	3.72	تقوم ببيع الأسهم التي ارتفعت قيمتها السوقية بشكل سريع
81.15%	.000	21.761	.47623	4.0577	عامل تجنب الخسارة ككل

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

يظهر جدول اختبار ستودنت رقم (12) من خلال تحليل إجابات أفراد عينة الدراسة أن أقوى عبارات عامل تجنب الخسارة المؤثر في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كانت العبارة (تفضل ضياع فرصة ربح محتملة في سهم ما عوضاً عن تحقيق خسارة نتيجة انخفاض قيمة السهم السوقية في حال الاستثمار فيه) بأعلى متوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (4.22) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث (sig=0<0.05)، وبانحراف معياري منخفض بلغ (0.636) ويدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة ، مما يعني أن هناك موافقة من قبل أفراد العينة على هذه العبارة، وبأعلى وزن نسبي بلغ (84%) أي ان (84%) من المستثمرين يفضلون ضياع فرص الربح عوضاً عن تحقيق خسارة في الأسهم .

هذا يدل على أن المستثمرون الأفراد يمنحون وزناً أكبر لقيمة الخسارة من الوزن الممنوح لقيمة نفس المبلغ من الربح، وبالتالي أهون عليهم ضياع فرصة الربح من الدخول في المخاطرة وتحقيق خسارة ملموسة، وبالتالي في سوق دمشق للأوراق المالية فإن حاملي الأسهم التابعة للمصارف الخاصة المدرجة؛ النسبة الأكبر منهم "عامل تجنب الخسارة" لديهم مرتفع. ولكن هذا يختلف أيضاً في حال حقق المستثمرون سابقاً أرباحاً من تداول السهم ففي هذه الحالة قد ينخفض تأثير عامل تجنب الخسارة لديهم.

وتليها بالمرتبة الثانية العبارة (تقوم بتجنب بيع الأسهم التي انخفضت قيمتها وتفضل الاحتفاظ بها على مدى طويل الأجل) بمتوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (4.13) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث (sig=0<0.05)، وبانحراف معياري منخفض يدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة ، وبوزن نسبي بلغ (82.6%) أي ان (82.6%) من المستثمرين يتجنبون بيع الأسهم التي انخفضت قيمتها .

كما كان المتوسط الحسابي لكل من بقية عبارات عامل تجنب الخسارة أكبر من المتوسط الحيادي بفرق جوهري مما يدل على المستوى المرتفع لعبارات تجنب الخسارة .

هذا يدل أن أفراد العينة محل الدراسة متجنبين للخسارة لأنهم يحاولون تفادي تكبد الخسائر عن طريق بيع الأسهم الربحية بشكل مبكر جداً، لأنهم يعتقدون أنهم طالما قادرين الآن على استرداد قيمتهم المالية، فهم بذلك لا يخسرون، وهذا يؤيد فرضية "أثر التصرف" التي سبق ذكرها في الفصل الثاني.

أما عبارة (تقوم ببيع الأسهم التي ارتفعت قيمتها السوقية بشكل سريع) بمتوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (4.02) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث (sig=0<0.05)، وبانحراف معياري منخفض يدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة ، وبوزن نسبي بلغ (80.4%) أي أن (80.4%) من المستثمرين يقومون ببيع الأسهم التي ارتفعت قيمتها سريعاً.

هذا يدل أن المستثمرون محل الدراسة كارهون للخسارة لأنهم بمجرد تحقيق الأرباح يفضلون القيام بالبيع سريعاً لكي يتجنبوا الخسارة في المستقبل في حال انخفضت القيمة السوقية، حتى لو كان من المتوقع ارتفاع أكبر للقيمة في المستقبل يقومون بالبيع سريعاً خوفاً من خسائر لاحقة في حال حدث العكس.

في حين بلغ المتوسط الحسابي لعامل تجنب الخسارة ككل (4.057) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$)، وبانحراف معياري منخفض بلغ (0.476) ويدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذا العامل ، حيث تبين أن (81.15%) من المستثمرين يتأثرون بعامل تجنب الخسارة في قراراتهم الاستثمارية في المصارف .

ثانياً : تقييم أثر عامل تحيز "الاعتماد المرجعي" ضمن نظرية التوقع:

جدول رقم (13) اختبار ستودنت لتقييم عامل الاعتماد المرجعي

الوزن النسبي	Sig.	T المحسوبة	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	العبارات
77.60%	.000	15.131	.567	3.88	سعر شراء السهم الأساسي يمثل نقطة مرجعية بالنسبة لك عند اتخاذ قرار التداول من عدمه
76.00%	.000	11.928	.659	3.80	تفضل البقاء على قرارك الاستثماري الحالي حتى لو كانت القرارات الأخرى أكبر احتمالاً للربح.
74.00%	.000	9.403	.727	3.70	لا تعتبر حصولك على مبلغ ما كربح صافي أو قيمة مضافة في حال كانت توقعاتك السابقة بربح مبلغ أكبر.
75.60%	.000	10.724	.714	3.78	لا يتأثر قرارك الاستثماري بالخسائر الحالية في حال تحقيقك لأرباح على مدى السنوات السابقة.
75.40%	.000	9.930	.761	3.77	تقبل فرصة الدخول في رهان باحتمال لربح مبلغ معين من الممكن أن يعوض خسارتك لمبلغ مماثل سابقاً

تعتبر احتمال ربح مبلغ من استثمارك ولو بسيط مؤثر إيجابي عند اتخاذك قرارك الاستثماري.	3.67	.643	10.151	.000	73.40%
الأرباح المحققة جراء استثماراتك السابقة في أسهم مصارف معينة لها دور في تفضيل متابعة استثمارك لدى المصارف عينها	3.66	.540	11.917	.000	73.20%
عامل الاعتماد المرجعي ككل	3.7500	.39869	18.432	.000	75.00%

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

يظهر جدول اختبار ستودنت رقم(13) من خلال تحليل إجابات أفراد عينة الدراسة أن أقوى عبارات عامل الاعتماد المرجعي المؤثر في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كانت العبارة (سعر شراء السهم الأساسي يمثل نقطة مرجعية بالنسبة لك عند اتخاذ قرار التداول من عدمه) بأعلى متوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (3.88) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث (sig=0<0.05) وبانحراف معياري منخفض بلغ (0.56) ويدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة، مما يعني أن هناك موافقة من قبل أفراد العينة على هذه العبارة، وبأعلى وزن نسبي بلغ (77.6%) أي أن (77.6%) من المستثمرين يعتبرون سعر شراء السهم الأساسي نقطة ند مرجعية بالنسبة لهم عند اتخاذ قرار التداول.

تظهر النتائج وفق هذه العبارة أن المستثمرين الأفراد في سوق دمشق يعتمدون على سعر الشراء الأساسي للسهم عند تقييمهم لقرار التصرف به سواء بالاحتفاظ بالسهم أم ببيعه، وهذا يدل أن النقطة المرجعية للأفراد هنا هي سعر الشراء الأولي للسهم وهذا ما يجعلهم يقيمون سعره بالنظر إلى سعره الأساسي وليس إلى سعره الحالي أو المتوقع.

وتليها بالمرتبة الثانية العبارة (تفضل البقاء على قرارك الاستثماري الحالي حتى لو كانت القرارات الأخرى أكبر احتمالاً للربح) بمتوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (3.8) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث (sig=0<0.05) وبانحراف معياري منخفض يدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة وبوزن نسبي بلغ (76%) أي أن (76%) من المستثمرين يفضلون البقاء على قرارهم الاستثماري الحالي حتى لو كانت القرارات الأخرى أكبر احتمالاً للربح.

وهذا يدل على أن الأفراد في سوق دمشق يتأثرون بتحيز الاعتماد المرجعي، بما أنهم يفضلون البقاء على قرارهم الاستثماري المتخذ من قبلهم مع أنه هنالك فرص استثمارية أخرى قد تكون أكثر احتمالاً لتحقيق الربح، وهذا قد يعود لتمسكهم بمعلومات معينة قد يكونون على اطلاع بها أو لأنهم متشبثين بالأسهم التي حققوا معها أرباحاً سابقة.

أما العبارة التالية (تقبل فرصة الدخول في رهان باحتمال لربح مبلغ معين من الممكن أن يعوض خسارتك لمبلغ مماثل سابقاً) فكانت بمتوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (3.77) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$) وبانحراف معياري منخفض يدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة وبوزن نسبي بلغ (75.40%) أي أن (75.40%) من المستثمرين يقبلون فرصة الدخول في رهان احتمال أن يعوض خسارتهم سابقاً لمبلغ معين بربح لمبلغ مماثل، كما كان المتوسط الحسابي لكل من بقية عبارات عامل الاعتماد المرجعي أكبر من المتوسط الحيادي بفرق جوهري مما يدل على المستوى المرتفع لعبارات الاعتماد المرجعي. تظهر النتائج وفق هذه العبارة أن المستثمرون في سوق دمشق لا يقومون بعملية "فصل النتائج"، أي لا يعتبرون النقطة المرجعية تعادل 0، فالأفراد عادة يكونون أقل ميلاً لتقبل المخاطرة عندما يكونون في مجال "الأرباح"، ولكن عندما تكون النقطة المرجعية لدى الأفراد تعادل مقدار الخسائر المحققة خلال اليوم، أي عندما يقوم الشخص بـ "دمج نتائج الرهان" خلال اليوم، يصبح "محباً للمخاطرة" بما أنه يكون في هذه الحالة في مجال الخسائر، فيحاول تعويض الخسارة السابقة.

في حين بلغ المتوسط الحسابي لعامل الاعتماد المرجعي ككل (3.75) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$) وبانحراف معياري منخفض بلغ (0.39) ويدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذا العامل، حيث أن (75%) من المستثمرين يتأثرون بعامل الاعتماد المرجعي في قراراتهم الاستثمارية في تداول أسهم المصارف.

ثالثاً : تقييم أثر عامل تحيز الندم:

جدول رقم (14) اختبار ستودنت لتقييم أثر عامل تحيز الندم

العبارات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	T المحسوبة	Sig.	الوزن النسبي
ينتابك شعور بالندم عند احتفاظك لفترة طويلة بأسهم تحقق خسائر أكثر من شعورك بالندم في حال قيامك ببيع الأسهم التي تحقق مكاسب في وقت مبكر	3.95	.655	14.183	.000	79.00%
تفضل الاستثمار في الأسهم التابعة للمصارف أو الشركات التي ينتج عنها توزيعات للأرباح عن الاستثمار في أسهم لشركات تقوم بتدوير الأرباح مما يدفع سعرها في المستقبل للارتفاع	3.79	.648	11.979	.000	75.80%
تلوم نفسك دائماً عندما تخسر وتفكر بالأسباب التي أدت إلى الخسارة	3.82	.615	13.100	.000	76.40%
تحتفظ بالأسهم التي انخفضت قيمتها ولا تقوم ببيعها	3.77	.672	11.231	.000	75.40%
لا تقوم بشراء الأسهم التي انخفضت قيمتها	3.89	.724	11.989	.000	77.80%
تستثمر في أسهم لمصارف قائمة منذ زمن ولا تفضل الاستثمار في أسهم لمصارف منشأة حديثاً أو في أسهم لمشاريع جديدة ذات مخاطرة كبيرة	3.81	.685	11.615	.000	76.20%
عامل تحيز الندم ككل	3.8384	.47153	17.422	.000	76.77%

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

يظهر جدول اختبار ستودنت رقم (14) من خلال تحليل إجابات أفراد عينة الدراسة أن أقوى عبارات عامل تحيز الندم المؤثرة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كانت العبارة (ينتابك شعور بالندم عند احتفاظك لفترة طويلة بأسهم تحقق خسائر أكثر من شعورك بالندم في حال قيامك ببيع الأسهم التي تحقق مكاسب في وقت مبكر) بأعلى متوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (3.95) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث (sig=0<0.05)، وبانحراف معياري منخفض بلغ (0.655) ويدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة ، مما يعني أن هناك موافقة من قبل أفراد العينة على هذه العبارة، وبأعلى وزن نسبي بلغ (79%) أي أن (79%) من المستثمرين يشعرون بالندم عند احتفاظهم لفترة طويلة بأسهم تحقق خسائر أكثر من بالندم في حال بيع الأسهم التي تحقق مكاسب في وقت مبكر .

وهذا يكون بسبب الخوف من الخسارة والندم على تحقيق الخسائر، فيرى المستثمر أنه في حال باع الأسهم التي يرتفع سعرها بشكل أبكر من اللازم أقل شعور بالندم والحزن فيما لو احتفظ بأسهم تحقق خسائر وتنخفض في قيمتها، وهي نتيجة لـ "أثر التصرف" أيضاً التي تجعل الفرد يحتفظ بالأسهم الخاسرة حتى لا يرى الخسائر محققة أمام عينه، وهو ما يدفعه إلى الشعور بالندم لاحقاً لهذا التصرف.

أي أن المستثمرون وفق العينة محل الدراسة في سوق دمشق لديهم شعور بالخوف من تحقق الخسارة أكثر من شعورهم بالرضا في حال حققوا ربح من ارتفاع سعر السهم.

وتليها بالمرتبة الثانية العبارة (لا تقوم بشراء الأسهم التي انخفضت قيمتها) بمتوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (3.89) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$)، وبانحراف معياري منخفض يدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة، وبوزن نسبي بلغ (77.8%) أي أن (77.8%) من المستثمرين لا يقومون بشراء الأسهم التي انخفضت قيمتها.

يمكن تفسير النتيجة بعدم شراء الأسهم التي انخفضت قيمتها؛ أن المستثمرون يحاولون تجنب الندم على القرار المتخذ في المستقبل في حال لم ترتفع أسعار الأسهم.

كما كان المتوسط الحسابي لكل من بقية عبارات عامل تحيز الندم أكبر من المتوسط الحيادي بفرق جوهري مما يدل على المستوى المرتفع لعبارات تحيز الندم.

في حين بلغ المتوسط الحسابي لعامل تحيز الندم ككل (3.838) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$) وبانحراف معياري منخفض بلغ (0.47) ويدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذا العامل، حيث أن (76.77%) من المستثمرين يتأثرون بعامل تحيز الندم في قراراتهم الاستثمارية في المصارف.

رابعاً : تقييم أثر عامل تحيز القطيع:

جدول رقم (15) اختبار ستودنت لتقييم أثر عامل تحيز القطيع

العبارة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	T المحسوبة	Sig.	الوزن النسبي
قرارات المستثمرين الآخرين باختيار نوع الأسهم وحجم التداول في الأسهم لها تأثير هام على قراراتك الاستثمارية	4.03	.688	14.696	.000	80.60%
قرارات المستثمرين الآخرين ورأي الأفراد المحيطة بك فيما يخص قرار اختيار المصرف المعني للاستثمار به لها تأثير هام على قراراتك الاستثمارية	3.94	.708	12.973	.000	78.80%
عادة ما تقوم باتخاذ ردود فعل سريعة تجاه التغيرات التي تحدث في قرارات المستثمرين الآخرين وتقوم بإتباعهم واتخاذ قرارات استثمارية مماثلة	3.92	.691	13.002	.000	78.40%
قرارات المستثمرين الآخرين فيما يتعلق ببيع وشراء الأسهم المختارة لديهم تؤثر في قرارك الاستثماري.	4.00	.681	14.397	.000	80.00%
تقوم بالتريث ببيع أو شراء الأوراق المالية منتظراً رد فعل السوق المالي عند ورود إشاعات سواء إيجابية أم سلبية حول المصرف المستثمر به	3.77	.657	11.502	.000	75.40%
عامل تحيز القطيع ككل	3.9313	.49996	18.250	.000	78.63%

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

يظهر جدول رقم(15) اختبار ستودنت من خلال تحليل إجابات أفراد عينة الدراسة أن أقوى عبارات عامل تحيز القطيع المؤثر في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كانت العبارة (قرارات المستثمرين الآخرين باختيار نوع الأسهم وحجم التداول في الأسهم لها تأثير هام على قراراتك الاستثماري) بأعلى متوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (4.03) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($sig=0<0.05$)، وبانحراف معياري منخفض بلغ (0.688) ويدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة ، مما يعني أن هناك موافقة من قبل أفراد العينة على هذه العبارة وبأعلى وزن نسبي بلغ (80.6%) أي ان (80.6%) من المستثمرين تتأثر قراراتهم بقرارات الآخرين فيما يتعلق ببيع وشراء الأسهم المختارة لديهم .

يظهر أن هذا العامل حقق استجابات عالية في فقراته وكانت درجة اتفاق الآراء في عينة الدراسة كبيرة ومتقاربة في المدى الذي حققه هذا العامل، إذ أن المستثمرين يرغبون في المشاركة مع المستثمرين الآخرين في قراراتهم. وهذا يؤكد بأن قرارات المستثمرين تكون معتمدة على الخبرات الشخصية والمتأثرة أساساً بقرار المستثمرين.

وتليها بالمرتبة الثانية العبارة (قرارات المستثمرين الآخرين فيما يتعلق ببيع وشراء الأسهم المختارة لديهم تؤثر في قرارك الاستثماري) بمتوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (4.00) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$)، وبانحراف معياري منخفض يدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة ، وبوزن نسبي بلغ (80%) أي أن (80%) من المستثمرين تتأثر قراراتهم بقرارات الآخرين يتعلق ببيع وشراء الأسهم المختارة لديهم.

كما كان المتوسط الحسابي لكل من بقية عبارات عامل تحيز القطيع أكبر من المتوسط الحيادي بفرق جوهري مما يدل على المستوى المرتفع لعبارات تحيز القطيع .

في حين بلغ المتوسط الحسابي لعامل تحيز القطيع ككل (3.93) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$) وبانحراف معياري منخفض بلغ (0.499) ويدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذا العامل ، حيث ان (78.63%) من المستثمرين يتأثرون بعامل تحيز القطيع في قراراتهم الاستثمارية في المصارف .

خامساً : تقييم أثر عامل تحيز الثقة المفرطة:

جدول رقم (16) اختبار ستودنت لتقييم أثر عامل تحيز الثقة المفرطة

العبارة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	T المحسوبة	Sig.	الوزن النسبي
تشعر بأنك على ثقة أكبر بقراراتك وآرائك الاستثمارية من قرارات وآراء الآخرين سواء أصدقائك، زملائك أم المحللين الماليين ذو الخبرة	4.14	.535	20.776	.000	83%
تتخذ قرارك الاستثماري اعتماداً على خبرتك وثقتك بقراراتك.	4.22	.609	19.271	.000	84.4%
تقوم بتوظيف خبراتك في تحديد التوقيت المناسب	4.20	.592	19.842	.000	84%
تشعر بالتفاؤل عند القيام بالاستثمار في الأسهم	4.20	.619	19.290	.000	84%

لديك القدرة على اختيار وشراء الأسهم للمصارف الخاصة التي سيصبح أداؤها أعلى من أداء السوق، والتنبؤ بعائداتها بشكل أفضل من الآخرين	4.13	.585	18.846	.000	83%
تقوم بالتجارة بالأسهم بشكل مكثف، حيث تقوم ببيع وشراء الأسهم بشكل مبالغ فيه	4.08	.574	18.482	.000	82%
عادة ما تشعر بالقلق عند الاستثمار في أسهم كانت قد شهدت أداءً سلبياً في الماضي عند التداول بها	4.08	.610	17.405	.000	82%
عامل الثقة المفرطة ككل	4.14	.374	30.080	.000	83%

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

يظهر جدول اختبار ستودنت رقم 16 من خلال تحليل إجابات أفراد عينة الدراسة أن أقوى عبارات عامل الثقة المفرطة المؤثرة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كانت العبارة (تتخذ قرارك الاستثماري اعتماداً على خبرتك وثقتك بقراراتك) بأعلى متوسط حسابي بلغت قيمته (4.29) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث (sig=0<0.05)، وبانحراف معياري منخفض بلغ (0.631) ويدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة ، مما يعني أن هناك موافقة من قبل أفراد العينة على هذه العبارة وبأعلى وزن نسبي بلغ (85.8%) أي أن (85.8%) من المستثمرين يتخذون قراراتهم الاستثمارية اعتماداً على خبراتهم وثقتهم بقراراتهم .

وتليها بالمرتبة الثانية العبارة (لديك القدرة على اختيار وشراء الأسهم للمصارف الخاصة التي سيصبح أداؤها أعلى من أداء السوق، والتنبؤ بعائداتها بشكل أفضل من الآخرين) بمتوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (4.24) وهو أعلى من المتوسط الحيادي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث (sig=0<0.05)، وبانحراف معياري منخفض يدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة ، وبوزن نسبي بلغ (84.8%) أي أن (84.8%) من المستثمرين لديهم القدرة على اختيار وشراء الأسهم للمصارف الخاصة التي سيصبح أداؤها أعلى من أداء السوق، والتنبؤ بعائداتها بشكل أفضل من الآخرين. كما كان المتوسط الحسابي لكل من بقية عبارات عامل تحيز الثقة المفرطة أكبر من المتوسط الحيادي بفرق جوهري مما يدل على المستوى المرتفع لعبارات الثقة المفرطة.

في حين بلغ المتوسط الحسابي لعامل الثقة المفرطة ككل (4.11) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث (sig=0<0.05)، وبانحراف معياري منخفض بلغ (0.462) ويدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذا العامل ، حيث ان (82.23%) من المستثمرين يتأثرون بعامل الثقة المفرطة في قراراتهم الاستثمارية في المصارف .

أي أن المستثمرون في السوق لديهم ثقة عالية في قراراتهم من خلال اجاباتهم، وهذه الثقة تدل على أن المستثمرون متفائلون إجمالاً، وقد تعني أنهم لا يتعلمون من أخطائهم لأنهم لا يرون الثقة الزائدة كتحييز أو كخطأ يؤثر على اتخاذ قراراتهم.

سادساً : تقييم أثر عامل تحيز المحاسبة العقلية:

جدول رقم (17) اختبار ستودنت لتقييم أثر عامل تحيز المحاسبة العقلية

الوزن النسبي	Sig.	T المحسوبة	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	العبارات
71.20%	.000	7.203	.765	3.56	تقوم بمعاملة كل عنصر من عناصر محفظتك الاستثمارية بشكل مستقل ومنفصل عن الآخر
71.80%	.000	8.087	.719	3.59	لا تهتم بأداء محفظتك الاستثمارية ككل وإنما يتركز اهتمامك بالعائد المحقق من كل عنصر من عناصر المحفظة بشكل منفصل
71.40%	.000	7.625	.736	3.57	تقوم بتقسيم استثمارك ضمن محفظة استثمار آمنة ومحفظة مخصصة لغرض المضاربة، للتحوط من العوائد السلبية التي قد تنتج عن استثمارات المضاربة.
69.40%	.000	6.097	.753	3.47	تقوم بصرف المال الذي يكون مصدره الهبة أو المكافأة بشكل أسهل وأسرع من قرار صرفك لنفس القيمة من المال والذي يكون مصدره العمل اليومي.
68.20%	.000	5.534	.719	3.41	تشعر بالتردد من بيع الأسهم التي كانت عوائدها مرتفعة ككل في الماضي على الرغم من أن أسعارها الحالية قد انخفضت
70.42%	.000	9.823	.51950	3.5208	عامل المحاسبة العقلية ككل

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

يظهر جدول اختبار ستودنت رقم (17) من خلال تحليل إجابات أفراد عينة الدراسة أن أقوى عبارات عامل المحاسبة العقلية المؤثر في القرار الاستثماري في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كانت العبارة (لا تهتم بأداء محفظتك الاستثمارية ككل وإنما يتركز اهتمامك بالعائد المحقق من كل عنصر من عناصر المحفظة بشكل منفصل) بأعلى متوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (3.59) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$)، وبانحراف معياري منخفض بلغ (0.719) ويدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة ، مما يعني أن هناك موافقة من قبل أفراد العينة على هذه العبارة وبأعلى وزن نسبي بلغ (71.8%) أي أن (71.8%) من المستثمرين يقومون بتقسيم استثماراتهم ضمن محفظة استثمار آمنة للتحوط من العوائد السلبية.

أي أن عامل تحيز الحساب العقلي له أثر على قرارات الاستثمار لدى المستثمرين، ويمكن تفسير هذا التأثير بالتحيز على أنه عندما يتم شراء السهم، يتم إنشاء حساب عقلي جديد له خاص بالسهم المشتري، وحسب دالة القيمة تكون النقطة المرجعية الطبيعية عند الشخص هي سعر شراء الأصل. ويتم تحديد "الأرباح والخسائر" حسب هذه النقطة المرجعية بشكل مستمر عند كل تغيير في السعر عن سعر الشراء الأولي.

وتليها بالمرتبة الثانية العبارة (تقوم بتقسيم استثمارك ضمن محفظة استثمار آمنة ومحفظة مخصصة لغرض المضاربة، للتحوط من العوائد السلبية التي قد تنتج عن استثمارات المضاربة) بمتوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (3.57) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$) ، وبانحراف معياري منخفض يدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة ، وبوزن نسبي بلغ (71.4%) أي أن (71.4%) من المستثمرين يتركز اهتمامهم بالعائد المحقق من كافة عناصر المحفظة الاستثمارية بشكل منفصل ولا يهتمون بأداء المحفظة ككل. كما كان المتوسط الحسابي لكل من بقية عبارات عامل تحيز المحاسبة العقلية أكبر من المتوسط الحيادي بفرق جوهري مما يدل على المستوى المرتفع لعبارات المحاسبة العقلية .

تدل نتائج عبارات تحيز "المحاسبة العقلية" على عدم الكفاءة وعدم الاتساق في اتخاذ القرارات لأن المستثمرين قد يتجاهلون علاقات الارتباط والروابط المهمة بين الاستثمارات المختلفة.

في حين بلغ المتوسط الحسابي لعامل المحاسبة العقلية ككل (3.52) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$) ، وبانحراف معياري منخفض بلغ (0.519) ويدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذا العامل ، حيث أن (70.42%) من المستثمرين يتأثرون بعامل المحاسبة العقلية في قراراتهم الاستثمارية في المصارف .

سابعاً : تقييم أثر عامل تحيز الاستدلال:

جدول رقم (18) اختبار ستودنت لتقييم أثر عامل تحيز الاستدلال

العبارة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	T المحسوبة	Sig.	الوزن النسبي
تقوم عادة بالتنبؤ بالتغيرات المستقبلية التي تطرأ على أسعار الأسهم بالاعتماد على أسعار الأسهم الحالية.	3.08	.721	1.133	.260	61.60%
تعتمد بشكل أساسي على المعلومات والبيانات المالية المحدثة وتوقعات السوق الأخيرة للمصرف الذي سوف تقوم بالاستثمار فيه	3.84	.586	14.100	.000	76.80%
من المحتمل أن تباع أسهمك بعد أن تصل إلى أعلى سعر قد وصلت له خلال العام السابق	3.15	.649	2.203	.030	63.00%
تأخذ بالاعتبار الأداء الماضي لأسهم المصرف الذي تريد شراء أسهمه لأنك تعتقد أن الأداء الجيد يستمر في المستقبل	3.38	.637	5.772	.000	67.60%
تفضل الاستثمار في الأوراق المالية التي سبق وأن حققت الاستثمار فيها ربحاً لك	3.39	.569	6.639	.000	67.80%
تفضل عند التداول شراء الأسهم النشطة "الساخنة" للشركات المدرجة في السوق وتتجنب شراء الأسهم التي تتصف بضعف الأداء خلال الفترات السابقة	3.30	.634	4.665	.000	66.00%
تفضل الاستثمار في الأسهم المحلية في سوق دمشق للأوراق المالية عن الأسهم في بورصات أخرى، بسبب توفر المعلومات المتعلقة بأسهم الشركات المحلية	3.36	.651	5.489	.000	67.20%
تفضل الاستثمار في أسهم المصارف بسبب توفر معلومات أكثر عن القطاع المصرفي وبسبب الثقة الأكبر بقطاع المصارف	3.36	.600	5.950	.000	67.20%
عامل تحيز الاستدلال ككل	3.3608	.43090	8.205	.000	67.22%

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

يظهر جدول اختبار ستودنت رقم 18 من خلال تحليل إجابات أفراد عينة الدراسة أن أقوى عبارات عامل تحيز الاستدلال المؤثر في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كانت العبارة (تعتمد بشكل أساسي على المعلومات والبيانات المالية المحدثة وتوقعات السوق الأخيرة للمصرف الذي سوف تقوم بالاستثمار فيه) بأعلى متوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (3.84) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$) ، وبانحراف معياري منخفض بلغ (0.58) ويدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة ، مما يعني أن هناك موافقة من قبل أفراد العينة على هذه العبارة وبأعلى وزن نسبي بلغ (76.8%) أي أن (76.8%) من المستثمرين يعتمدون على المعلومات والبيانات المالية المحدثة للمصرف الذي سيستثمرون به.

أي أن نسبة كبيرة من المستثمرون في السوق يعتمدون على المعلومات المحدثة للمصارف عند اتخاذ قرار الاستثمار، وهذا يدل على أن تأثير تحيز الاستدلال ضمن هذه العبارة منخفض لأنهم يقومون بتحديث معلوماتهم بشكل مستمر ويطورون من معلوماتهم بناء على المعلومات الجديدة المتوفرة عن الشركة ولا يتوقفون عند المعلومات السابقة.

وتليها بالمرتبة الثانية العبارة (تفضل الاستثمار في الأوراق المالية التي سبق وأن حقق الاستثمار فيها ربحاً لك) بمتوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (3.39) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$) ، وبانحراف معياري منخفض يدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة ، وبوزن نسبي بلغ (67.8%) أي أن (67.8%) من المستثمرين يفضلون الاستثمار في الأوراق المالية التي سبقت وأن حققت ربحاً لهم. تظهر النتيجة أن الأرباح السابقة تعتبر نقطة مرجعية للمستثمر عند اتخاذ قرار التداول في نفس الأوراق المالية السابقة.

العبارة (تفضل الاستثمار في الأسهم المحلية في سوق دمشق للأوراق المالية عن الأسهم في بورصات أخرى، بسبب توفر المعلومات المتعلقة بأسهم الشركات المحلية) بمتوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (3.36) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$) ، وبانحراف معياري منخفض يدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذه العبارة ، وبوزن نسبي بلغ (67.20%) أي أن (67.20%) من المستثمرين يفضلون الاستثمار في الأوراق المالية التي سبقت وأن حققت ربحاً لهم.

تظهر النتيجة رغبة المستثمرون بالاستثمار في الأسهم المحلية أكثر من رغبتهم بالاستثمار في الأسهم في بورصات خارجية وهذا يرجع إلى ثقتهم بالمعلومات الداخلية التي يمتلكونها ورغبتهم في استخدامها لمحاولة تحقيق أرباح غير عادية وبالتالي يصبح الأفراد متأثرون بتحيز الاستدلال من خلال استخدام ما بحوزتهم من معلومات علة نحو كبير متجاهلين بذلك ضرورة التنوع.

كما كان المتوسط الحسابي لكل من بقية عبارات عامل تحيز الاستدلال أكبر من المتوسط الحيادي بفرق جوهري ، مما يدل على المستوى المرتفع لعبارات عامل تحيز الاستدلال، فيما عدا العبارة الأولى (تقوم عادة بالتنبؤ بالتغيرات المستقبلية التي تطرأ على أسعار الأسهم بالاعتماد على أسعار الأسهم الحالية) فقد كانت بمستوى متوسط.

في حين بلغ المتوسط الحسابي لعامل تحيز الاستدلال ككل (3.36) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$) وبانحراف معياري منخفض بلغ (0.43) ويدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذا العامل ، حيث أن (67.22%) من المستثمرين يتأثرون بعامل تحيز الاستدلال في قراراتهم الاستثمارية في المصارف .

• ترتيب عوامل التحيز السلوكي المؤثرة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

جدول رقم (19) لتقييم عوامل التحيز السلوكي في القرار الاستثماري للمستثمرين حسب أهميتها النسبية

المرتبة	الوزن النسبي	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	العبارات
2	81.15%	.47623	4.0577	تحيز تجنب الخسارة
5	75.00%	.39869	3.7500	تحيز الاعتماد المرجعي
4	76.77%	.47153	3.8384	تحيز الندم
3	78.63%	.49996	3.9313	تحيز القطيع
1	82.23%	.46201	4.1116	تحيز الثقة المفرطة
6	70.42%	.51950	3.5208	تحيز المحاسبة العقلية
7	67.22%	.43090	3.3608	تحيز الاستدلال
	75.90%	.16199	3.7950	السلوك الاستثماري

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

يظهر جدول تقييم عوامل التحيز السلوكي في القرار الاستثماري للمستثمرين حسب أهميتها النسبية من خلال تحليل إجابات أفراد عينة الدراسة أن أقوى عوامل التحيز السلوكي المؤثرة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كان عامل (تحيز الثقة المفرطة) بأعلى متوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (4.11) وهو أعلى من المتوسط الحيادي لمقياس ليكرت الخماسي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$)، وبانحراف معياري منخفض بلغ (0.46) ويدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذا العامل وبأعلى أهمية نسبية بلغت (82.23%) أي أن (82.23%) من المستثمرين يتأثر قرارهم الاستثماري بالعوامل السلوكية المتعلقة بتحيز الثقة المفرطة

ويليه بالمرتبة الثانية عامل (تحيز تجنب الخسارة) بمتوسط حسابي بلغت قيمته وفق مقياس ليكرت الخماسي (4.0577) وهو أعلى من المتوسط الحيادي البالغ (3) وذلك بفرق دال إحصائياً حيث ($\text{sig}=0<0.05$) ، وبانحراف معياري منخفض يدل على تجانس إجابات أفراد عينة الدراسة حول تقييم هذا العامل ، وبأهمية نسبية بلغت (81.15%) أي ان (81.15%) من المستثمرين يتأثر قرارهم الاستثماري بالعوامل السلوكية المتعلقة بتحيز تجنب الخسارة.

وبالمرتبة الثالثة كان عامل (تحيز القطيع) بمتوسط حسابي بلغت قيمته (3.93) وهو أعلى من المتوسط الحيادي بفرق دال إحصائياً وبأهمية نسبية بلغت (78.63%) أي ان (78.63%) من المستثمرين يتأثر قرارهم الاستثماري بالعوامل السلوكية المتعلقة بتحيز القطيع.

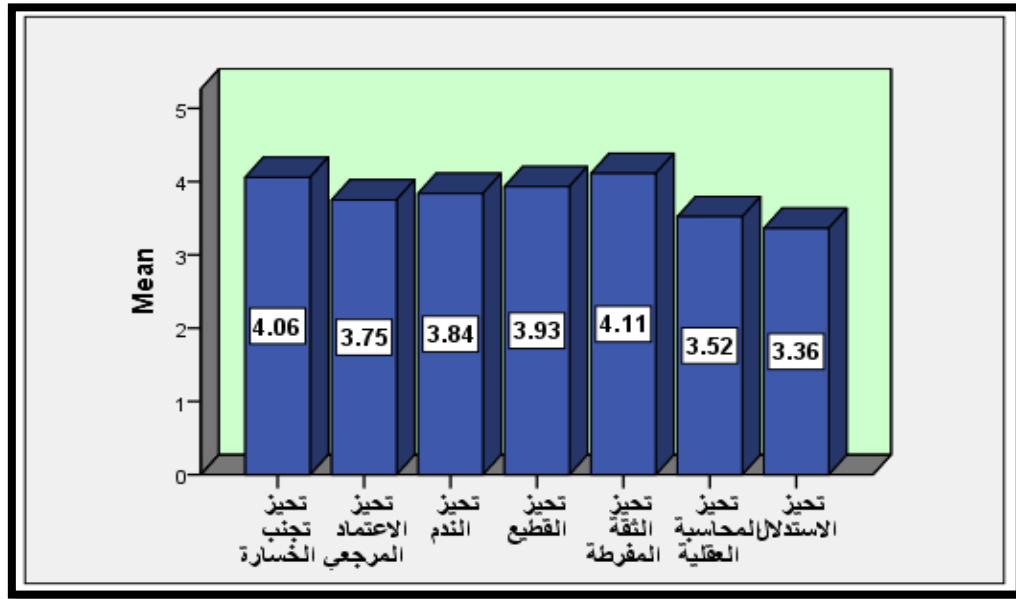
وبالمرتبة الرابعة كان عامل (تحيز الندم) بمتوسط حسابي بلغت قيمته (3.84) وهو أعلى من المتوسط الحيادي بفرق دال إحصائياً ، وبأهمية نسبية بلغت (76.77%) أي ان (76.77%) من المستثمرين يتأثر قرارهم الاستثماري بالعوامل السلوكية المتعلقة بتحيز الندم.

وبالمرتبة الخامسة كان عامل (تحيز الاعتماد المرجعي) بمتوسط حسابي بلغت قيمته (3.75) وهو أعلى من المتوسط الحيادي بفرق دال إحصائياً ، وبأهمية نسبية بلغت (75%) أي ان (75%) من المستثمرين يتأثر قرارهم الاستثماري بالعوامل السلوكية المتعلقة بتحيز الاعتماد المرجعي.

وبالمرتبة السادسة كان عامل (تحيز المحاسبة العقلية) بمتوسط حسابي بلغت قيمته (3.52) وهو أعلى من المتوسط الحيادي بفرق دال إحصائياً ، وبأهمية نسبية بلغت (70.4%) أي ان (70.4%) من المستثمرين يتأثر قرارهم الاستثماري بالعوامل السلوكية المتعلقة بتحيز المحاسبة العقلية.

وبالمرتبة السابعة والأخيرة كان عامل (تحيز الاستدلال) بمتوسط حسابي بلغت قيمته (3.36) وهو أعلى من المتوسط الحيادي بفرق دال إحصائياً ، وبأهمية نسبية بلغت (67.22%) أي ان (67.22%) من المستثمرين يتأثر قرارهم الاستثماري بالعوامل السلوكية المتعلقة بتحيز الاستدلال.

رسم الأعمدة البيانية لتقييم متغيرات الدراسة



• التحقق من فرضيات الدراسة إحصائياً:

قاعدة اتخاذ القرار في اختبار الفرضيات:

عندما تكون قيمة القيمة الاحتمالية (Sig.) أكبر من مستوى الدلالة (0.05) نرفض الفرضية البديلة.

وعندما تكون قيمة القيمة الاحتمالية (Sig.) أصغر من مستوى الدلالة (0.05) نقبل الفرضية البديلة.

التحقق من الفرضية الفرعية الأولى :

H1-1: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز تجنب الخسارة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات

المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟

جدول (20) معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط واختبار النموذج للفرضية الفرعية الأولى

معامل ارتباط بيرسون R	معامل التحديد R^2	معامل التحديد المعدل	F المحسوبة	القيمة الاحتمالية Sig.	النتيجة عند مستوى الدلالة 0.05
0.427	0.183	0.174	21.001	.000	نموذج الانحدار الخطي دال إحصائياً

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS).

تبين من جدول معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط رقم (20) أن قيمة معامل ارتباط بيرسون بلغت (0.427) والتي تشير لوجود علاقة ارتباط طردية بين المتغير المستقل والمتغير التابع ، كما بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0.174) والتي تدل على أن التغير في مستوى تحيز تجنب الخسارة كمتغير وحيد يفسر (17.4 %) من التغير في قرار استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة ، والباقي يعود تفسيره لمتغيرات أخرى لم يتضمنها نموذج الانحدار في هذه المرحلة، كما تبين أن قيمة إحصائية فيشر F المحسوبة لتحليل تباين الانحدار (21.001) وأن القيمة الاحتمالية المقابلة لها كانت أصغر من مستوى الدلالة المعتمد في اختبار الفرضيات البالغ (0.05) حسب معيار فيشر مما يدل على جودة نموذج الانحدار الخطي البسيط وأن خط الانحدار يلائم البيانات.

جدول رقم (21)

جدول معاملات الانحدار الخطي البسيط للفرضية الفرعية الأولى

ثابتة الانحدار	معامل الانحدار B	T المحسوبة	القيمة الاحتمالية.Sig.	النتيجة عند مستوى الدلالة 0.05
3.205	0.145	4.58	0	معامل الانحدار معنوي

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS).

تبين من جدول تحليل الانحدار البسيط رقم (21) أن قيمة ثابتة خط الانحدار بلغت (3.205) التي تدل على مستوى المتغير التابع عندما يندم المتغير المستقل ، كما تبين أن قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت (0.145) والتي تدل على مقدار التغير في قرارات استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة عندما يرتفع مستوى تحيز تجنب الخسارة بمقدار درجة واحدة وقد بلغت قيمة إحصائية ستودنت T المحسوبة المتعلقة باختبار معنوية معامل الانحدار الخطي (5.33) وأن القيمة الاحتمالية المقابلة لها كانت أصغر من مستوى الدلالة المعتمد في اختبار الفرضيات البالغ (0.05) حسب معيار فيشر .

نجد أن المعطيات الإحصائية السابقة تقودنا إلى قبول الفرضية البديلة المختبرة مع قابلية تعميم النتيجة على مجتمع الدراسة ومفادها :

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعامل تحيز تجنب الخسارة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .

وتكون معادلة التقدير كما يلي:

$$Y = a + b X$$

(تحيز تجنب الخسارة) $Y = 3.205 + 0.145 X$ القرار الاستثماري

التحقق من الفرضية الفرعية الثانية :

H1-2 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز الاعتماد المرجعي في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟

جدول (22) معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط واختبار النموذج للفرضية الفرعية الثانية

معامل ارتباط بيرسون R	معامل التحديد R^2	معامل التحديد المعدل	F المحسوبة	القيمة الاحتمالية Sig.	النتيجة عند مستوى الدلالة 0.05
0.306	0.094	0.084	9.7	.002	نموذج الانحدار الخطي دال إحصائياً

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS).

تبين من جدول معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط رقم (22) أن قيمة معامل ارتباط بيرسون بلغت (0.306) والتي تشير لوجود علاقة ارتباط طردية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، كما بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0.084) والتي تدل على أن التغير في مستوى تحيز الاعتماد المرجعي كمتغير وحيد يفسر (8.4 %) من التغير في قرار استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة، والباقي يعود تفسيره لمتغيرات أخرى لم يتضمنها نموذج الانحدار في هذه المرحلة، كما تبين أن قيمة إحصائية فيشر F المحسوبة لتحليل تباين الانحدار (9.7) وأن القيمة الاحتمالية المقابلة لها كانت أصغر من مستوى الدلالة المعتمد في اختبار الفرضيات البالغ (0.05) حسب معيار فيشر مما يدل على جودة نموذج الانحدار الخطي البسيط وأن خط الانحدار يلائم البيانات.

جدول رقم(23)

جدول معاملات الانحدار الخطي البسيط للفرضية الفرعية الثانية

ثابتة الانحدار	معامل الانحدار	T	القيمة	النتيجة عند مستوى
	B	المحسوبة	الاحتمالية.Sig.	الدلالة 0.05
3.328	0.124	3.12	0.002	معامل الانحدار معنوي

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS).

تبين من جدول تحليل الانحدار البسيط رقم (23) أن قيمة ثابتة خط الانحدار بلغت (3.328) التي تدل على مستوى المتغير التابع عندما يندفع المتغير المستقل ، كما تبين أن قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت(0.124) والتي تدل على مقدار التغير في قرارات استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة عندما يرتفع مستوى تحيز الاعتماد المرجعي بمقدار درجة واحدة وقد بلغت قيمة إحصائية ستودنت T المحسوبة المتعلقة باختبار معنوية معامل الانحدار الخطي (3.12) وأن القيمة الاحتمالية المقابلة لها كانت أصغر من مستوى الدلالة المعتمد في اختبار الفرضيات البالغ (0.05) حسب معيار فيشر .

نجد أن المعطيات الإحصائية السابقة تقودنا إلى قبول الفرضية البديلة المختبرة مع قابلية تعميم النتيجة على مجتمع الدراسة ومفادها:

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعامل تحيز الاعتماد المرجعي في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .

وتكون معادلة التقدير كما يلي:

$$Y = a + b X$$

$$Y = 3.328 + 0.124 X \text{ (تحيز الاعتماد المرجعي) القرار الاستثماري}$$

التحقق من الفرضية الفرعية الثالثة :

H1-3 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز الندم في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟

جدول (24) معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط واختبار النموذج للفرضية الفرعية الثالثة

معامل ارتباط بيرسون R	معامل التحديد R^2	معامل التحديد المعدل	F المحسوبة	القيمة الاحتمالية Sig.	النتيجة عند مستوى الدلالة 0.05
0.355	0.126	0.116	13.5	.000	نموذج الانحدار الخطي دال إحصائياً

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS).

تبين من جدول معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط رقم (24) أن قيمة معامل ارتباط بيرسون بلغت (0.355) والتي تشير لوجود علاقة ارتباط طردية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، كما بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0.116) والتي تدل على أن التغير في مستوى تحيز الندمكمتغير وحيد يفسر (11.6 %) من التغير في قرار استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة ، والباقي يعود تفسيره لمتغيرات أخرى لم يتضمنها نموذج الانحدار في هذه المرحلة، كما تبين أن قيمة إحصائية فيشر F المحسوبة لتحليل تباين الانحدار (13.5) وأن القيمة الاحتمالية المقابلة لها كانت أصغر من مستوى الدلالة المعتمد في اختبار الفرضيات البالغ (0.05) حسب معيار فيشر مما يدل على جودة نموذج الانحدار الخطي البسيط وأن خط الانحدار يلائم البيانات.

جدول رقم (25)

جدول معاملات الانحدار الخطي البسيط للفرضية الفرعية الثالثة

ثابتة الانحدار	معامل الانحدار B	T المحسوبة	القيمة الاحتمالية Sig.	النتيجة عند مستوى الدلالة 0.05
3.327	0.122	3.67	0	معامل الانحدار معنوي

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS).

تبين من جدول تحليل الانحدار البسيط رقم (25) أن قيمة ثابتة خط الانحدار بلغت (3.327) التي تدل على مستوى المتغير التابع عندما ينعلم المتغير المستقل، كما تبين أن قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت (0.122)

والتي تدل على مقدار التغير في قرارات استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة عندما يرتفع مستوى تحيز الندم بمقدار درجة واحدة، وقد بلغت قيمة إحصائية ستودنت T المحسوبة المتعلقة باختبار معنوية معامل الانحدار الخطي (3.67) وأن القيمة الاحتمالية المقابلة لها كانت أصغر من مستوى الدلالة المعتمد في اختبار الفرضيات البالغ (0.05) حسب معيار فيشر.

نجد أن المعطيات الإحصائية السابقة تقودنا إلى قبول الفرضية البديلة المختبرة مع قابلية تعميم النتيجة على مجتمع الدراسة ومفادها :

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعامل تحيز الندم في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .
وتكون معادلة التقدير كما يلي:

$$Y = a + b X$$

$$Y = 3.327 + 0.122 X \text{ (تحيز الندم) القرار الاستثماري}$$

التحقق من الفرضية الفرعية الرابعة :

H1-4 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعامل تحيز القطيع في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟
جدول (26) معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط واختبار النموذج للفرضية الفرعية الرابعة

معامل ارتباط بيرسون R	معامل التحديد R^2	معامل التحديد المعدل 0.147	F المحسوبة	القيمة الاحتمالية Sig.	النتيجة عند مستوى الدلالة 0.05
0.395	0.156	0.147	17.4	.000	نموذج الانحدار الخطي دال إحصائياً

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS).

تبين من جدول معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط رقم (26) أن قيمة معامل ارتباط بيرسون بلغت (0.395) والتي تشير لوجود علاقة ارتباط طردية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، كما بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0.147) والتي تدل على أن التغير في مستوى تحيز القطيع كمتغير وحيد يفسر (14.7 % من التغير في قرار استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة، والباقي يعود تفسيره

لمتغيرات أخرى لم يتضمنها نموذج الانحدار في هذه المرحلة، كما تبين أن قيمة إحصائية فيشر F المحسوبة لتحليل تباين الانحدار (17.4) وأن القيمة الاحتمالية المقابلة لها كانت أصغر من مستوى الدلالة المعتمد في اختبار الفرضيات البالغ (0.05) حسب معيار فيشر مما يدل على جودة نموذج الانحدار الخطي البسيط وأن خط الانحدار يلائم البيانات.

جدول رقم(27)جدول معاملات الانحدار الخطي البسيط للفرضية الفرعية الرابعة

ثابتة الانحدار	معامل الانحدار	T	القيمة	النتيجة عند مستوى
	B	المحسوبة	الاحتمالية.Sig.	الدلالة 0.05
3.292	0.128	4.17	.000	معامل الانحدار معنوي

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS).

تبين من جدول تحليل الانحدار البسيط رقم (27) أن قيمة ثابتة خط الانحدار بلغت (3.292) التي تدل على مستوى المتغير التابع عندما ينعدم المتغير المستقل ، كما تبين أن قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت(0.128) والتي تدل على مقدار التغيير في قرارات استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة عندما يرتفع مستوى تحيز القطيع بمقدار درجة واحدة وقد بلغت قيمة إحصائية ستودنت T المحسوبة المتعلقة باختبار معنوية معامل الانحدار الخطي (4.17) وأن القيمة الاحتمالية المقابلة لها كانت أصغر من مستوى الدلالة المعتمد في اختبار الفرضيات البالغ (0.05) حسب معيار فيشر. نجد أن المعطيات الإحصائية السابقة تقودنا إلى قبول الفرضية البديلة المختبرة مع قابلية تعميم النتيجة على مجتمع الدراسة ومفادها :

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعامل تحيز القطيع في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .
وتكون معادلة التقدير كما يلي:

$$Y = a + b X$$

$$Y = 3.292 + 0.128 X \text{ (تحيز القطيع)}$$

التحقق من الفرضية الفرعية الخامسة :

H1-5 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعامل تحيز الثقة المفرطة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟

جدول (28) معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط واختبار النموذج للفرضية الفرعية الخامسة

معامل ارتباط بيرسون R	معامل التحديد R^2	معامل التحديد المعدل	F المحسوبة	القيمة الاحتمالية Sig.	النتيجة عند مستوى الدلالة 0.05
0.486	0.236	0.228	29.1	.000	نموذج الانحدار الخطي دال إحصائياً

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS).

تبين من جدول معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط رقم(28) أن قيمة معامل ارتباط بيرسون بلغت (0.486) والتي تشير لوجود علاقة ارتباط طردية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، كما بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0.228) والتي تدل على أن التغير في مستوى تحيز الثقة المفرطة كمتغير وحيد يفسر (22.8 %) من التغير في قرار استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة، والباقي يعود تفسيره لمتغيرات أخرى لم يتضمنها نموذج الانحدار في هذه المرحلة، كما تبين أن قيمة إحصائية فيشر F المحسوبة لتحليل تباين الانحدار (29.1) وأن القيمة الاحتمالية المقابلة لها كانت أصغر من مستوى الدلالة المعتمد في اختبار الفرضيات البالغ (0.05) حسب معيار فيشر مما يدل على جودة نموذج الانحدار الخطي البسيط وأن خط الانحدار يلئم البيانات.

جدول رقم(29)

جدول معاملات الانحدار الخطي البسيط للفرضية الفرعية الخامسة

ثابتة الانحدار	معامل الانحدار B	T المحسوبة	القيمة الاحتمالية Sig.	النتيجة عند مستوى الدلالة 0.05
3.094	0.17	5.39	.000	معامل الانحدار معنوي

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS).

تبين من جدول تحليل الانحدار البسيط رقم (29) أن قيمة ثابتة خط الانحدار بلغت (3.094) التي تدل على مستوى المتغير التابع عندما يندم المتغير المستقل ، كما تبين أن قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت (0.17) والتي تدل على مقدار التغير في قرارات استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة عندما يرتفع مستوى تحيز الثقة المفرطة بمقدار درجة واحدة وقد بلغت قيمة إحصائية ستودنت T المحسوبة المتعلقة باختبار معنوية معامل الانحدار الخطي (5.39) وأن القيمة الاحتمالية المقابلة لها كانت أصغر من مستوى الدلالة المعتمد في اختبار الفرضيات البالغ (0.05) حسب معيار فيشر .

نجد أن المعطيات الإحصائية السابقة تقودنا إلى قبول الفرضية البديلة المختبرة مع قابلية تعميم النتيجة على مجتمع الدراسة ومفادها:

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعامل تحيز الثقة المفرطة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .
وتكون معادلة التقدير كما يلي:

$$Y = a + b X$$

$$Y = 3.094 + 0.17 X \text{ (تحيز الثقة المفرطة) القرار الاستثماري}$$

التحقق من الفرضية الفرعية السادسة:

H1-6 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعامل تحيز المحاسبة العقلية في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟
جدول (30) معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط واختبار النموذج للفرضية الفرعية السادسة

معامل ارتباط بيرسون R	معامل التحديد R^2	معامل التحديد المعدل	F المحسوبة	القيمة الاحتمالية Sig.	النتيجة عند مستوى الدلالة 0.05
0.31	0.096	0.086	9.97	.002	نموذج الانحدار الخطي دال إحصائياً

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS).

تبين من جدول معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط رقم (30) أن قيمة معامل ارتباط بيرسون بلغت (0.31) والتي تشير لوجود علاقة ارتباط طردية بين المتغير المستقل والمتغير التابع ، كما بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0.086) والتي تدل على أن التغير في مستوى تحيز المحاسبة العقلية كمتغير وحيد يفسر (8.6

(%) من التغير في قرار استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة، والباقي يعود تفسيره لمتغيرات أخرى لم يتضمنها نموذج الانحدار في هذه المرحلة، كما تبين أن قيمة إحصائية فيشر F المحسوبة لتحليل تباين الانحدار (9.97) وأن القيمة الاحتمالية المقابلة لها كانت أصغر من مستوى الدلالة المعتمد في اختبار الفرضيات البالغ (0.05) حسب معيار فيشر مما يدل على جودة نموذج الانحدار الخطي البسيط وأن خط الانحدار يلائم البيانات.

جدول رقم(31)

جدول معاملات الانحدار الخطي البسيط للفرضية الفرعية السادسة

ثابتة الانحدار	معامل الانحدار	T	القيمة	النتيجة عند مستوى
	B	المحسوبة	الاحتمالية.Sig.	الدلالة 0.05
3.455	0.097	3.15	.002	معامل الانحدار معنوي

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS).

تبين من جدول تحليل الانحدار البسيط رقم (31) أن قيمة ثابتة خط الانحدار بلغت (3.455) التي تدل على مستوى المتغير التابع عندما يندم المتغير المستقل ، كما تبين أن قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت(0.097) والتي تدل على مقدار التغير في قرارات استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة عندما يرتفع مستوى تحيز المحاسبة العقلية بمقدار درجة واحدة وقد بلغت قيمة إحصائية ستودنت T المحسوبة المتعلقة باختبار معنوية معامل الانحدار الخطي (3.15) وأن القيمة الاحتمالية المقابلة لها كانت أصغر من مستوى الدلالة المعتمد في اختبار الفرضيات البالغ (0.05) حسب معيار فيشر. نجد أن المعطيات الإحصائية السابقة تقودنا إلى قبول الفرضية البديلة المختبرة مع قابلية تعميم النتيجة على مجتمع الدراسة ومفادها:

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعامل تحيز المحاسبة العقلية في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

وتكون معادلة التقدير كما يلي:

$$Y = a + b X$$

(تحيز المحاسبة العقلية) $Y = 3.455 + 0.097 X$ القرار الاستثماري

التحقق من الفرضية الفرعية السابعة :

H1-7 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعامل تحيز الاستدلال في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟

جدول (32) معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط واختبار النموذج للفرضية الفرعية السابعة

معامل ارتباط بيرسون R	معامل التحديد R^2	معامل التحديد المعدل	F المحسوبة	القيمة الاحتمالية Sig.	النتيجة عند مستوى الدلالة 0.05
0.141	0.02	0.01	1.91	.17	نموذج الانحدار الخطي دال إحصائياً

المصدر : إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS).

تبين من جدول معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط رقم (32) أن قيمة معامل ارتباط بيرسون بلغت (0.141) والتي تشير لوجود علاقة ارتباط طردية ضعيفة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، كما بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0.01) والتي تدل على أن التغير في مستوى تحيز الاستدلال كمتغير وحيد يفسر (1%) من التغير في قرار استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة، والباقي يعود تفسيره لمتغيرات أخرى لم يتضمنها نموذج الانحدار في هذه المرحلة، كما تبين أن قيمة إحصائية فيشر F المحسوبة لتحليل تباين الانحدار (1.91) وأن القيمة الاحتمالية المقابلة لها كانت أكبر من مستوى الدلالة المعتمد في اختبار الفرضيات البالغ (0.05) حسب معيار فيشر.

جدول رقم (33)

جدول معاملات الانحدار الخطي البسيط للفرضية الفرعية السابعة

ثابتة الانحدار	معامل الانحدار B	T المحسوبة	القيمة الاحتمالية Sig.	النتيجة عند مستوى الدلالة 0.05
3.616	0.053	1.38	.17	معامل الانحدار غير معنوي

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS).

تبين من جدول تحليل الانحدار البسيط رقم (33) أن قيمة ثابتة خط الانحدار بلغت (3.616) التي تدل على مستوى المتغير التابع عندما ينعلم المتغير المستقل ، كما تبين أن قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت (0.053) والتي تدل على مقدار التغير في قرارات استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة عندما يرتفع مستوى تحيز الاستدلال بمقدار درجة واحدة وقد بلغت قيمة إحصائية ستودنت T المحسوبة المتعلقة باختبار معنوية معامل الانحدار الخطي (1.38) وأن القيمة الاحتمالية المقابلة لها كانت أكبر من مستوى الدلالة المعتمد في اختبار الفرضيات البالغ (0.05) حسب معيار فيشر .

نجد أن المعطيات الإحصائية السابقة تقودنا إلى رفض الفرضية البديلة المختبرة مع قابلية تعميم النتيجة على مجتمع الدراسة ومفادها:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعامل تحيز الاستدلال في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .
وتكون معادلة التقدير كما يلي:

$$Y = a + b X$$

$$Y = 3.616 + 0.053 X \text{ (تحيز الاستدلال) القرار الاستثماري}$$

التحقق من الفرضية الرئيسية:

H1 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعوامل التحيز السلوكي في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات

المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى الدلالة (0.05)؟

لاختبار أثر عوامل التحيز السلوكي في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية سيتم استخدام الانحدار المتعدد المتدرج والذي يبين ترتيب دخول المتغيرات المستقلة في معادلة الانحدار حسب أهميتها ، وسوف يتم أولاً اختبار أهم شروط تطبيق الانحدار المتعدد التالية :

1- البيانات كمية : وهذا الشرط محقق لأن البيانات كمية وفق مقياس ليكرت الخماسي المستخدم في أداة الدراسة.

2- حجم العينة : $n = 50 + 8k$ ، حيث k: عدد المتغيرات المستقلة وهنا عددها سبعة متغيرات ، وبالتالي يصبح حجم العينة المطلوب كحد أدنى :

$$n = 50 + 8 * 7 = 50 + 56 = 106$$

ونجد أن حجم العينة المستخدمة في الدراسة والبالغ (96) مفردة قريب جداً من الحجم المطلوب وهو مناسب لاستخدام الانحدار المتعدد.

3- عدم وجود مشكلة الازدواج (التعدد) الخطي -Multicollinearity- بين متغيرات الدراسة :
وسيتحقق من هذا الشرط من خلال معدل تضخم التباين (VIF) ضمن اختبار الفرضية لاحقاً حيث عندما تكون قيمه بين (1 - 10) وأقرب إلى الواحد الصحيح عندها تنتهي مشكلة الازدواج (التعدد) الخطي بين المتغيرات.

4- استقلالية الأخطاء المعيارية (البواقي) : والذي يؤكد خطية الارتباط ، وسيتحقق من هذا الشرط من خلال إحصائية درين واتسون (Durbin-Watson) ضمن اختبار الفرضية ، حيث عندما تكون قيمه بين (0.2 - 2.5) وأقرب إلى القيمة (2) تكون الأخطاء المعيارية (البواقي) مستقلة .(Kutner 2004).

الجدول رقم (34) جدول معاملات الارتباط لنموذج الانحدار الخطي المتعدد التدريجي

Model Summary ^d								
Durbin-Watson	Change Statistics			Std. Error	Adjusted R Square	R Square	R	Model
	Sig. F Change	F Change	R Square Change					
1.97	.000	29.109	.236	.14230	.228	.236	.486	1
	.000	26.529	.169	.12620	.393	.406	.637	2
	.000	27.706	.138	.11123	.529	.543	.737	3
	.000	34.119	.125	.09538	.653	.668	.817	4
	.000	68.234	.143	.07233	.801	.811	.901	5
	.000	58.961	.075	.05641	.879	.886	.941	6

الجدول رقم (35) جدول معاملات الانحدار لنموذج الانحدار الخطي المتعدد التدريجي

Collinearity Statistics			Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients		Model
Sig	VIF	Tolerance	Beta	Std. Error	B	
				.008	.009	(Constant)
.000	1.072	.933	.405	.001	.142	تحيز الثقة المفرطة
.000	1.026	.975	.413	.001	.142	تحيز الندم
.000	1.030	.971	.439	.001	.142	تحيز القطع
.000	1.041	.960	.458	.001	.143	تحيز المحاسبة العقلية
.000	1.085	.922	.419	.001	.142	تحيز تجنب الخسارة
.000	1.099	.910	.353	.001	.143	تحيز الاعتماد المرجعي

تبين من تحليل الانحدار الخطي المتعدد التدريجي الذي يظهر أهمية كل متغير مستقل على حدا في المساهمة في النموذج الرياضي (Stepwise Multiple Regression) : بما أن Sig المقابلة لBeta أصغر من 0.05، فمعاملات الانحدار لنموذج الانحدار الخطي المتعدد التدريجي معنوية وذات دلالة إحصائية. علماً أنه تم حذف تحيز الاستدلال لعدم معنوية المعلمة بما أن Sig المقابلة للتحيز أكبر من 0.05.

-تحقق باقي شروط استخدام الانحدار المتعدد :

حيث تبين أن قيم إحصائية معامل تضخم التباين (VIF) لاختبار وجود مشكلة التعدد الخطي (الازدواج الخطي) تراوحت بين (1-1.081) أي لم تتجاوز القيمة (5) مما يدل على عدم وجود مشكلة التعدد الخطي بين متغيرات نموذج الانحدار.

كما كانت قيمة إحصائية (Durbin-Watson) = (1.97) وقريبة من القيمة (2) مما يدل على استقلالية البواقي المعيارية.

وبالتالي فإن أهم شروط استخدام الانحدار الخطي المتعدد في هذا النموذج محققة ويمكننا تطبيق الانحدار الخطي المتعدد.

-معنوية نموذج الانحدار:

تبين أن معامل الارتباط المتعدد (بيرسون) لنموذج الانحدار المتعدد بلغ (0.94) مما يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية بين عوامل التحيز السلوكي للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبين القرار الاستثماري.

وقد بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0.879) والتي تدل على أن التباين في التحيز السلوكي لدى المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية في يفسر (87.9%) من التباين في قرار الاستثمار، كما تبين أن قيم التغير في معامل التحديد التي تعكس المساهمة النسبية لكل عامل من عوامل التحيز السلوكي في قرار الاستثمار كانت ذات دلالة معنوية لأنها أصغر من مستوى الدلالة المعتمد في اختبار الفرضيات البالغ (0.05) حسب معيار فيشر مما يدل على جودة نموذج الانحدار المتعدد.

الجدول رقم (36) جدول معاملات الارتباط بين عوامل التحيز السلوكي وقرار الاستثمار

عوامل التحيز السلوكي	معامل ارتباط بيرسون	القيمة الاحتمالية Sig.	المرتبة	النتيجة
تحيز تجنب الخسارة	0.427	.000	2	ارتباط معنوي
تحيز الاعتماد المرجعي	0.306	.002	5	ارتباط معنوي
تحيز الندم	0.355	.000	4	ارتباط معنوي
تحيز القطيع	0.395	.000	3	ارتباط معنوي
تحيز الثقة المفرطة	0.486	.000	1	ارتباط معنوي
تحيز المحاسبة العقلية	0.31	.002	6	ارتباط معنوي

ارتباط غير معنوي	7	.17	0.141	تحيز الاستدلال
------------------	---	-----	-------	----------------

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

نجد أن المعطيات الإحصائية السابقة تدعونا لقبول الفرضية الرئيسية:

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعوامل التحيز السلوكي في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

حيث تضمن النموذج أقوى عوامل التحيز السلوكي المؤثرة في قرار الاستثمار وهو (عامل تحيز الثقة المفرطة) بأكبر مساهمة تأثير نسبية في قرار استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ثم تلاه بالمرتبة الثانية (عامل تحيز تجنب الخسارة) ثم عامل (تحيز القطيع) ثم في المرتبة الرابعة عامل (تحيز الندم) ثم بالمرتبة الخامسة عامل (تحيز الاعتماد المرجعي)، وبالمرتبة السادسة والأخيرة كان أثر عامل (تحيز المحاسبة العقلية) وذلك من حيث قوة ارتباط هذه العوامل في قرار استثمار المستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

في حين كان عامل (تحيز الاستدلال) غير معنوي وارتباطه ضعيف بقرار الاستثمار.

• إضافة لاختبار الفرضيات السابقة الأساسية والفرعية تم اختبار فرضية إضافية تنص على عدم

وجود فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية الصادرة عن المصارف

حسب المتغيرات الديمغرافية التالية (الجنس - العمر - الخبرة - المؤهل العلمي):

الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف

الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب متغير الجنس عند مستوى الدلالة (0.05)؟

الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف

الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب متغير العمر عند مستوى الدلالة (0.05)؟

الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف

الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب متغير الخبرة عند مستوى الدلالة (0.05)؟

الفرضية الفرعية الرابعة: لا يوجد فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف

الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب متغير المؤهل العلمي عند مستوى الدلالة (0.05)؟

الجدول رقم (37)

جدول الإحصائيات الوصفية للتحيزات السلوكية للمستثمرين حسب الجنس

Group Statistics					
Std. Error Mean	Std. Deviation	Mean	N	متغير الجنس	التحيزات السلوكية
.01758	.14494	3.7635	68	الذكور	
.03362	.17790	3.8714	28	الإناث	

يظهر الجدول السابق أن وجود تقارب في متوسط درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين الإناث و الذكور ولاختبار معنوية الفرق بينهما سنطبق اختبار ستودنت للعينات المستقلة كما في الجدول التالي:

جدول 38 اختبار ستودنت للفرق في التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب الجنس

Independent Samples Test								
t-test for Equality of Means						Levene's Test for Equality of Variances		التحيزات السلوكية للمستثمرين
95% Confidence Interval of the Difference		Mean Difference	Sig. (2-tailed)	Df	t	Sig.	F	
Upper	Lower							
-.0387	-.1770	-.10790-	.003	94	-3.09	.276	1.203	Equal variances assumed
-.0313	-.1844	-.10790-	.007	42.49	-2.84			Equal variances not assumed

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

يظهر الجدول السابق وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين الذكور والإناث في متوسط درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين حيث كان مستوى المعنوية المقابل لإحصائية اختبار ستودنت للفروق أصغر من مستوى الدلالة القياسي (0.05) حيث ($\text{sig}=0.003<0.05$) وبالتالي نرفض الفرضية العدمية وتقبل البديلة: يوجد فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب متغير الجنس. وهذه الفروق كانت لجهة الإناث أي أن الإناث أعلى من الذكور تأثيراً بعوامل التحيز السلوكي في قرار الاستثمار.

الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب متغير العمر عند مستوى الدلالة (0.05)؟

الجدول رقم (39)

جدول الإحصائيات الوصفية للتحيزات السلوكية للمستثمرين حسب العمر

Descriptives: التحيزات السلوكية للمستثمرين						
95% Confidence Interval for Mean		Std. Error	Std. Deviation	Mean	N	العمر
Upper Bound	Lower Bound					
3.9937	3.6396	.06888	.16872	3.8167	6	25 من أقل
3.8334	3.6926	.03362	.15034	3.7630	20	25- 30
3.8945	3.7398	.03708	.16992	3.8171	21	31-40
3.8434	3.7485	.02360	.16521	3.7959	49	فوق فما 40
3.8278	3.7622	.01653	.16199	3.7950	96	Total

يظهر الجدول السابق وجود فروق بسيطة في درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب متغير العمر، ولاختبار معنوية هذه الفروق تم تطبيق اختبار التباين وحيد الاتجاه كما في الجدول التالي:

الجدول رقم (40)

جدول اختبار تحليل التباين للفرق في الأداء الوظيفي للعاملين حسب العمر

ANOVA - التحيزات السلوكية للمستثمرين					
Sig.	F	Mean Square	Df	Sum of Squares	
.740	.419	.011	3	.034	Between Groups
		.027	92	2.459	Within Groups
			95	2.493	Total

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

تبين من جدول تحليل التباين للفروق في درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب متغير العمر أن قيمة إحصائية الاختبار المحسوبة F بلغت (0.419) وأن مستوى المعنوية المقابل لها كان أكبر من مستوى الدلالة (0.05) حيث (sig=0.74>0.05) مما يدعونا لقبول فرضية العدم:

لا يوجد فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب متغير العمر.

الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب متغير المؤهل العلمي عند مستوى الدلالة (0.05)؟

الجدول رقم(41)

جدول الإحصائيات الوصفية التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب المؤهل العلمي

Descriptives: التحيزات السلوكية للمستثمرين						
95% Confidence Interval for Mean		Std. Error	Std. Deviation	Mean	N	المؤهل العلمي
Upper Bound	Lower Bound					
4.0107	3.8357	.04165	.18154	3.9232	19	ثانوية عامة
3.8630	3.7816	.01975	.10073	3.8223	26	معهد متوسط
3.8013	3.6807	.02953	.16441	3.7410	31	جامعة
3.8106	3.6621	.03331	.11048	3.7364	11	ماجستير
3.8179	3.5887	.04969	.14908	3.7033	9	دكتوراه
3.8278	3.7622	.01653	.16199	3.7950	96	Total

يظهر الجدول السابق وجود فروق ملحوظة في درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب متغير المؤهل العلمي، ولاختبار معنوية هذه الفروق تم تطبيق اختبار التباين وحيد الاتجاه كما في الجدول التالي:

الجدول رقم(42)

جدول اختبار تحليل التباين للفروق في الأداء الوظيفي للعاملين حسب المؤهل العلمي

ANOVA - التحيزات السلوكية للمستثمرين					
Sig.	F	Mean Square	Df	Sum of Squares	
.000	6.22	.134	4	.535	Between Groups
		.022	91	1.958	Within Groups
			95	2.493	Total

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

تبين من جدول تحليل التباين للفروق في درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب متغير المؤهل العلمي أن قيمة إحصائية الاختبار المحسوبة F بلغت (6.22) وأن مستوى المعنوية المقابل لها كان أصغر من مستوى الدلالة (0.05) حيث ($\text{sig}=0 < 0.05$) مما يدعونا لرفض فرضية العدم وقبول البديلة:

يوجد فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب متغير المؤهل العلمي.

ولتحديد اتجاه هذه الفروق سوف نستخدم اختبار بونفيريوني للمقارنات الثنائية المتعددة كما في الجدول التالي :

الجدول رقم(43)

جدول اختبار بونفوريوني للفرق في التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب المؤهل العلمي

Multiple Comparisons						
Dependent Variable: السلوك الاستثماري						
Bonferroni						
95% Confidence Interval		Sig.	Std. Error	Mean Difference (I-J)	(J) المؤهل العلمي	(I) المؤهل العلمي
Upper Bound	Lower Bound					
.2282	-.0265-	.251	.04427	.10085	معهد متوسط	ثانوية عامة
.3051	.0592	.000	.04273	.18219*	بكالوريوس	
.3467	.0269	.011	.05557	.18679*	ماجستير	
.3906	.0491	.004	.05935	.21982*	دكتوراه	
.0265	-.2282-	.251	.04427	-.10085-	ثانوية عامة	معهد متوسط
.1936	-.0309-	.398	.03900	.08134	بكالوريوس	
.2377	-.0658-	1.000	.05275	.08594	ماجستير	
.2822	-.0442-	.387	.05672	.11897	دكتوراه	
-.0592-	-.3051-	.000	.04273	-.18219*	ثانوية عامة	بكالوريوس
.0309	-.1936-	.398	.03900	-.08134-	معهد متوسط	
.1527	-.1435-	1.000	.05147	.00460	ماجستير	
.1974	-.1221-	1.000	.05554	.03763	دكتوراه	
-.0269-	-.3467-	.011	.05557	-.18679*	ثانوية عامة	ماجستير
.0658	-.2377-	1.000	.05275	-.08594-	معهد متوسط	
.1435	-.1527-	1.000	.05147	-.00460-	بكالوريوس	
.2227	-.1566-	1.000	.06592	.03303	دكتوراه	
-.0491-	-.3906-	.004	.05935	-.21982*	ثانوية عامة	دكتوراه
.0442	-.2822-	.387	.05672	-.11897-	معهد متوسط	
.1221	-.1974-	1.000	.05554	-.03763-	بكالوريوس	
.1566	-.2227-	1.000	.06592	-.03303-	ماجستير	

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

تبين من جدول اختبار بونفوريوني للفرق في درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب متغير المؤهل العلمي وجود فروق جوهرية في متوسط درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين بين حملة الشهادة الثانوية وباقي فئات المؤهل العلمي ولمصلحة هذه الفئات، في حين تكافأت باقي فئات المؤهل العلمي فيما بينها بمتوسط درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين.

أي أن حملة الشهادة الثانوية أعلى من باقي الفئات تأثراً بعوامل التحيز السلوكي في قرار الاستثمار. الفرضية الفرعية الرابعة: لا يوجد فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب متغير الخبرة عند مستوى الدلالة (0.05)؟

الجدول رقم(44)

جدول الإحصائيات الوصفية التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب الخبرة

Descriptives: التحيزات السلوكية للمستثمرين						
95% Confidence Interval for Mean		Std. Error	Std. Deviation	Mean	N	الخبرة
Upper Bound	Lower Bound					
3.9607	3.8201	.03413	.17405	3.8904	26	سنوات 5 من أقل
3.8234	3.7360	.02139	.11909	3.7797	31	5-10
3.8064	3.6936	.02737	.13957	3.7500	26	10 –15
3.8508	3.6108	.05507	.19856	3.7308	13	فوق فما 15
3.8278	3.7622	.01653	.16199	3.7950	96	Total

يظهر الجدول السابق وجود فروق ملحوظة في درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب متغير الخبرة ، ولاختبار معنوية هذه الفروق تم تطبيق اختبار التباين وحيد الاتجاه كما في الجدول التالي:

الجدول رقم(45)

جدول اختبار تحليل التباين للفروق في الأداء الوظيفي للعاملين حسب الخبرة

ANOVA – التحيزات السلوكية للمستثمرين					
Sig.	F	Mean Square	Df	Sum of Squares	
.003	5.01	.117	3	.350	Between Groups
		.023	92	2.143	Within Groups
			95	2.493	Total

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

تبين من جدول تحليل التباين للفروق في درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب متغير الخبرة أن قيمة إحصائية الاختبار المحسوبة F بلغت (5.01) وأن مستوى المعنوية المقابل لها كان أصغر من مستوى الدلالة (0.05) حيث ($\text{sig}=0.003 < 0.05$) مما يدعونا لرفض فرضية العدم وقبول البديلة:

يوجد فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب متغير الخبرة.

ولتحديد اتجاه هذه الفروق سوف نستخدم اختبار بونفوريوني للمقارنات الثنائية المتعددة كما في الجدول التالي :

الجدول رقم (46) جدول اختبار بونفوريوني للفرق في التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب الخبرة

Multiple Comparisons						
Dependent Variable: السلوك الاستثماري						
Bonferroni						
95% Confidence Interval		Sig.	Std. Error	Mean Difference (I- J)	(J)سنوات الخبرة	(I)سنوات الخبرة
Upper Bound	Lower Bound					
.2201	.0013	.046	.04059	.11071*	5-10	أقل من 5 سنوات
.2545	.0262	.008	.04233	.14038*	10 – 15	
.2994	.0198	.016	.05184	.15962*	15فما فوق	
-.0013-	-.2201-	.046	.04059	-.11071-*	أقل من 5 سنوات	5-10
.1391	-.0798-	1.000	.04059	.02968	10 – 15	
.1849	-.0871-	1.000	.05043	.04891	15فما فوق	
-.0262-	-.2545-	.008	.04233	-.14038-*	أقل من 5 سنوات	10 – 15
.0798	-.1391-	1.000	.04059	-.02968-	5-10	
.1590	-.1206-	1.000	.05184	.01923	15فما فوق	
-.0198-	-.2994-	.016	.05184	-.15962-*	أقل من 5 سنوات	15فما فوق
.0871	-.1849-	1.000	.05043	-.04891-	5-10	
.1206	-.1590-	1.000	.05184	-.01923-	10 – 15	
*. The mean difference is significant at the 0.05 level.						

المصدر : إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات تحليل البيانات وفق برنامج (SPSS.v24).

تبين من جدول اختبار بونفوريوني للفرق في درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين حسب متغير الخبرة وجود فروق جوهرية في متوسط درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين بين فئة المستثمرين قليلي الخبرة (أقل من 5 سنوات) وبين وباقي فئات الخبرة ولمصلحة هذه الفئات. في حين تكافأت باقي فئات الخبرة فيما بينها بمتوسط درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين.

أي أن فئة المستثمرين قليلي الخبرة (أقل من 5 سنوات) أعلى من باقي الفئات تأثراً بعوامل التحيز السلوكي في قرار الاستثمار.

نتائج الدراسة :

من خلال التحليل الاحصائي لبيانات أفراد عينة الدراسة ظهرت النتائج التالية :

1- أقوى عبارات عامل تجنب الخسارة المؤثر في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كانت العبارة (تفضل ضياع فرصة ربح محتملة عوضاً عن تحقيق خسارة نتيجة انخفاض قيمة السهم السوقية في حال الاستثمار فيه) حيث وجد أن (84.4%) من المستثمرين يفضلون ضياع فرص الربح مقارنة بتحقيق خسارة في الأسهم المملوكة، وهذا يدل على

أن أفراد العينة محل الدراسة متجنبين للخسارة لأنهم يحاولون تفادي تكبد الخسائر عن طريق بيع الأسهم الرابحة بشكل مبكر جداً، لأنهم يعتقدون أنهم طالما قادرين الآن على استرداد قيمتهم المالية، فهم بذلك لا يخسرون، وهذا يؤيد فرضية "أثر التصرف" التي سبق ذكرها في الفصل الثاني.

2- العبارة الثانية من عبارات عامل تجنب الخسارة الأكثر أثراً في قرارات المستثمرين كانت العبارة (تقوم ببيع الأسهم التي ارتفعت قيمتها السوقية بشكل سريع) حيث 80% من المستثمرين الأفراد ممن يحملون أسهم لمصارف خاصة وجد أنهم يتأثرون يفضلون القيام ببيع الأسهم عندما ترتفع قيمتها السوقية على الفور بدلاً من الانتظار إلى حين ارتفاع قيمتها بشكل أكبر، فيقومون بالبيع سريعاً خوفاً من خسائر لاحقة في حال حدث العكس، وهذا دليل على تأثر المستثمرون بتحيز تجنب الخسارة وارتفاع عامل تجنب الخسارة لديهم.

كما أن أغلب النتائج الخاصة بعامل تحيز "تجنب الخسارة" تبين التالي:

- المستثمرون الأفراد في سوق دمشق للأوراق المالية يتأثرون كثيراً بالخسارة المحققة ويشعرون بالندم من تحقيق الخسائر وبالتالي يصبح معامل تجنب الخسارة لديهم مرتفع جداً خاصة بعد تحقيق خسائر سابقة، وهذا التأثير بالخسارة وارتفاع الوزن النسبي الممنوح للخسارة مقارنة بالربح قد يعزى إلى الوضع الحالي للسوق وعدم استقراره الاقتصادي، فينتاب المستثمرون الخوف المستمر من الخسائر نتيجة عدم وجود نمط معين ونمطي للأسعار.

- نتائج العبارات الخاصة بتحقيق الأرباح السابقة لعملية الاستثمار؛ كالعبارة التالية " عند تحقيقك لأرباح كبيرة عند الاستثمار في أسهم مصرف أو شركة ما تقوم بشراء أسهم مماثلة" تدل هذا أن الأفراد يتأثرون بتحقيق الأرباح بشدة وهذا يدفعهم لزيادة الاستثمار في الصناعات والأسهم المماثلة، وهذا يفسر لماذا يقوم الأفراد المتأثرون بالأرباح المحققة سابقاً إلى تقبل المزيد من المخاطر. وهذا عكس تضمينات "الحساسية المتناقصة" التي تفترض أن الفرد كاره للمخاطر في جانب الأرباح.

كما كان المتوسط الحسابي لكل من بقية عبارات عامل تجنب الخسارة أكبر من المتوسط الحيادي بفرق جوهري مما يدل على المستوى المرتفع لعبارات عامل تحيز تجنب الخسارة، حيث تبين أن (81.15%) من المستثمرين يتأثرون بعامل تجنب الخسارة عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

3- أقوى عبارات عامل تحيز الاعتماد المرجعي المؤثر في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كانت العبارة (سعر شراء السهم الأساسي يمثل نقطة مرجعية بالنسبة لك عند اتخاذ قرار التداول من عدمه)، حيث تبين أن (77.6%) من المستثمرين يعتبرون سعر شراء السهم الأساسي نقطة مرجعية لهم عند اتخاذ قرار التداول من عدمه، وتظهر النتيجة وفق هذه العبارة أن المستثمرين الأفراد في سوق دمشق يعتمدون على سعر الشراء الأساسي للسهم عند تقييمهم القرار الاستثماري سواء بالاحتفاظ بالسهم أم ببيعه، وهذا يدل أن النقطة المرجعية

للأفراد هنا هي سعر الشراء الأولي للسهم وهذا ما يجعلهم يقيمون سعره بالنظر إلى سعره الأساسي وليس إلى سعره الحالي أو المتوقع، فيبقى سعر الشراء الأساسي النقطة المرجعية دون أخذ باقي العوامل بعين الاعتبار.

4- وتليها بالمرتبة الثانية العبارة (تفضل البقاء على قرارك الاستثماري الحالي حتى لو كانت القرارات الأخرى أكبر احتمالاً للربح) حيث تبين أن (76%) من المستثمرين يفضلون البقاء على قرارهم الاستثماري الحالي حتى لو كانت القرارات الأخرى أكبر احتمالاً للربح، وهذا يدل على أن المستثمرين حاملِي الأسهم يتأثرون بتحيز الاعتماد المرجعي، بما أنهم يفضلون البقاء على قرارهم الاستثماري المتخذ من قبلهم مع أنه هنالك فرص استثمارية أخرى قد تكون أكثر احتمالاً لتحقيق الربح، وهذا قد يعود لتمسكهم بمعلومات معينة قد يكونون على اطلاع بها أو لأنهم متشبهين بالأسهم التي حققوا معها أرباحاً سابقة، بجميع الأحوال قد تفسر موافقة المستثمرين على العبارة بأن لديهم نقطة مرجعية معينة تؤثر على قرارهم بالتمسك باستثمارهم الحالي (ويمكن ربط نتيجة هذه العبارة بتحيز الثقة المفرطة)، حيث من الممكن أيضاً تفسير النتيجة بأن المستثمرون لديهم ثقة زائدة في قراراتهم الاستثمارية تدفعهم للتمسك به).

- تظهر أيضاً النتائج المتبقية الخاصة بتحيز الاعتماد المرجعي أن أغلب المستثمرون في سوق دمشق (العينة موضوع الدراسة) لا يقومون بعملية "فصل النتائج"، أي لا يعتبرون النقطة المرجعية الخاصة بهم تعادل 0، فالأفراد عادة يكونون أقل ميلاً لتقبل المخاطرة عندما يكونون في مجال "الأرباح"، ولكن عندما تكون النقطة المرجعية لدى الأفراد تعادل مقدار الخسائر المحققة خلال اليوم، أي عندما يقوم الشخص بـ "دمج النتائج" خلال اليوم، يصبح "محباً للمخاطرة" بما أنه يكون في هذه الحالة في مجال الخسائر، فيحاول تعويض الخسارة السابقة، وهذا ما يتجلى في نتيجة العبارة (تقبل فرصة الدخول في رهان باحتمال لربح مبلغ معين من الممكن أن يعوض خسارتك لمبلغ مماثل سابقاً) حيث وجد أن 75% من المستثمرون موافقون بشدة على هذه العبارة.

كما تبين أن (75%) من المستثمرين يتأثرون بعامل تحيز الاعتماد المرجعي في قراراتهم الاستثمارية بالنسبة باقي العبارات.

5- أقوى عبارات عامل تحيز الندم المؤثرة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كانت العبارة (ينتابك شعور بالندم عند احتفاظك لفترة طويلة بأسهم تحقق خسائر أكثر من شعورك بالندم في حال قيامك ببيع الأسهم التي تحقق مكاسب في وقت مبكر) حيث تبين أن (79%) من المستثمرين يشعرون بالندم عند احتفاظهم لفترة طويلة بأسهم تحقق خسائر أكثر من بالندم في حال بيع الأسهم التي تحقق مكاسب في وقت مبكر،

وهذا يعود للخوف من الخسارة والندم على تحقيق الخسائر، فيرى المستثمر أنه في حال باع الأسهم التي يرتفع سعرها بشكل أبكر من اللازم أقل شعور بالندم والحزن فيما لو احتفظ بأسهم تحقق خسائر وتتنخفض في قيمتها، وهي نتيجة أيضاً "لأثر التصرف" التي تجعل الفرد يحتفظ بالأسهم الخاسرة حتى لا يرى الخسائر محققة أمام عينه، وهو ما يدفعه إلى الشعور بالندم لاحقاً لهذا التصرف.

6- وتليها بالمرتبة الثانية العبارة (لا تقوم بشراء الأسهم التي انخفضت قيمتها) حيث وجد أن (77.8%) من المستثمرين في العينة المدروسة لا يقومون بشراء الأسهم التي انخفضت قيمتها، ويمكن تفسير ذلك أنه من خلال عدم شراء الأسهم التي انخفضت قيمتها؛ يحاول المستثمرون تجنب الندم على القرار المتخذ في المستقبل في حال لم ترتفع أسعار الأسهم؛ ولكن عواقب مثل هذا السلوك قد تشمل تجاهل فرص الاستثمار المتواضعة التي قد تحمل إمكانات كبيرة في المستقبل.

7- نتيجة العبارة (تفضل الاستثمار في الأسهم التابعة للمصارف أو الشركات التي ينتج عنها توزيعات للأرباح عن الاستثمار في أسهم لشركات تقوم بتدوير الأرباح مما يدفع سعرها في المستقبل للارتفاع) أظهرت توافق للمستثمرين على العبارة بنسبة 75%، حيث أن الأفراد ينظرون إلى التوزيعات النقدية كدخل مخصص للإنفاق على حين يصنفون الربح الرأسمالي الناتج عن ارتفاع أسعار الأسهم كجزء أساسي من الاستثمار واتخاذ قرار تسهيل جزء من هذه الاستثمارات بهدف الإنفاق الاستهلاكي لا يمكن اتخاذه بسهولة، على مبدأ «لا تقتل الدجاجة التي تبيض ذهباً» ومن ثم فإن المستثمرين يدفعون علاوة للأسهم ذات التوزيعات النقدية الثابتة. وهذا ما يجب على المحللين الماليين فهمه عند تقييم هذه الأسهم حيث يفضل الأفراد إنفاق التوزيعات النقدية عن تسهيل الربح الرأسمالي بهدف إنفاقه حتى لا يشعروا بالندم لبيع الأسهم وارتفاع أسعارها بشكل ملحوظ في المستقبل.

8- كما وجد أن (76.77%) من المستثمرين يتأثرون بعامل تحيز الندم في قراراتهم الاستثمارية.

- انطلاقاً من هذا المفهوم، يتجه الأفراد باتخاذ قراراتهم الاستثمارية بحيث يكون احتمال الشعور بالندم في حدوده الدنيا بعد احتساب كل الاحتمالات الممكنة.

9- أقوى عبارات عامل تحيز القطيع المؤثر في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كانت العبارة (قرارات المستثمرين الآخرين باختيار نوع الأسهم وحجم التداول في الأسهم لها تأثير هام على قراراتك الاستثمارية) حيث وجد أن (80.6%) من المستثمرين تتأثر قراراتهم بقرارات الآخرين باختيار نوع الأسهم وحجم التداول في الأسهم.

- وتليها بالمرتبة الثانية العبارة (قرارات المستثمرين الآخرين فيما يتعلق ببيع وشراء الأسهم المختارة لديهم تؤثر في قرارك الاستثماري) حيث وجد أن (80%) من المستثمرين تتأثر قراراتهم بقرارات الآخرين يتعلق ببيع وشراء الأسهم المختارة لديهم.

- كما وجد أن (78.63%) من المستثمرين يتأثرون بعامل تحيز القطيع في قراراتهم الاستثمارية.

- النتيجة تظهر أن العديد من المستثمرين حاملي الأسهم في سوق دمشق يتخذون قرارات مشابهة لبعضهم البعض ، وهذا الممكن أن يخلق تحولاً مفاجئاً ومتقلباً في الأسعار إذا غير القطيع رأيه بشأن سهم معين أو تغيرت ثقتهم في السوق ككل.

10- أقوى عبارات عامل تحيز الثقة المفرطة المؤثرة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كانت العبارة (تتخذ قرارك الاستثماري اعتماداً على خبرتك وثقتك بقراراتك) حيث كانت الموافقة على العبارة بنسبة (85.8%) وتليها بالمرتبة الثانية العبارة (لديك القدرة على اختيار وشراء الأسهم للمصارف الخاصة التي سيصبح أداؤها أعلى من أداء السوق، والتنبؤ بعائداتها بشكل أفضل من الآخرين) حيث (84.8%) من المستثمرين برأيهم لديهم القدرة على اختيار وشراء الأسهم للمصارف الخاصة التي سيصبح أداؤها أعلى من أداء السوق، والتنبؤ بعائداتها بشكل أفضل من الآخرين، كما أن النتائج وفقاً لباقي العبارات المعروضة بينت أن (82.23%) من المستثمرين يتأثرون بعامل تحيز الثقة المفرطة في قراراتهم الاستثمارية .

وتظهر النتائج أن المستثمرون في السوق لديهم ثقة عالية في قراراتهم من خلال اجاباتهم، وهذه الثقة تدل على أن المستثمرون متفائلون إجمالاً، وقد تعني أنهم لا يتعلمون من أخطائهم لأنهم لا يرون الثقة الزائدة كتحيز أو خطأ يؤثر على اتخاذ قراراتهم.

11- أقوى عبارات تحيز المحاسبة العقلية المؤثر في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كانت العبارة (لا تهتم بأداء محفظتك الاستثمارية ككل وإنما يتركز اهتمامك بالعائد المحقق من كل عنصر من عناصر المحفظة بشكل منفصل) حيث وجد أن (71.8%) من المستثمرين محل الدراسة يتركز اهتمامهم بالعائد المحقق من كافة عناصر المحفظة الاستثمارية بشكل منفصل ولا يهتمون بأداء المحفظة ككل.

ويمكن تفسير ذلك أنه عندما يتم شراء السهم، يتم انشاء حساب عقلي جديد له خاص بالسهم المشتري، وحسب دالة القيمة التي تم وصفها من قبل "كانمان وتفرسكي" تكون النقطة المرجعية الطبيعية عند الشخص هي سعر شراء الأصل، ويتم تحديد وتحديث قيم "الأرباح والخسائر" حسب هذه النقطة المرجعية بشكل مستمر عند كل تغيير يحدث في السعر عن سعر الشراء الأولي، و بالتالي عند شراء سهم جديد، يتم إنشاء حساب عقلي آخر منفصل ومستقل، مع أنه يجب ألا يكون هنالك فرق جوهري بين توزيعات العوائد للسهمين، وإنما الاختلاف يكون فقط في الأسماء .

وإنما الحالة التي تتضمن بيع السهم الأول عندما تنخفض قيمته واستخدام حصيلة البيع في شراء السهم الثاني قد تتأطر في شكل إغلاق حساب السهم الأول "بخسارة".

12- العبارة (تقوم بتقسيم استثماراتك ضمن محفظة استثمار آمنة ومحفظة مخصصة لغرض المضاربة، للتحوط من العوائد السلبية التي قد تنتج عن استثمارات المضاربة) كانت الموافقة عليها من قبل المستثمرين تعادل (71.4%). وهذا قد يدل على عدم الكفاءة وعدم الاتساق في اتخاذ القرارات لأن المستثمرين يتجاهلون علاقات الارتباط والروابط المهمة بين الاستثمارات المختلفة. كما أن (70.42%) من المستثمرين يتأثرون بعامل المحاسبة العقلية وفقاً لباقي العبارات في قراراتهم الاستثمارية.

13- من النتائج التي تبين تأثر الأفراد بالمحاسبة العقلية أيضاً، أن أغلب المستثمرون يشعرون بالتردد من بيع الأسهم التي كانت عوائدها مرتفعة ككل في الماضي على الرغم من أن أسعارها الحالية قد انخفضت وهذا يبين أن المستثمرون يتشبثون بالأسهم الخاسرة فقط لأنها كانت رابحة فيما مضى، ولأن المستثمرين يصنفونها في حساب عقلي منفصل حيث يتم تصنيفهم على أنهم "أسهم رابحة"، وقد تكون عواقب هذا التوجه خطيرة على قرارات الاستثمار حيث يتردد المستثمرون في بيع الأسهم التي تتعلق بهذا الحساب العقلي، وبعبارة أخرى، يمكن أن يتسبب تحيز المحاسبة العقلية في تردد المستثمرين في بيع الاستثمارات التي حققت مكاسب كبيرة فيما مضى، ولكن بمرور الوقت، انخفضت أسعارها.

14- أقوى عبارات عامل تحيز الاستدلال المؤثر في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كانت العبارة (تعتمد بشكل أساسي على المعلومات والبيانات المالية المحدثة وتوقعات السوق الأخيرة للمصرف الذي سوف تقوم بالاستثمار فيه) حيث وجد أن (76.8%) من المستثمرين يعتمدون على المعلومات والبيانات المالية المحدثة للمصرف أو الشركة المستهدف للاستثمار، وهذا يبين انخفاض تأثر الأفراد وفق العينة المدروسة بتحيز الاستدلال ضمن هذه العبارة لأنهم يقومون بتحديث معلوماتهم بشكل مستمر ويطورون من معلوماتهم بناء على المعلومات الجديدة المتوفرة عن الشركة ولا يتوقفون عند المعلومات السابقة.

15- العبارة (تفضل الاستثمار في الأوراق المالية التي سبق وأن حقق الاستثمار فيها ربحاً لك وجد أن (67.8%) من المستثمرين يفضلون الاستثمار في الأوراق المالية التي سبقت وأن حققت ربحاً لهم، وهذا يدل أن الأرباح المحققة مسبقاً تعتبر نقطة مرجعية للأفراد عند اتخاذ قراراتهم الاستثماري المستقبلي).

16- العبارة (تفضل الاستثمار في الأسهم المحلية في سوق دمشق للأوراق المالية عن الأسهم في بورصات أخرى، بسبب توفر المعلومات المتعلقة بأسهم الشركات المحلية) كانت تتوافق مع رأي المستثمرين بنسبة (67.20%) وتظهر النتيجة رغبة المستثمرين بالاستثمار في الأسهم المحلية أكثر من رغبتهم بالاستثمار في الأسهم في بورصات خارجية وهذا يرجع إلى ثققتهم بالمعلومات الداخلية التي يمتلكونها ورغبتهم في استخدامها لمحاولة تحقيق أرباح غير عادية وبالتالي يصبح الأفراد متأثرون بتحيز الاستدلال من خلال استخدام ما بحوزتهم من معلومات على نحو كبير متجاهلين بذلك ضرورة التنوع.

17- يقوم أغلب المستثمرون وفقاً لنتائج تحيز الاستدلال بالتنبؤ بالتغيرات المستقبلية التي تطرأ على أسعار الأسهم بالاعتماد على أسعار الأسهم الحالية وهذا يدل أن المستثمرون يستخدمون أسعار أسهم العام الحالي (عام الاستثمار)، كنقطة مرجعية للأسهم التي يستثمرون فيها دون الأخذ بعين الاعتبار

المستقبل البعيد. ومن الناحية العملية، قد لا يتمكن المستثمرون من رؤية فرص الاستثمار المحتملة التي تلوح في الأفق لأنهم يحدون أنفسهم بنطاق زمني محدود جداً، لذلك فهم قد يفقدون الكثير من العوائد المحتملة، وهذا يعكس الوضع الراهن في سوق دمشق للأوراق المالية بأن العديد من الأفراد المستثمرين

يستخدمون التقنيات اللازمة للتحليل والتنبؤ بالتغيرات في أسعار الأسهم المستقبلية بناء على الأسعار السابقة.

18- أقوى عوامل التحيز السلوكي المؤثرة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كان عامل (تحيز الثقة المفرطة) حيث (82.23%) من المستثمرين يتأثر قرارهم الاستثماري بالعوامل السلوكية المتعلقة بتحيز الثقة المفرطة، ويليه بالمرتبة الثانية عامل (تحيز تجنب الخسارة) بنسبة (81.15%) وبالمرتبة الثالثة كان عامل (تحيز القطيع) بنسبة تأثر (78.63%) ، وبالمرتبة الرابعة كان عامل (تحيز الندم) بنسبة (76.77%) ، وبالمرتبة الخامسة كان عامل (تحيز الاعتماد المرجعي) بنسبة (75%) وبالمرتبة السادسة كان عامل (تحيز المحاسبة العقلية) بنسبة (70.4%) وبالمرتبة السابعة والأخيرة كان عامل (تحيز الاستدلال) بنسبة (67.22%) .

أما بالنسبة للعوامل الديمغرافية تبين التالي:

- يوجد فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية حسب متغير الجنس، وهذه الفروق كانت لجهة الإناث أي أن الإناث أعلى من الذكور تأثراً بعوامل التحيز السلوكي في قرار الاستثمار.
- لا يوجد فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية حسب متغير العمر.
- يوجد فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية حسب متغير المؤهل العلمي، وهذه الفروق كانت لجهة حملة الشهادة الثانوية أي أن حملة الشهادة الثانوية أعلى من باقي الفئات تأثراً بعوامل التحيز السلوكي في قرار الاستثمار ، في حين تكافأت تقريباً باقي فئات المؤهل العلمي فيما بينها بمتوسط درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين.
- يوجد فروق معنوية في التحيزات السلوكية للمستثمرين في الأدوات المالية حسب متغير الخبرة، لجهة فئة المستثمرين قليلي الخبرة (أقل من 5 سنوات) أي أن فئة المستثمرين قليلي الخبرة (أقل من 5 سنوات) أعلى من باقي الفئات تأثراً بعوامل التحيز السلوكي في قرار الاستثمار، في حين تكافأت باقي فئات الخبرة فيما بينها بمتوسط درجات التحيزات السلوكية للمستثمرين.

نتائج اختبار فرضيات الدراسة:

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز تجنب الخسارة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز الاعتماد المرجعي في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز الندم في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز القطيع في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز الثقة المفرطة في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز المحاسبة العقلية في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحيز الاستدلال في القرار الاستثماري للمستثمرين في الأدوات المالية للمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الاستنتاجات:

- 1- قدمت المالية السلوكية بديل آخر لعملية تسعير الموجودات الرأسمالية من خلال استخدام العناصر والمتغيرات النفسية والاجتماعية مع المتغيرات المالية الاساسية المرتبطة بالعائد والمخاطرة، أي أن المالية السلوكية تعتبر مكملة وليست بديلة عن المالية التقليدية.
- 2- يوجد تأثير لعواطف المستثمرين تجاه الأسهم التي حققوا معها بعض المكاسب في الماضي، وهذا يؤكد على أن المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية يتوجهون للاستثمار في أوراق مالية معينة دون الأخرى.
- 3- تحكم السوق المالية في سورية عوامل و ظروف خاصة في الوضع الراهن، بسبب الظروف السياسية والاقتصادية السائدة والتي تؤدي إلى قلة حجم التداول وانخفاض عدد المستثمرين والمتعاملين في السوق المالي، وهذا ما يفسر ارتفاع نسبة تأثير التحيزات السلوكية في سلوك الأفراد بما أن الأزمات الاقتصادية تزيد من نسبة ارتكاب الأخطاء السلوكية والتأثر بها من قبل الأفراد.
- 4- تشير النتائج إلى أن عوامل الاحتمال (تجنب الخسارة، الخوف من الندم، والمحاسبة العقلية) تؤثر سلباً على الاستثمار. وبالتالي يجب على المستثمرين التفكير بعناية قبل اتخاذ قرارات الاستثمار، ولكن لا ينبغي أن يهتموا كثيراً بالخسارة المحققة في الاستثمارات السابقة عند اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية اللاحقة، مما قد يحد من انتهاز الفرص الجيدة للاستثمار ويؤثر سلباً على نفسية المستثمرين ويؤدي إلى تحقيق أداء استثماري سيئ.
- 5- تبين أن المستثمرون يتأثرون بشكل كبير بتحيز القطيع في السوق وترتبط قراراتهم نوعاً ما بغيرهم من المستثمرين ويمكن تفسير ذلك أنه غالباً ما يقلد المستثمرون تصرفات الآخرين خاصة خلال أوقات الأزمات

و حالات عدم التأكد، وهذا يؤدي لخلق دورة غير منتهية، أين سلوك القطيع و التقلبات السوقية تتصاعد بنفس الوقت عندما يصبح هنالك حالات زعر من قبل المستثمرين وانعدام للاستقرار الاقتصادي.

6- تأثر المستثمرون بالدرجة الأولى بتحيز الثقة المفرطة، مما قد يؤدي إلى سوء إدارة المستثمرين لمحافظهم الاستثمارية، فيبدأ المستثمرون في التداول أكثر من اللازم ضمن محافظهم وذلك لثقتهم بأنهم يحسنون انتقاء الربح والخاسر داخل السوق، مما يؤدي في أغلب الأوقات إلى سوء أداء الأسهم التي قاموا بشرائها على عكس أداء الأسهم التي قاموا ببيعها، وقد لا تؤدي الثقة المفرطة إلى تحقيق عوائد منخفضة فحسب بل أيضاً قد تؤدي بالمستثمرين إلى تقليل التنوع ضمن محافظهم الاستثمارية، حيث يميل المستثمرون الذين يتميزون بالثقة المفرطة إلى وضع رهانات كبيرة على أوراق مالية معينة.

7- تبين أن المستثمرين يبالغون أحياناً في تقدير مهاراتهم وامكاناتهم الشخصية في عملية التنبؤ وامتلاك المعلومات الملائمة.

8- تأثر المستثمرون بتحيز المحاسبة العقلية مما يؤدي إلى صرف جهد و طاقة و مال من قبل المستثمرين المتأثرين بالتحيز، لأنهم وفقاً لهذا التحيز يعمدون غالباً إلى تقسيم استثماراتهم ضمن محفظة استثمار آمنة ومحفظة مخصصة أخرى لغرض المضاربة على أمل التحوط من العوائد السلبية التي قد تنتج عن استثمارات المضاربة، ولكن الغالب أن قيمة ثروتهم الصافية لن تكون أكبر فيما لو لم يقوموا بهذا التقسيم وقاموا بإنشاء محفظة موحدة.

9- النتائج السابقة تدل أن المستثمرين قد يصبحون غير عقلانيين في قراراتهم الاستثمارية وقد يفقدون العديد من الفرص لبيع الأسهم الخاسرة وشراء أسهم أخرى خاصة عندما يستمرون في الخسارة وتستمر أسعارهم في الانخفاض، وبعبارة أخرى، يبدو أن المستثمرين على استعداد لبيع أسهم تزداد قيمتها عوضاً عن بيع الأسهم المتناقصة في القيمة وهذا نتيجة تأثرهم ووقوعهم بالأخطاء والتحيزات السلوكية السابق ذكرها.

10- قدم علم الاجتماع تفسير للعديد من الظواهر السوقية المرتبطة بحدوث الفقاعات والازمات من خلال ميل المستثمرين للتصرف بسلوك القطيع والتفكير الجماعي تجنباً لقضايا شخصية مثل مخاطرة السمعة وتجنب الندم على القرارات المتخذة.

11- أظهرت دراسات علم النفس الإدراكي بأن المستثمرين يميلون غالباً الى فصل الحسابات المالية والتعامل معها بشكل منفرد وليس بناء على كونها محفظة واحدة اعتماداً على مصدر الحساب المالي أو على نية انفاق هذا الحساب.

12- يميل أغلب المستثمرين لتقديم استجابات مختلفة لنفس المشكلة اذا ما قدمت بأشكال (أطر) مختلفة وهذا الميل يجعلهم يخطئون في قراراتهم الاستثمارية.

13-يقود الخوف من الندم المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية خاصة المبتدئين منهم إلى تقليد غيرهم لاعتقادهم أنهم أكثر دراية في السوق.

❖ التوصيات:

أسفرت الدراسة عن العديد من النتائج التي تلقي الضوء على دور العوامل السلوكية وأثرها في اتخاذ القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية، خاصة عند الاستثمار في أسهم قطاع البنوك، وانطلاقاً من ذلك توصي الدراسة بالتالي:

1. ضرورة إيلاء سيكولوجية المستثمرين أهمية كبيرة عند دراسة السوق وأخذ التحيزات السلوكية سيّما التي ثبت وجود أثرها في السوق بعين الاعتبار قبل التنبؤ بأداء السوق والعوائد المستقبلية.
2. قدمت المالية السلوكية فكراً جديداً وفسرت العديد من الظواهر الغريبة في أسواق رأس المال؛ وهذا يستدعي دراسة النماذج السلوكية من قبل المستثمرين والمحليين والباحثين الأكاديميين لفهم كيفية تحرك الأسواق وتطوير نماذج عددية قابلة للقياس من أجل محاولة نمذجة العوامل السلوكية وتسهيل عملية دراستها والتنبؤ به وبالتالي زيادة قدرتهم على التنبؤ الدقيق بأسعار الأصول والأدوات المالية.
3. يمكن لهذا الاتجاه البحثي وبالاستعانة بكل من الرياضيات والإحصاء التوصل إلى نماذج تعكس سلوك المتعاملين في سوق المال.
4. البحث عن عوامل سلوكية خارجية أخرى قد تكون مؤثرة أيضاً في طريقة اتخاذ المستثمرين لقراراتهم.
5. ضرورة نشر الوعي المالي والمعرفة بين المستثمرين حتى تصبح قراراتهم مبنية أكثر على قواعد علمية عوضاً عن الاستدلالات السلوكية والتي قد تؤدي إلى قرارات لا عقلانية من الممكن أن يترتب عليها حجم معين من الخسائر. وهنا يقع على عاتق الأقسام الترويجية في السوق نشر التوعية ليس فقط للمستثمرين بل لجميع أفراد المجتمع على حد سواء حول آلية عمل الأسواق المالية مما يساهم في زيادة فاعلية السوق ويساعدها على أداء دورها في التنمية والاقتصاد الوطني.
6. ينبغي على المتعاملين في سوق المال إدراك حقيقة وجود التشوهات ، فليس كل اتجاه سعري صعودي يعكس بالضرورة زيادة في قيمة المؤسسة.
7. يجب ألا يقوم المستثمرون بمحاولة تقادي الشعور بالندم عند القيام باستثمار ما عن طريق تجنب بيع الأسهم الخاسرة و بيع الأسهم الربحية، لأن هذا التصرف قد يؤدي إلى احتفاظ المستثمرين بجميع الأسهم الخاسرة مما ينعكس سلباً على الأداء الاستثماري.
8. يجب على المستثمرين عدم تقسيم محفظتهم الاستثمارية إلى حسابات منفصلة لأن قد يكون لكل عنصر من عناصر المحفظة علاقة ارتباط وثيقة بالعناصر الأخرى للمحفظة ومعالجة كل عنصر من المحفظة كعنصر مستقل يمكن أن تكون نتيجته تحقيق أداء استثماري سيء وغير صحيح.
9. يجب زيادة وعي المستثمرين بعدم الانسياق وراء الشائعات والاعتماد على مصادر معلومات وثيقة.

10. على إدارة السوق أن تقيم أسباب توجه الكثير من المستثمرين نحو شركات معينة و معدودة بالسوق، مع الكشف عن الأسباب التي أدت لتركيز تعامل المستثمرين مع شركات دون الأخرى.
11. محاولة تعريف حدود المهارات والإمكانات التي يمتلكها المستثمر وتدقيق المعلومات المتوفرة لتجنب تحيز الثقة المفرطة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية. ويتم تحقيق ذلك من خلال دراسة أهم المعتقدات والثقافات التي تؤثر تفكير الأفراد والتي تؤثر بشكل مباشر على قراراتهم الاستثمارية.
12. فهم سلوكيات المجتمع وأسباب ظهور سلوك القطيع من أجل معرفة وتحديد ما إذا كان ارتفاع وانخفاض أسعار الأسهم ناتج عن التفكير الجماعي أو عن أسباب مالية صرفه.
13. توظيف العلوم النفسية والاجتماعية في القطاعات المالية الأكاديمية والاستثمارية من خلال استخدام المتخصصين بعلم النفس والاجتماع للمساعدة في فهم وتفسير السلوكيات النفسية والاجتماعية للمستثمر في جميع المجمعات البحثية المتخصصة بالشؤون المالية والاستثمارية.

1. المراجع العربية

2. موصلي، سليمان وسليمان، عدنان. (2012-2013). الأسواق المالية. دمشق: جامعة دمشق.
3. هندي، منير إبراهيم، 2006، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.
4. بن زاير. مبارك، بن زاير. عبد الوهاب، 2017، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد الأول، الجزائر.
5. صديقي، صفية. (2012)، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل نظرية علم المال السلوكي. جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر.
6. سانية. عبد الرحمن، نعاس. صلاح الدين، بن الضب. علي، 2017، الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، بحث منشور في مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والتجارة، المجلد الأول. العدد الثاني، جامعة غرداية، الجزائر.
7. المشعل، ياسر. خضر، قيس: العقلانية بين النظرية والتطبيق، دراسة نقدية حالة سوق الصرف السورية في ظل الأزمة، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة الوادي، الجزائر، 2015.
8. منسي، عبد العاطي لاشين محمد. 2009 "التحيزات الإدراكية والمعرفية المؤثرة على المستثمرين الأفراد: دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودي"، مجلة المال والتجارة، عدد 479، ص 4-28. القاهرة.
9. جاستن فوكس "خرافة عقلانية السوق: تاريخ من المخاطر والمكاسب والأوهام في وول ستريت" الطبعة الأولى، مؤسسة هنداوي للتعليم والثقافة، 2015.
10. الزهراني. أحمد بن عبد الله، حمدي. أحمد محمد، "التحيزات السلوكية لدى المستثمرين"، 2016، المملكة العربية السعودية.
11. المعاضيدي، معن وعد الله والعباس، حسن صبحي. (2009) تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل 31(94) ص 105-129
12. هاني محمد نبيل، غراية زهير "إختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة: دراسة حالة بورصة المغرب والكويت " مجلة الأبحاث الاقتصادية والإدارية - جامعة شلف - العدد الحادي عشر جوان 2012.
13. هاغستروم، روبيرت (2007) الاستثمار في الأسهم على طريقة وورن بفت، ترجمة مروان أبو جيب، الطبعة الأولى، الرياض، مكتبة عبيكان.
14. موسى، بن منصور، وسهام، مانع. (2016) (المالية السلوكية واستخداماتها في المؤسسة الاقتصادية الحديثة. بحث مقدم للملتقى الدولي حول: التوجهات الحديثة للسياسة المالية للمؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مسيلة، يومي 14-15 نوفمبر، ص 05.
15. جبار، محفوظ، "كفاءة البورصة الجزائرية خلال فترة 1999-2001"، ص 91، 100.

2. المراجع الأجنبية

1. Kahneman, Daniel. (2011), **Thinking Fast and Slow**, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA.
2. Tversky, Amos and Daniel Kahneman, 1992. "Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, 297–323.
3. Kahneman, Daniel and Tversky, Amos. (1979). "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk". *Econometrica*, Vol. 47, No. 2. (Mar., 1979), pp. 263–292.
4. Shiller, Robert J. (2015), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, USA.
5. Akerlof, George .A and Shiller, Robert.J. (2009), **Animal Spirits**, Princeton University Press, USA, How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism Princeton.
6. Byrne, A.B. and Utkus, S.U. (2013). "Behavioural Finance – Understanding how the mind can help or hinder investment success,"*Vanguard*, pp.1–32. Available at: <https://www.vanguard.co.uk/documents/portal/literature/behavioural-finance-guide.pdf>
7. Barberis, N. and Thaler, R.H. (2003) *A Survey of Behavioural Finance*, *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, North Holland, Amsterdam, edition 1, Vol. (1).
8. *Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University, New York, USA.
9. Abdellaoui, Mohammed, Carolina Barrios, and Peter P. Wakker, 2007. "Reconciling Introspective Utility with Revealed Preference: Experimental Arguments Based on Prospect Theory", *Journal of Econometrics*, 138, 356–378.
10. Abdellaoui, Mohammed, Olivier L'Haridon, and Corina Paraschiv, 2013. "Individual vs. Couple Behavior: An Experimental Investigation of Risk Preferences", *Theory and Decision*, 75(2), 175–191.
11. Fox, C.R. (2000) Ambiguity Aversion and Comparative Ignorance. In: Kahneman, D. and Tversky, A., Eds., *Choices, Values, and Frames*, Cambridge University Press, Cambridge, 585–603. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511803475.031>
12. Köszegi, B. and Rabin, M. (2005) A Model of Reference-Dependent Preferences. *Quarterly Journal of Economics*, 121, 1133–1165.
13. Kahneman, A.T. (1992) Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*.
14. Langer, T. and Weber, M. (2001) Prospect Theory, Mental Accounting, and Differences in Aggregated and Segregated Evaluation of Lottery Portfolios. *Management Science*, 47, 716–733. <https://doi.org/10.1287/mnsc.47.5.716.10483>

15. Daniel, Hirshleifer, Subramanyam (1998) "investor psychology and security market under and overreactions" the journal of finance.
16. Starmer, C., 2000, "Developments in non-expected utility theory: The hunt for a descriptive theory of choice under risk," Journal of Economic Literature 38, 332– 382.
17. Albert, Steven M., and John Duffy, 2012 "Differences in Risk Aversion between Young and Older Adults", Neuroscience and Neuroeconomics, 2012.
18. Bonsang, Éric, and Thomas Dohmen, 2015. "Cognitive Ageing and Risk Attitude", Journal of Economic Behavior and Organization, 112, 112–126.
19. BARBERIS, Nicholas, and Ming HUANG, 2001. Mental accounting, loss aversion, and individual stock returns. The Journal of Finance, 56(4), 1247–1292.
20. BERNOULLI, Daniel, 1954. Exposition of a new theory on the measurement of risk. Econometrica, 22(1), 23–36. Translation of Bernoulli (1738) by Louise Sommer.
21. KAHNEMAN, Daniel, and Amos TVERSKY, 2000. Choices, Values, and Frames. Cambridge University Press SEWELL, Martin, 2001. <http://www.behaviouralfinance.net>
22. Kahneman, Daniel, Knetsch, Jack L. and Thaler, Richard H. (1986), Fairness and the Assumptions of Economics, The Journal of Business , The University of Chicago Press, USA, Vol.(59), No. (4).
23. Thaler, Richard. (1980), toward a positive theory of consumer choice, .Journal of Economic Behavior and Organization, USA.
24. SHILLER, Robert J., 2000. Irrational Exuberance. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
25. SHLEIFER, Andrei, 2000. Inefficient Markets: A Introduction to Behavioral Finance. Oxford: Oxford University Press.
26. THALER, Richard, 1985. Mental accounting and consumer choice. Marketing Science.
27. THALER, Richard H., 1992. The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life. Princeton University Press.
28. THALER, Richard H., 1999. Mental accounting matters. Journal of Behavioral Decision Making, 12(3), 183–206.
29. TVERSKY, Amos, and Daniel KAHNEMAN, 1981. The framing of decisions and the psychology of choice.
30. TVERSKY, Amos, and Daniel KAHNEMAN, 1986. Rational choice and the framing of decisions. The Journal of Business, 59(4), S251–S278.
31. Paravisini, Daniel, Veronica Rappoport, and Enrichetta Ravina, 2017. "Risk Aversion and Wealth: Evidence from Person-to-person Lending Portfolios", Management Science, 63(2), 279–297.

32. Prospect Theory. (n.d.). Prospect Theory. [online] Available at: <http://prospect-theory.behaviouralfinance.net>
33. Chaudhary, Amar Kumar. (2013), Impact of Behavioral Finance in Investment Decisions and Strategies: A Fresh Approach, International Journal of Management Research and Business Strategy, India, Vol. (2), No. (2).
34. Rabin, Matthew and Richard H. Thaler, 2001. "Anomalies: Risk Aversion", Journal of Economic Perspectives, 15, 219–232.
35. Kellen, David, Rui Mata, and Clinton P. Davis-Stober, 2017. "Individual Classification of Strong Risk Attitudes: An Application across Lottery Types and Age Groups", Psychonomic Bulletin and Review, 24(4), 1341–1349.
36. Von Gaudecker, Hans-Martin, Arthur van Soest, and Erik Wengström, 2011. "Heterogeneity in Risky Choice Behavior in a Broad Population," American Economic Review, 101, 664–694.
37. Oxfordbibliographies.com. (n.d.). Heuristics and Biases – Psychology – Oxford Bibliographies. [online] Available at: <http://www.oxfordbibliographies.com/view/document/obo-9780199828340/obo-9780199828340-0133.xml>.
38. Status-quo-bias.behaviouralfinance.net. (n.d.). Status Quo Bias. [online] Available at: <http://status-quo-bias.behaviouralfinance.net>
39. Doviak, P. (2016). Applying behavioral finance to ourselves. Journal of Financial Planning, 29(6), 46. Retrieved from <https://www.onefpa.org/journal/Pages/default.aspx>.
40. Heath, C., Larrick, R. P., & Wu, W. (1999). Goals as reference points, "Cognitive psychology"
41. Baker, H. K., & Ricciardi, V. (2015). Understanding: Behavioral aspects of financial planning and investing. Journal of Financial Planning. Retrieved from <https://www.onefpa.org/journal/Pages/default.aspx>
42. Hochman, G., & Yechiam, E. (in press). Loss aversion in the eye and in the heart: The autonomic nervous system's response to losses. Journal of Behavioral Decision Making.
43. Holmes, R. M., Bromiley, P., Devers, C. E., Holcomb, T. R., & McGuire, J. B. (2011). Management theory applications of prospect theory: Accomplishments, challenges, and opportunities, Journal of Management.
44. Li, S., & Liu, C.-J. (2008). Individual differences in a switch from risk-averse preferences for gains to risk-seeking preferences for losses: can personality variables predict the risk preferences? Journal of Risk Research, 11(5), 673 – 686.

45. Tom, S. M., Fox, C. R., Trepel, C., & Poldrack, R. A. (2007). The neural basis of loss aversion in decision-making under risk. *Science*, 315(5811), 515 – 518.
46. Tversky, A., & Kahneman, D. (1991). Loss aversion in riskless choice: A reference-dependent model. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 1039 – 1061.
47. Thaler, R., & Barberis, N. (2002). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, National Bureau of Economic Research. Retrieved from http://faculty.som.yale.edu/nicholasbarberis/ch18_6.pdf

**Syrian Arab Republic
Ministry of Higher Education
Damascus University
Faculty of Economics
Department of Banking and Insurance**



**Factors affecting investors' decisions while trading in banking and
financial instruments**

A survey study on a sample of Syrian private banks listed in Damascus Securities
Exchange

A thesis submitted to obtain a master degree in banking and financial sciences

Prepared by: Mary Marashly

Supervised by: Dr. Ahmad Al-Ali

Damascus 2022

الملحق

استمارة استبيان

مقدمة:

تهدف الباحثة إلى دراسة العوامل النوعية المؤثرة في عملية اتخاذ قرارات الاستثمار لدى المستثمرين الأفراد، وتتمثل العوامل النوعية محل الدراسة في "النظريات والتحيزات السلوكية النفسية" للأفراد المستثمرين في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بشكل عام، وبشكل خاص دراسة تحيزاتهم عند اتخاذ قرارات الاستثمار والتداول في أسهم القطاع المصرفي الخاص، لما للمصارف من دور هام في التأثير على الوضع الاقتصادي الكلي، وتمت دراسة أثر العوامل السلوكية بمعزل عن العوامل الكمية المؤثرة في قرارات الأفراد، حيث أن العوامل والتحيزات السلوكية قد تؤثر بشكل كبير في كيفية معالجة الأفراد لطريقة تفكيرهم عند اتخاذ قراراتهم سواء عند اتخاذ قرار الشراء، البيع أم عند اتخاذ قرار التريث وعدم التداول في الأوراق المالية.

واستكمالاً لخطوات الدراسة تقوم الباحثة بتطبيق هذه الاستبانة، حيث يكمن الهدف من هذا الاستبيان عبر الأسئلة المطروحة ضمنه؛ إلى دراسة أهم التحيزات السلوكية (تحيز التوقع-تحيز القطيع-تحيز الاستدلال-تحيز المحاسبة العقلية-تحيز الثقة المفرطة) المؤثرة في قرارات المستثمرين الأفراد (الشراء - البيع - الاحتفاظ) عند التداول في أسهم الشركات والمصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

لذا أرجو التكرم بالإجابة على فقرات الاستبانة بدقة، وبكل موضوعية، علماً أن جميع إجاباتكم لن تستخدم إلا لأغراض البحث العلمي فقط.

شاكرين لكم حسن تعاونكم

القسم الأول: المعلومات الشخصية

1- الجنس:

- ☐ ذكر
☐ أنثى

2- العمر:

أقل من 25	30 - 25	40-31	40 فما فوق
-----------	---------	-------	------------

3- الحالة الاجتماعية:

- ☐ متزوج
☐ أعذب
☐ مطلق

4- المؤهل العلمي:

ثانوية عامة	معهد متوسط	بكالوريوس	
ماجستير	دكتوراه	أخرى	

5- سنوات الخبرة:

أقل من 5 سنوات	10-5	15- 10	15 فما فوق
----------------	------	--------	------------

القسم الثاني

دراسة العوامل والتحيزات المالية السلوكية للأفراد المستثمرين عند اتخاذ قرارات الاستثمار والتداول بالأدوات المالية المصرفية

يرجى توضيح مدى شدة موافقتك أو عدم موافقتك مع الأسئلة التي تتطلب الإجابة باستخدام النطاق التالي:

5= موافق بشدة

4=موافق

3=محايد

2=غير موافق

1=غير موافق بشدة

1- دراسة أثر "تحيز التوقع" في قرارات الاستثمار:

1-1) دراسة أثر تحيز "تجنب الخسارة" في قرارات الاستثمار:

المفهوم	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
عند تعرضك لخسائر كبيرة عند الاستثمار في أسهم مصرف أو شركة ما تشعر بخيبة أمل كبيرة، وتفكر بتغيير مسار استثمارك المتبع					
عند تحقيقك لأرباح كبيرة عند الاستثمار في أسهم مصرف أو شركة ما تقوم بشراء أسهم مماثلة					
بعد تحقيقك لخسائر متتالية سابقة تتوقف عن الاستثمار وتتسحب من السوق.					
بعد تحقيقك للمكاسب المتتالية، يزداد توجهك وتقبلك للمخاطر عند اتخاذك القرار الاستثماري					
تفضل ضياع فرصة ربح محتملة في سهم ما عوضاً عن تحقيق خسارة نتيجة انخفاض قيمة السهم السوقية في حال الاستثمار فيه					
تقوم بتجنب بيع الأسهم التي انخفضت قيمتها وتفضل الاحتفاظ بها على مدى طويل الأجل					
تقوم ببيع الأسهم التي ارتفعت قيمتها السوقية بشكل سريع					

1-2) دراسة أثر تحيز الاعتماد المرجعي (Reference Dependence):

المفهوم	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
سعر شراء السهم الأساسي يمثل نقطة مرجعية بالنسبة لك عند اتخاذ قرار التداول من عدمه					
تفضل البقاء على قرارك الاستثماري الحالي حتى لو كانت القرارات الأخرى أكبر احتمالاً للربح.					
لا تعتبر حصولك على مبلغ ما كربح صافي أو قيمة مضافة في حال كانت توقعاتك السابقة بربح مبلغ أكبر.					
لا يتأثر قرارك الاستثماري بالخسائر الحالية في حال تحقيقك لأرباح على مدى السنوات السابقة.					
تقبل فرصة الدخول في رهان باحتمال لربح مبلغ معين من الممكن أن يعوض خسارتك لمبلغ مماثل سابقاً					

					تعتبر احتمال ربح مبلغ من استثمارك ولو بسيط مؤثر إيجابي عند اتخاذك قرارك الاستثماري.
					الأرباح المحققة جراء استثمارتك السابقة في أسهم مصارف معينة لها دور في تفضيل متابعة استثمارك لدى المصارف عيناها

3-1) دراسة أثر "تحيز الندم" في قرارات الاستثمار:

المفهوم	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
ينتابك شعور بالندم عند احتفاظك لفترة طويلة بأسهم تحقق خسائر أكثر من شعورك بالندم في حال قيامك ببيع الأسهم التي تحقق مكاسب في وقت مبكر					
تفضل الاستثمار في الأسهم التابعة للمصارف أو الشركات التي ينتج عنها توزيعات للأرباح عن الاستثمار في أسهم لشركات تقوم بتدوير الأرباح مما يدفع سعرها في المستقبل للارتفاع					
تلوم نفسك دائماً عندما تخسر وتفكر بالأسباب التي أدت إلى الخسارة					
تحتفظ بالأسهم التي انخفضت قيمتها ولا تقوم ببيعها					
لا تقوم بشراء الأسهم التي انخفضت قيمتها					
تستثمر في أسهم لمصارف قائمة منذ زمن ولا تفضل الاستثمار في أسهم لمصارف منشأة حديثاً أو في أسهم لمشاريع جديدة ذات مخاطرة كبيرة					

2- دراسة أثر تحيز "القطيع" في قرارات الاستثمار:

المفهوم	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
قرارات المستثمرين الآخرين باختيار نوع الأسهم وحجم التداول في الأسهم لها تأثير هام على قراراتك الاستثمارية					
قرارات المستثمرين الآخرين ورأي الأفراد المحيطة بك فيما يخص قرار اختيار المصرف المعني للاستثمار به لها تأثير هام على قراراتك الاستثمارية					

					عادة ما نقوم باتخاذ ردود فعل سريعة تجاه التغيرات التي تحدث في قرارات المستثمرين الآخرين داخل السوق وتقوم بإتباعهم واتخاذ قرارات استثمارية مماثلة
					قرارات المستثمرين الآخرين فيما يتعلق ببيع وشراء الأسهم المختارة لديهم تؤثر في قرارك الاستثماري.
					تقوم بالتريث ببيع أو شراء الأوراق المالية منتظراً رد فعل السوق المالي عند ورود إشاعات سواء إيجابية أم سلبية حول المصرف المستثمر به

3- دراسة أثر تحيز "الثقة المفرطة" في قرارات الاستثمار:

المفهوم	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
تشعر بأنك على ثقة أكبر بقراراتك وآرائك الاستثمارية من قرارات وآراء الآخرين سواء أصدقائك، زملائك أم المحللين الماليين ذو الخبرة					
تتخذ قرارك الاستثماري اعتماداً على خبرتك وثقتك بقراراتك.					
تقوم بتوظيف خبراتك التنبؤية من أجل تحديد التوقيت المناسب للدخول في السوق المالي ومن أجل جعل أداء محفظتك الاستثمارية أعلى من أداء السوق المالي					
تشعر بالتقاول عند القيام بالاستثمار في الأسهم لمصارف شهدت خسارة مؤكدة سابقاً					
تعتقد بأنه لديك القدرة على اختيار وشراء الأسهم للمصارف التي سوف يصبح أداؤها أعلى من أداء السوق، والتنبؤ بعائداتها بشكل أفضل من قدرة الآخرين على التنبؤ بها					
تقوم بالمتاجرة بالأسهم بشكل مكثف، حيث تقوم ببيع وشراء الأسهم بشكل مبالغ فيه					
عادة ما تشعر بالقلق عند الاستثمار في أسهم كانت قد شهدت أداءً سلبياً في الماضي عند التداول بها					

4- دراسة أثر تحيز " المحاسبة العقلية" في قرارات الاستثمار:

المفهوم	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
تقوم بمعاملة كل عنصر من عناصر محفظتك الاستثمارية بشكل مستقل ومنفصل عن الآخر					
لا تهتم بأداء محفظتك الاستثمارية ككل وإنما يتركز اهتمامك بالعائد المحقق من كل عنصر من عناصر المحفظة بشكل منفصل					
تقوم بتقسيم استثمارك ضمن محفظة استثمار آمنة ومحفظة مخصصة لغرض المضاربة، للتحوط من العوائد السلبية التي قد تنتج عن استثمارات المضاربة.					
تقوم بصرف المال الذي يكون مصدره الهبة أو المكافأة بشكل أسهل وأسرع من قرار صرفك لنفس القيمة من المال المتوقع عادةً والذي يكون مصدره العمل اليومي.					
تشعر بالتردد من بيع الأسهم التي كانت عوائدها مرتفعة ككل في الماضي على الرغم من أن أسعارها الحالية قد انخفضت					

5- دراسة أثر تحيز "الاستدلال" في قرارات الاستثمار

المفهوم	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
تقوم عادة بالتنبؤ بالتغيرات المستقبلية التي تطرأ على أسعار الأسهم بالاعتماد على أسعار الأسهم الحالية.					
تعتمد بشكل أساسي على المعلومات والبيانات المالية المحدثة وتوقعات السوق الأخيرة للمصرف الذي سوف تقوم بالاستثمار فيه					
من المحتمل أن تباع أسهمك بعد أن تصل إلى أعلى سعر قد وصلت له خلال العام السابق					
تأخذ بالاعتبار الأداء الماضي لأسهم المصرف الذي تريد شراء أسهمه لأنك تعتقد أن الأداء الجيد يستمر في المستقبل					

					تفضل الاستثمار في الأوراق المالية التي سبق وأن حقق الاستثمار فيها ربحاً لك
					تفضل عند التداول شراء الأسهم النشطة "الساخنة" للشركات المدرجة في السوق وتجنب شراء الأسهم التي تتصف بضعف الأداء خلال الفترات السابقة
					تفضل الاستثمار في الأسهم المحلية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عن الأسهم المدرجة في بورصات أخرى، بسبب توفر المعلومات المتعلقة بأسهم الشركات المحلية
					تفضل الاستثمار في أسهم المصارف عن أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، بسبب توفر معلومات أكثر عن القطاع المصرفي وبسبب الثقة الأكبر بقطاع المصارف