



الجمهورية العربية السورية

وزارة التعليم العالي

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

الدراسات العليا - قسم إدارة الأعمال

أثر التحيزات النفسية المعرفية في سلوك صناع القرار الاستثماري

(دراسة ميدانية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)

The Effect of Behavioral Cognitive Biases on the Behavior
of Decision Makers

(Field Study on Corporations Listed in Damascus Securities Exchange)

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال

إعداد الطالب:

علي اسماعيل

إشراف الدكتور:

مجد صقور

المدرس في قسم إدارة الأعمال

كلية الاقتصاد - جامعة دمشق

دمشق 2017



التصنيف:

الموضوع:

الجمهورية العربية السورية

وزارة التعليم العالي

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

إقرار

أنا الطالب علي اسماعيل - ماجستير إدارة الأعمال - قسم إدارة الأعمال، أصرّح بأن هذا البحث هو من إنجازي ولم يسبق أن نُشر من قبلي أو من قبل باحثين آخرين.

دمشق 2017/2/6

اسم الطالب

علي اسماعيل

التوقيع

قرار لجنة الحكم

نوقشت هذه الرسالة وأقرت بعد التعديل من قبل لجنة الحكم والمؤلفة من السادة:

أ. م. د. فواز الحموي عضواً

الأستاذ المساعد في قسم إدارة الأعمال – كلية الاقتصاد – جامعة دمشق
عميد المعهد الوطني للإدارة العامة

د. مجد صقور عضواً مشرفاً

المدرس في قسم إدارة الأعمال – كلية الاقتصاد – جامعة دمشق
عميد المعهد التقني للعلوم المالية والمصرفية

د. غذوان علي عضواً

المدرس في قسم إدارة الأعمال – كلية الاقتصاد – جامعة دمشق

الإهداء

إلى الأرواح الطاهرة التي غُمِدَت الثرى لأجل رفعة الوطن وعزّته ...

” شهداء الجيش العربي السوري “

الشكر والتقدير

إلى الدكتور مجد صقّور على المراجعة الغنيّة والملاحظات القيّمة في سياق
هذا البحث العلمي

إلى أعضاء لجنة الحكم

أ.م.د. فواز الحموي

د. غدوان علي

لتفضّلهم بقبول مناقشة وتحكيم هذه الرسالة

الفصل الأول: الإطار المنهجي للبحث		
2	تمهيد	
2	مصطلحات البحث	أولاً
4	الإطار النظري	ثانياً
12	مشكلة البحث	ثالثاً
14	أهداف البحث	رابعاً
14	أهمية البحث	خامساً
15	منهجية البحث	سادساً
16	متغيرات البحث	سابعاً
17	فرضيات وأ نموذج البحث	ثامناً
20	مجتمع وعينة البحث	تاسعاً
20	حدود ومحددات البحث	عاشراً
21	أصالة البحث	أحد عشر

الفصل الثاني: الإطار النظري للبحث		
المبحث الأول: توجهات النظرية المالية		
25	تمهيد	
26	مكونات حقل المالية المعيارية	أولاً
32	الانتقادات الموجهة إلى المدخل المعياري	ثانياً
33	التوجه السلوكي في حقل المالية	ثالثاً
38	الانتقادات الموجهة إلى حقل المالية السلوكية	رابعاً
المبحث الثاني: التحيزات النفسية المعرفية		
43	تمهيد	
44	الاستدلال في صناعة القرار	أولاً
46	المحددات المعرفية	ثانياً
47	نظرية التوقع	ثالثاً
49	أنواع التحيز النفسي المعرفي	رابعاً
المبحث الثالث: نظرية القرار الاستثماري		
61	تمهيد	
62	طبيعة وتطور صناعة القرار الاستثماري	أولاً
67	العقلانية المحدودة ونظرية القرار	ثانياً
69	النظرية السلوكية في تشكيل المحافظ الاستثمارية	ثالثاً
71	الارتباط بين التحيزات النفسية المعرفية وسلوك صنع القرار الاستثماري	رابعاً

الفصل الثالث: الإطار العملي للبحث		
المبحث الأول: وصف مجتمع وعينة الدراسة		
74	تمهيد	
74	القوانين النازمة للعمل في سوق دمشق للأوراق المالية	أولاً
76	تطور بعض مؤشرات سوق دمشق للأوراق المالية	ثانياً
77	ماهية شركات الوساطة والشركات المدرجة في السوق وطبيعة مفردات العينة	ثالثاً
77	أقسام سوق دمشق للأوراق المالية وآلية التداول	رابعاً
المبحث الثاني: الدراسة الميدانية واختبار الفرضيات		
85	تمهيد	
86	بناء أداة الدراسة، ومكوناتها، وتطويرها	أولاً
89	الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات	ثانياً
91	صدق وثبات الاستبانة	ثالثاً
95	وصف عينة الدراسة	رابعاً
101	اختبار اعتدالية التوزيع والفرضيات	خامساً
المبحث الثالث: النتائج والمقترحات		
126	النتائج	أولاً
130	العلاقة بين نتائج هذا البحث ونتائج الدراسات السابقة	ثانياً
132	المقترحات	ثالثاً
المراجع والملاحق		

رقم الجدول	عنوان الجدول	
1	نظريات المحافظ الاستثمارية	70
2	أثر التحيز النفسي المعرفي	71
3	مقياس الحكم على درجة الموافقة في الاستبانة	87
4	الارتباط وفق معامل Spearman's rho	92
5	معامل Cronbach's Alpha	93
6	قياس Split-Half test	94
7	نسب توزيع الاستبانات	95
8	درجة الموافقة والوسط الحسابي لفقرات الاستبانة	100
9	اختبارا اعتدالية التوزيع (Kolmogorov-Smirnov, Shapiro-Wilk)	103
10	اختبار Levene لتجانس التباين لمتغيرات البحث	105
11	ملخص الارتباط ومعامل Durbin-Watson	106
12	أنموذج تحليل التباين ANOVA لإدراك التحيز النفسي المعرفي	107
13	المعاملات الإحصائية للتحيز النفسي المعرفي	108
14	ملخص الارتباط ومعامل Durbin-Watson	109
15	أنموذج تحليل التباين ANOVA	112
16	المعاملات الإحصائية	113
17	إحصائيات العينات وفق الجنس	116
18	اختبار العينات المستقلة (فئتي الجنس)	117

117	إحصائيات العينات وفق الحالة الاجتماعية	19
118	اختبار العينات المستقلة (فئتي الحالة الاجتماعية)	20
119	اختبار تجانس تباين فئات المتغير الديموغرافي	21
119	تحليل التباين ANOVA لمتغير العمر	22
120	تحليل التباين ANOVA لمتغير الدرجة الأكاديمية	23
121	تحليل التباين ANOVA لمتغير التخصص	24
121	تحليل التباين ANOVA لمتغير سنوات العمل	25
122	تحليل التباين ANOVA لمتغير الدرجة الوظيفية	26
123	اختبار Hochberg لتحديد موضع الفروقات بين الفئات	27

رقم الشكل	عنوان الشكل	
1	أُموذج البحث	19
2	دالة القيمة	48
3	تحيز التأطير	51
4	تحيز المحاسبة العقلية	55
5	تحيز الإرساء والتعديل	58
6	الهيكل التنظيمي لسوق دمشق للأوراق	78
7	توزع الاستبانات	95
8	وصف عينة البحث (الجنس، العمر)	96
9	وصف عينة البحث (هيكل الخبرة، المؤهل العلمي)	97
10	وصف عينة البحث (الحالة الاجتماعية)	98
11	وصف عينة البحث (الدرجة الوظيفية، التخصص الوظيفي)	99
12	مخطط (Normal Q-Q plot) لقيم تحيز التأطير	110
13	مخطط الصندوق (Box and Whisker plot) لقيم تحيز التأطير	111

مستخلص:

عنوان الرسالة: أثر التحيزات النفسية المعرفية في سلوك صنّاع القرار الاستثماري (دراسة ميدانية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)

اسم الباحث: علي اسماعيل

تتداخل العلوم السلوكية المعرفية في عملية صناعة القرار الاستثماري من خلال التأثير على العنصر البشري صانع القرار وصاحب سلطة اتخاذ القرار. وبصرف النظر عن الأنموذج الإحصائي أو الكمّي الذي يُبنى عليه القرار الاستثماري، فإن إدراك هذا العنصر البشري لبيئة القرار الاستثماري، وسياق المعلومات التي تَرِدُ إليه في سبيل بناء القرار واختيار البديل الأنسب وغيرها، يلعب الدور الأكثر أهمية في تحديد نجاح البديل المتّبع، سواء أكان ذلك على المستوى الجزئي وفيما يتعلق بشركة محددة أو مستثمر فردي، أو على المستوى الكلي ويتعلق بانزياح الاستثمارات والثروات بين فئات المستثمرين والأسواق المالية.

درس هذا البحث سلوك صنّاع القرار الاستثماري من خلال توصيف واختبار مجموعة محددة من التحيزات النفسية المعرفية على شكل مؤشرات وهي الثقة المفرطة، والتأطير، والإرساء والتعديل، والمحاسبة العقلية، حيث افترض الباحث أنها الأكثر تأثيراً في هذا السلوك، بناءً على نتائج مقابلات أولية مهيكلّة في سوق دمشق للأوراق المالية وما قدمته الأبحاث السابقة، وتقارب طبيعة التحيزات المدروسة مع مجموعة متنوعة من التحيزات الأخرى ما سمح بتضمينها ضمن المتغيرات المدروسة.

وقد بينت نتائج البحث، إدراك صنّاع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية للعلاقة بين التحيز النفسي المعرفي وعملية صناعة القرار، كما اتضح أن أثر التحيز النفسي المعرفي الناجم عن المتغيرات المدروسة في سلوك صنّاع القرار الاستثماري هو أثر ذو دلالة إحصائية، وأن المتغيرين الديموغرافيين (الجنس، والدرجة الوظيفية) يلعبان دوراً جوهرياً في تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

الكلمات المفتاحية: المالية السلوكية، وعلم النفس المعرفي، وصناعة القرار الاستثماري، ونظرية القصور في الهواء، ونظرية التوقع، ونماذج تسعير الأصول.

الفصل الأول: الإطار المنهجي للدراسة		
2	تمهيد	
2	مصطلحات البحث	أولاً
4	الإطار النظري	ثانياً
12	مشكلة البحث	ثالثاً
14	أهداف البحث	رابعاً
14	أهمية البحث	خامساً
15	منهجية البحث	سادساً
16	متغيرات البحث	سابعاً
17	فرضيات وأنموذج البحث	ثامناً
20	مجتمع وعينة البحث	تاسعاً
20	حدود ومحددات البحث	عاشراً
21	أصالة البحث	أحد عشر

الإطار المنهجي للدراسة

تمهيد:

يظهر في حقل المالية توجّه جديد تمثله مدرسة المالية السلوكية، حيث يُلاحظ وبشكل مضطرب ضعف النماذج المعيارية الكميّة أو النماذج القائمة على العقلانية والرشد المالي في تقديم تفسيرات شاملة ومتكاملة للعديد من الظواهر والاختلالات المتكررة في الأسواق المالية فضلاً عن تلافيها، "فيُحصي الاقتصاديون في الفترة التي تلت الحرب العالمية الأولى (حتى عام 2005) أحد عشر انكماشاً اقتصادياً وكساداً واحداً وأربعة انهيارات مالية في الولايات المتحدة، ويُرجعون أسبابها إلى آليات المنهج الرأسمالي ونظرية الأسواق الحرة بشكل أساسي، كما إلى العوامل السلوكية لدى عموم المستثمرين ومنها الجشع، والخوف من الخسارة، وسلوك الحشد (Crowd Behavior)" (Thurow, 2005, p. 68)، ومع جميع محاولات تطوير هذه النماذج المعيارية الكميّة وإدخال المزيد من المتغيرات المرتبطة بها، لا يزال "هناك هُوة كبيرة بين الجانب النظري المعياري، المتمثلاً بالنماذج الرياضية المتنوعة التي حاولت تقديم تفسيرات متعددة لتقلّب أسعار الأصول والتنبؤ بهذا التقلب، والجانب العملي بسبب عدم أخذ المسببات النفسية والمعرفيّة لسلوك المستثمرين في الاعتبار، وهي التي لعبت دوراً أساسياً في قيادة تحركات أسعار الأصول في الأسواق العالمية وبخاصّة في أزمة عام 2008" (Subash, 2012, p. 1).

أولاً - مصطلحات البحث:

سيتم تعريف بعض متغيرات البحث والمصطلحات الأساسية الواردة في الإطار النظري، والتي سيعتمدها الباحث في مناقشة وتحليل موضوع هذه الدراسة ومنها:

أ- التحيزات المعرفية Cognitive Biases: تدرس على أنها "نماذج من الانحراف تحصل خلال عملية صناعة القرارات، تقود إلى تشوّه في الإدراك، أو أحكام غير دقيقة، أو تفسيرات غير منطقية، أو ما يعرف إجمالاً باللاعقلانيّة وتعد مكوناً أساسياً في عملية صناعة القرارات، كما تظهر في صيغة تفضيلات وميول بارزة في جميع مراحل عملية صناعة القرار" كما يعرفها كل من Teng & Das (1999, p. 760).

ب- صناعة القرار Decision Making: ويقصد بها تلك "العملية المعرفية التي تسفر عن اختيار مسار عمل من عدة سيناريوهات متاحة، وينتج عنها انتقاء إجراء محدد أو مسار من الإجراءات ضمن مجموعة من البدائل بناءً على معيار تم اختياره، وتكون مخرجات هذه العملية إما الإبقاء على الوضع الراهن أو تغييره تبعاً للمزايا المرتبطة به مقارنة بالبدائل المتاحة" (Wang & Ruhe, 2007, p. 73)، كما تُدرس عملية صناعة القرار في إطارين هما الإطار المعياري والإطار الوصفي وتصنّف القرارات بشكل أساسي تبعاً لدرجة المخاطرة المترافقة مع القرار المدروس (Kahneman & Tversky, 1984, p. 348).

ت- السلوك العقلاني Rationale Behavior: وهو "النمط السلوكي المناسب دائماً والمحدد مسبقاً لتحقيق الأهداف المثلى المتفق عليها في عملية صناعة القرار، وبما يقع ضمن نطاق تحدده الشروط والقيود المفروضة خلال هذه العملية" (Simon, 1972, p. 161)، ويتضمن "تطابق سلوك المستثمرين مع ما تفرضه عليهم نظرية تعظيم المنفعة المتوقعة (Expected Utility Maximization)، بما يعكس تحليلاً كاملاً للبيانات والمعلومات

المتاحة في السوق عن حركة ورقة مالية في الماضي والمستقبل، وجميع البيانات المتعلقة بهذا الأصل" (Friedman & Sandow, 2003, p. 258).

ث- الاستدلالات المعرفية Cognitive Heuristics: توصف عادة على أنها "الاستراتيجيات التي يتبعها المستثمرون بشكل متعمد في سبيل تبسيط العمليات الحكمية المتكررة التي يقومون بها، والتي تكون عادة عمليات معقدة وتستهلك وقتاً طويلاً وموارد كبيرة عند معالجتها بشكل تقليدي" وفق Gilovich et al. (2002, p. 4).

ج- الاختلالات السوقية Market Anomalies: يقصد بها "التباين أو عدم الانتظام في العوائد مقارنة بما يعتبر تغيراً طبيعياً أو اعتيادياً، أو هي الاستثناء من النظرية المعمول بها والسائدة، وتعبّر هذه الاختلالات السوقية عن ضعف كفاءة السوق المالية حيث تحصل" وفق Latif et al. (2011, p. 3)، كما يؤكد Tversky & Kahneman (1986) بأن الاختلال السوقي هو التباين عما يقرره النموذج المعياري السائد والمنتشر إلى حد لا يمكن تجاهله، والمنتظم في نتائجه بحيث لا يمكن اعتباره خطأ عشوائياً، والأساسي جداً بحيث لا يمكن استيعابه من خلال التخفيف من النظام المعياري المعمول به في شرح وقبول النظريات السائدة.

ثانياً-الإطار النظري:

عند مراجعة الباحث للسياق الأكاديمي في حقل المالية السلوكية، ورغم تنوع تطبيقات البحث وأهميته العلمية، لاحظ ندرة في الدراسات العربية، في حدود علمه، تقابل تعدد الأوراق البحثية والأعمال الأكاديمية باللغة الإنكليزية، ومن الأوراق العلمية في هذا الحقل:

أ- دراسة Bakar & Chui Yi بعنوان (The Impact of Psychological Factors on Investors' Decision Making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang, 2016)

تفترض هذه الدراسة دوراً جوهرياً للفروقات الثقافية في تأثر صنّاع القرار الاستثماري في سوق ماليزية للأوراق المالية بالتحيزات النفسية المعرفية، وبنتيجة اختبار الفرضية، ثبت تأثر المستثمرين الماليزيين، كما في الأسواق المالية الأخرى (الشرق الأوسط، والشرق الأدنى، وفي البلدان الغربية)، بتحيزات متنوعة أهمّها الثقة المفرطة، وتحيز تجنب المخاطرة، وتحيز الوفرة، كما دلّت الدراسة الإحصائية على دور جوهري للجنس في تحديد مقدار تأثر سلوك صنّاع القرار الاستثماري بالتحيزات النفسية المعرفية.

ولفت الباحثان النظر إلى ضرورة إدراك المشرعين وصانعي السياسات لأثر العوامل السلوكية في العمل الاستثماري، وآثار الارتكاز في التشريعات على هذه العوامل على المستوى الكلي بين الشركات والمستثمرين، وكفاءة السوق المالية بشكل أساسي.

ب- دراسة Ortoleva & Snowberg بعنوان (Overconfidence in Political Behavior, 2015)

بحثت هذه الدراسة في أثر تحيز الثقة المفرطة في سلوك صناعة القرار لدى مجتمع البحث من خلال تقييم السلوك الهجومي (Impulsive Behavior)، ولحظت تغيراً دالاً إحصائياً في سلوك صناعة القرار عند اختلاف درجات الثقة المفرطة، أي أن هذا العامل يلعب دوراً هاماً يقبل النمذجة في صياغة التنبؤات بسلوك الحشد في المستقبل،

وتبين من دراسة الثقة المفرطة في بيئة البحث الأثر الجوهري في سلوك صناعة القرار لمفردات عينة البحث، واتضح ثبات هذا الأثر عبر الزمن وعدم اختلافه جوهرياً بتغير قيم المتغيرات الديموغرافية الأخرى كالدرجة الأكاديمية، والتخصص العلمي، وارتباطة المعنوي بنمط البيئة الاجتماعية وتطور المفاهيم الجمعية (الرأي العام).

ت-دراسة Chaffai & Medhioub بعنوان (Behavioral Finance: An Empirical Study of the Tunisian Stock Market, 2014):

وجدت الدراسة أن حقل المالية السلوكية يمكن أن يضيف إيضاحات إلى العوامل السلوكية والعاطفية التي تتضمنها عملية صناعة الاستثمار في سوق تونس للأوراق المالية، وشرح الباحثان تأثيراً عالياً بالتحيزات النفسية المعرفية بارتفاع الدرجة الأكاديمية لمفردات البحث، وأثبتا أثراً عكسياً ذو دلالة إحصائية لحجم التداول (بخاصة صغار المستثمرين) على استجابة مفردات البحث للتحيز النفسي المعرفي في سياق عملية صناعة القرار الاستثماري في هذه السوق، وقد ظهرت فروقات غير معنوية في كفاءة سوق تونس للأوراق المالية عند تغيير مستوى المعلومات المقدمة في سياق تداول الأسهم، وتحدد تحيز الإرساء والتعديل كأحد أقوى المؤثرات السلوكية في عمل السوق.

كما لاحظت الدراسة الاختلافات السوقية في مجتمع البحث، وتعرض المستثمرين ضمن عينة البحث إلى التحيزات النفسية المعرفية، واقترحت تطوير أنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ليدمج العوامل السلوكية في إطار متكامل مع المتغيرات الكمية.

ث-دراسة Chaudhary بعنوان (Impact of Behavioral Finance in Investment
:Decisions and Strategies - a Fresh Approach, 2013)

رغم حجم الاستثمار الكبير في الأسواق المالية، وتوقعات المستثمرين التي تتسم بالعقلانية في ظل بيئة مستقرة، وتنوع الشركات التي تتسم بثبات أرباحها بشكل لا يفسر تدفق الاستثمار المكثف في هذه الأسواق، فإن دارسي حقل المالية السلوكية يقدمون الحجة تلو الأخرى في سبيل إثبات ضعف كفاءة السوق المالية، وبشكل خاص على المدى القصير، وعلى خضوع المستثمرين الأفراد منهم وممثلي الشركات الاستثمارية إلى العديد من التحيزات النفسية المعرفية، والتي تحد من إنتاجيتهم في تحقيق أهداف تعظيم ثروتهم وصولاً إلى السلوك غير العقلاني. وتقدم هذه الورقة العديد من الاستراتيجيات لتخفيض الأثر السلبي للتحيز النفسي، والتي تركز على الرقابة الفعالة على الذات، وتطوير الرصيد المعرفي فيما يخص إدراك المستثمر لمسببات قراراته الاستثمارية، وآليات صياغة أهدافه الاستثمارية، وسلوكياته التمويلية، كما تقدم إطاراً فعالاً لتقييم الاستراتيجيات الاستثمارية النشطة للمستثمرين.

ج-دراسة Chaarlas & Lawrence بعنوان (Behavioural Finance A Boon
: to Investors, 2012)

افتترضت هذه الدراسة أن مصداقية نظرية كفاءة الأسواق تتآكل بشكل متزايد بسبب ظهور الاختلالات السوقية بشكل منتظم، فضلاً عن التقلبات الشديدة في العوائد، والآثار الكارثية على العالم المالي، كدلائل على عدم صوابية ما عرف بكفاءة وعقلانية

الأسواق المالية. وتم الاعتماد على الاستبيانات بهدف تحديد التحيزات النفسية للمستثمرين، وكانت نتيجتها إثبات وجود عدد من أنماط اتخاذ القرار المبنية على استدلالات خاطئة، ومن العوامل التي ثبت تأثيرها تحيز التأطير، وتحيز الإرساء والتعديل، وتحيز تجنب الغموض. حاولت هذه الدراسة أن تقدم مجموعة من المقاييس التي تساعد على تجاوز هذه الثغرات المعرفية، وقالت بأنه في تسعينيات القرن الماضي تحول جزء كبير من النقاش الأكاديمي من التحليل الكمي للمعايير الاقتصادية، والسلاسل الزمنية للأسعار، وقوائم وتوزيعات الأرباح، باتجاه تطوير نماذج متعددة مستمدة من مكونات العلوم السلوكية من خلال ربطها بالأسواق المالية، حيث أملت أن يسهم هذا المجال الجديد في تقديم تفسيرات مكملّة لنماذج المدرسة التقليدية باستخدام متغيرات سببت ظواهرًا منتظمة ومعنوية كالاختلالات السوقية، وفقاعات أسواق رأس المال والأوراق المالية، والانهيئات في هذه الأسواق، وأسهم القيمة.

ح- دراسة Rahul بعنوان (Role of Behavioral Finance in Portfolio Investment Decisions, 2012)

اتسمت الأسواق المالية كما افترض الباحث بالتقلبات الكبيرة في أسعار الأصول وبشكل خاص بعد أزمة عام 2008 العالمية، وفي هذا السياق كانت العوامل السلوكية العاطفية والإدراكية لدى المستثمرين عاملاً أساسياً في تشكيل القرارات الاستثمارية كالخوف، والجشع، والتنبؤات الشخصية. وسعت هذه الدراسة إلى إيجاد التأثيرات والعلاقات التي تربط بين تحيزات نفسية محددة وهي تحيز الثقة المفرطة،

وتحيز التمثيل، وسلوك الحشد، وتحيز الإرساء، وتحيز التناثر المعرفي، وتحيز النفور من الخسارة، وتحيز المحاسبة العقلية. وتمت دراسة هذه التحيزات من خلال استبيان صمم خصيصاً لهذا الغرض، توصل منه إلى وجود فروقات جوهرية في سلوكيات المستثمرين تبعاً لمتغيرات عدة منها العمر، والخبرة الوظيفية.

خ- دراسة Ahmadinia & Hasbaei بعنوان (A Study on Developing of Asset Pricing Models, 2011) :

قدمت هذه الدراسة التعديلات التي طرأت على الأنموذج المعياري لتسعير الأصول الرأسمالية، حيث تم إضافة العديد من المتغيرات، كعوامل الخطر المالي وخطر السيولة، وفترات الكساد، ومخاطر الأحداث غير المتوقعة، والعديد من العوامل الاقتصادية والتشغيلية المختلفة لتحسين قدرة هذا الأنموذج على التفسير والتنبؤ بالعوائد، وتظهر أهمية تطبيق هذه التعديلات ومساوئها ومميزاتها. وأبرزت أن آخر اتجاهات دراسة أنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، هي دمج العوامل السلوكية في الأنموذج المعياري، فدرست نماذج التسعير السلوكي من خلال المؤثرات المعرفية والعاطفية على قرارات المستثمرين، والتي تشكل في رأي الباحثين بديلاً عن أنموذج تسعير الأصول المعياري، وقد قدمت تفسيراتٍ للعديد من الاختلالات في الأسواق كالاستجابة المبالغ فيها والاستجابة دون المستوى، ومعضلة التقلبات غير المنطقية للعوائد، والاختلالات التقويمية (أثر يوم الاثنين، وتأثير كانون الثاني وغيرهما)، واستمرارية الارتفاع وانعكاسه غير المبرر في أسعار الأوراق المالية.

د- دراسة Muhammad بعنوان (Behavioral Finance vs. Traditional Finance, 2009) :

إن الدراسة الإحصائية لتقلبات الأسعار في سوق نيويورك أثبتت أثر الأخطاء المعرفية والعاطفية في عملية صناعة القرار الاستثماري بشكل جوهري، وحيث أن عمليات التسعير الخاطئة تقود إلى توزيع خاطئ للموارد في الاقتصاد، فإن الباحث يقترح دراسة دور التشريعات والسياسات في خفض الأخطار الناجمة عن السلوكيات غير العقلانية، فغالباً ما يتضمن سلوك المستثمر العناصر التالية:

1. لا يشترك المستثمرون في جميع فئات الأصول (Mental Accounting)
2. يظهر المستثمرون سلوكاً مبغضاً للخسارة (Lose Aversion)
3. تستخدم البيانات التاريخية بشكل مكثف (Ambiguity Bias & Lose Aversion)
4. يُتاجر المستثمرون بسلوك هجومي جداً (Overconfidence Bias)
5. يتصرف المستثمرون بناءً على الوضع الراهن (Status Quo)
6. لا ينشئ المستثمرون محافظ كفوءة دائماً (Mental Accounting)
7. يقوم المستثمرون بسلوكيات استثمارية متشابهة (Mimic Trade)

وتشير الدراسة إلى أن التشريعات والقوانين، ومستوى تعليم المستثمرين، والجهود المبذولة لمعيرة وتوحيد التسويق للصناديق المشتركة، والشفافية والحكمة، فضلاً عن تقديم حقل المالية السلوكية كمُدخلٍ أساسي في عمليات التسعير، من أفضل الاستراتيجيات التي تزيد من فاعلية قرارات المستثمرين وكفاءة السوق المالية.

ذ- دراسة Shefrin & Belotti بعنوان (Behavioral Finance: Biases, : Mean-Variance Returns, and Risk Premiums, 2007)

إن حقل المالية السلوكية يدرس التحيزات التي يدمجها كل من المستثمرين (الأفراد والاستشاريون) في عملية صناعة القرار الاستثماري التي يقومون بها، وإن هذه التحيزات تقود إلى انخفاض كفاءة آلية تسعير الأصول في الأسواق. إن حقل المالية السلوكية وفق هذه الدراسة يلقي الضوء على العديد من مجالات الاستثمار ومنها التقييم، حيث سيتتبع الباحثان في هذا البحث أهمية مفهوم العواطف (المؤثرات الحارة)، ويوصّان أثرها على العوائد المطلوبة على المخاطرة في السوق المالية، وباعتبار المالية علماً معقداً فإن هناك بعض المسلّمات لا بد من الإقرار بها، ففي المدى القصير تعد الأسواق غير كفوءة ويبرز احتمال الوقوع في مشكلة سوء التقييم أو التقييم غير الدقيق (المبالغ فيه أو دون المستوى)، أما في المدى الطويل فإن أسعار الأصول تعود لقيمتها الجوهرية ولكن هذا قد يمتد لفترات طويلة قبل حصوله، وهنا على المستثمرين كما اقترح الباحثان الحذر من الأصول المبالغ في تقييمها حيث أنها قد تتحدر إلى قيمها الجوهرية بسرعة كبيرة، ومن المحتمل أن تتحرك في الاتجاه الآخر، فسوء التسعير يقود في الاتجاهين، وقد تتسع الهوة بين القيمة الجوهرية والسعر السائد في السوق، فالفارق من المرجح أن يتسع قبل أن يضيق كما يفترض البحث، وهو ما يمهد لاختلالات كبرى على مستوى الأسواق المالية والاقتصاديات العامة وليس فقط على المستوى الفردي.

- تعقيب في سياق الإطار النظري:

تخلص الدراسات السابقة إلى إدراك المجتمع المالي لأثر التحيزات النفسية المعرفية في سلوك صناعة القرار الاستثماري، مع ملاحظة دور حاسم للعامل الديموغرافي في هذا السياق، ويتعلق البحث الحالي بدراسة ونمذجة أثر عامل التحيز النفسي المعرفي في سلوك صناع القرار الاستثماري، استكمالاً لأعمال الباحثين في هذا السياق، وما يميزه عما سبقه هو البيئة التي يجري فيها، كما تركيزه بشكل محدد على عناصر معينة من التحيزات النفسية المعرفية، كما تم استخدام الاستبانة والمقابلات الأولية لتقصي أثر هذه التحيزات.

ثالثاً- مشكلة البحث:

إن التقلب في أسعار الأصول هو السمة الأبرز للأسواق المالية حول العالم، "ورغم وصف سلوكيات المستثمرين بأنها المحدد لحركة الأسواق، إلا أنها أيضاً السبب الأساس لقفاعات المضاربة في الأسواق المالية، وتعبّر عن توقعات المستثمرين المتحيزة لقيم الأصول التي يتم تداولها، كما تظهر كضجيج في الأسواق المالية" (Lei, 2005, p. 29)، "وعندما يقع المستثمر ضحية للصورة التي ترسم في عقله عن الاستثمار في أصل محدد، فإنه لا يدرك تحيزاته غير المعلنة والتي تقوده إلى اتخاذ قرارات تختلف في نمطها ونتائجها نظرياً عما تقدمه نماذج العقلانية الاقتصادية، والقرارات الاستثمارية في هذا السياق هي مبرر الاختلالات التي تتعرض لها النماذج المعيارية في تفسير العوائد والأسعار وتقلباتهما، وبناءً عليه تقدم النظرية السلوكية تفسيراً للاختلالات على المستويين الكلي والجزئي في الأسواق المالية من خلال دراسة مسببات هذه القرارات" (Feix, 2002, p. 4). في حين

"يرى رؤاد المدرسة المعيارية كلاً من المُراجحين ووكلاء المستثمرين كشركات الوساطة وغيرها من الشركات التي تعمل في المجال المالي على أنهم مصوّبون للأسعار ومصححون للأخطاء السوقية التي تنجم عن سلوك المستثمرين غير العقلانيين، يأتي استمرار الاختلال في عمليات التسعير في الأسواق (وحتى تلك ذات صيغة الكفاءة القوية) ليثبت فرضيات تعرّض هؤلاء الوسطاء لأخطاء متعلقة بتحيزات نفسية معرفية وعاطفية متعددة كما حال المستثمرين الفرديين، وضعف إمكانية الركون إليهم لتصويب الأسعار في الأسواق المالية، حتى على المدى الطويل، ومنع موجات التقييم الخاطئ (التقييم المبالغ فيه والتقييم دون المستوى) بشكل مباشر" كما يقول (Pompian 5, p. 2006)، وحيث تفترض هذه الدراسة أنّ السلوك العقلاني كما تمّ تعريفه في النظرية الاقتصادية المعيارية أمر غير واقعي، يؤكد (Edwards 282, p. 1954) أنه "بدلاً من رفض فرضيات التوجّه المعياري في النظرية المالية، على الباحثين إجراء اختبارات على النماذج المعيارية للتأكد من جدارتها الأكاديمية ومناسبتها للبيانات التي تبنى عليها من خلال دمج المتغيرات السلوكية فيها"، كما يشدد كل من (Ahmadinia & Hasbaei 147, p. 2011) "على ضرورة دراسة، وتحليل، واختبار جميع جوانب العوامل النفسية المؤثرة والواردة في الإطار النظري لحقل المالية السلوكية قبل صناعة القرار الاستثماري"، وفي سياق هذه الاختلالات إضافة إلى ضرورة التعرّف إلى المحددات النفسية في عملية صناعة القرار بشكل عام، وذلك كما يرد في ملخص المقابلات الأولية مع عينة أولية من صنّاع القرار الاستثماري في البيئة المحلية، والوارد في الملحق رقم 3/، فإن هذا البحث يطرح التساؤل التالي:

هل تؤثر التحيزات النفسية المعرفية في سلوك صناع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية؟

حيث سيتم تعريف، واختبار وجود بعض هذه التحيزات والتعرف إلى انعكاساتها على السلوك الاستثماري، ودراسة تأثيرها على سلوك صناع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية، وتقدير هذا الأثر السلوكي في ظل حالة عدم التأكد.

رابعاً-أهداف البحث:

انطلاقاً من سعي هذا البحث إلى وصف العلاقة القائمة في بيئة الاستثمار المحلية من خلال دراسة الارتباط المفترض بين كل من علم النفس وعلم الاجتماع في حقل المالية من مدخل صناعة القرارات الاستثمارية، فهو يهدف إلى:

- أ- توصيف المتغيرات المعرفية المؤثرة في السلوك الاستثماري بشكل جوهري.
- ب- تأطير هذه المتغيرات في أنموذج يوضح مقدار تأثير سلوك صناع القرار بها.

خامساً-أهمية البحث:

يدخل بحث المؤثرات النفسية المعرفية في سلوك المستثمرين في لب الدراسات المتقدمة لنظرية القرار، كما يمثل هذا التوجه مدخلاً حديثاً لمقاربة العملية الاستثمارية، وتحديد أسباب الاختلال في سلوك أسعار الأصول وعوائد الاستثمارات، من خلال تقاطع كل من علم النفس وعلم الاجتماع مع النظرية المالية، بالنظر إلى الدور الجوهري للعنصر البشري في عملية صناعة القرار، ومحدودية النماذج الكمية في تقديم شروحات وإفية تغطي نظرية القرار فضلاً عن التنبؤ بها، وتطور وسائل وأساليب قياس المتغيرات النفسية المعرفية.

فمن الناحية العلميّة وبمراجعة دراسات القرار في النظرية المالية والعلوم السلوكية، فقد درس هذا البحث ارتباطهما للتعريف بالعلاقات بينهما وتأثيرها، سعياً للإسهام في حقل المالية السلوكية بتحديد المتغيرات الأساسية ذات الصلة ليصار إلى البناء عليها في الدراسات اللاحقة، واستشراف أثر دمج المحددات النفسية المعرفية في التشريعات والقوانين النازمة للعمل الاستثماري. أما من الناحية العمليّة فإن الدراسة الميدانية تُسهم في تحديد العوامل المؤثرة في سلوك صنّاع القرار الاستثماري، لتجويد القرارات وتقليل الأخطاء النفسية المعرفية، وتوصيف السمة الاستثمارية المحليّة.

سادساً-منهجية البحث:

إن "الدراسات السلوكيّة تتحلّى بالتعقيد الكافي لإغنائها من الخضوع الدقيق للمعايير والضوابط الوضعيّة المحدّدة، والتي قد يراها البعض مبسّطة للواقع إلى حد كبير، ومؤذية بحق النظرة الغنيّة بالمكونات، والمتغيرات الشارحة" (Saunders et.al, 116 p. 2009)، ويقترحون أن تتبنّى بعض الأبحاث السلوكية الفلسفة التفسيرية لأنها تسعى إلى شرح الفروقات السلوكيّة بين الأفراد لاعتبارهم فاعلين اجتماعيين، وحيث يعيد الباحث اختبار العوامل السلوكية في صناعة القرارات، فإنّه يجد المدخل الاستنتاجي من خلال دراسة مقطعيّة الأنسب لبيئة البحث، والأكثر تعبيراً عن الفرضيات وآلية معالجة البيانات. وحيث تُقدّم البيانات الثانويّة في هذه الدراسة بمراجعة الأعمال الأكاديميّة، والبيانات الأوليّة من المقابلات (ملحق رقم /3/) وأداة الاستبانة، لرسم إطار للعلاقة بين متغيرات البحث، يطبق الباحث التحليل الكميّ على البيانات من خلال المقاييس الإحصائيّة الوصفيّة والاستدلاليّة.

سابعاً-متغيرات البحث:

ركزت هذه الدراسة على مجموعة محددة من المتغيرات المعرفية الأساسية لبناء الفرضيات، بهدف تقديم حلول لمشكلة البحث التي تم استعراضها، ويتم تصنيفها متغيرات الدراسة في ثلاث مجموعات أساسية:

المجموعة الأولى-المتغير المستقل (Independent Variable) وهو التحيزات النفسية المعرفية، وحيث يدرس هذا البحث العملية الإدراكية لصناعة القرار والمؤثرات المعرفية فيها، فإن المتغير المستقل سيتناول محددات إدراك المستثمرين للمعلومات المتاحة لهم قبل دخولهم في العملية الاستثمارية (تحيز التأطير)، وإدراكهم للمخاطرة المقبولة من خلال تحديد مقدار المخاطرة المقبول استثمارياً (تحيز الثقة المفرطة)، وآلية اتخاذ القرار في توزيع الاستثمارات (تحيز المحاسبة العقلية والإرساء والتعديل)، وفي هذا السياق تتناول الدراسة المتغيرات التالية نظراً لافتراضها مؤثرة بشكل جوهري في سلوك صنّاع القرار وفق كل من (Lau & Levy, 1998) و (Pompian, 2006) و (Nofsinger, 2005):



المجموعة الثانية- يستخدم الباحث المتغير الديموغرافي لاختبار الفروقات وفق خصائص العينة، والهدف منه بناء خلفية عن عينة البحث وتحديد خصائصها بما يمكن من وضع خصائص وآراء صناع القرار في إطار محدّد لعملية صناعة القرار وخصائص المجتمع، ففي سياق العملية المعرفية التي ينتهي المستثمر من خلالها إلى صناعة القرار الاستثماري يُفترض تفاوت تأثر سلوك صناع القرار الاستثماري جوهرياً بالتحيزات النفسية المعرفية تبعاً لعدّة متغيرات أهمّها المتغيرات الديموغرافية كما يقول Spring et al. (2015)، وبالتحديد المرحلة العمرية لصانع القرار كما تؤكد كل من دراسة (Yu, et al., 2015) ودراسة (Korniotis & Kumar, 2008)، والجنس، والدرجة الأكاديمية، والخبرة العملية وفق (Lusardi, 2004) و (Macmillan, 2000)، وهو ما تعيد اختباره هذه الدراسة محلياً لتوصيف السمات الاستثمارية في بيئة البحث، كمتغيرات ضبط وتحكم.

المجموعة الثالثة- المتغير التابع (Dependent Variable) وهو سلوك صناع القرار الاستثماري.

ثامناً-فرضيات وأنموذج البحث:

بناءً على المشكلة التي يدرسها هذا البحث والمتغيرات التي تم تقديمها في مجال عمل الباحث، فإن مجموعة من الفرضيات سيتم اختبارها في سبيل الوصول إلى أجوبة للاستفسار الذي بنيت عليه هذه الدراسة وهي كما يلي:

الفرضية الأولى: "لا تدرك الإدارات المعنية بصناعة القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية أهمية التحيزات النفسية المعرفية في القرارات التي تصنعها بشكل جوهري"

الفرضية الرئيسة الثانية: "لا تؤثر التحيزات النفسية المعرفية على سلوك صنّاع القرار الاستثماري بشكل جوهري"، ويتفرع عن هذه الفرضية تبعاً لتقسيم المتغير المستقل الفرضيات الفرعية التالية:

ف2-1: لا يؤثر تحييز التأطير في سلوك صنّاع القرار الاستثماري.

ف2-2: لا يؤثر تحييز الثقة المفرطة في سلوك صنّاع القرار الاستثماري.

ف2-3: لا يؤثر تحييز الإرساء والتعديل في سلوك صنّاع القرار الاستثماري.

ف2-4: لا يؤثر تحييز المحاسبة العقلية في سلوك صنّاع القرار الاستثماري.

الفرضية الرئيسة الثالثة: "لا توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسية المعرفيّة عائدة لقيم المتغيّر الديموغرافي"، وهو ما يُدرس من خلال الفرضيات الفرعية التالية:

ف3-1: لا توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسية المعرفيّة عائدة لقيم جنس صانع القرار.

ف3-2: لا توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسية المعرفيّة عائدة لقيم الحالة الاجتماعية لصانع القرار.

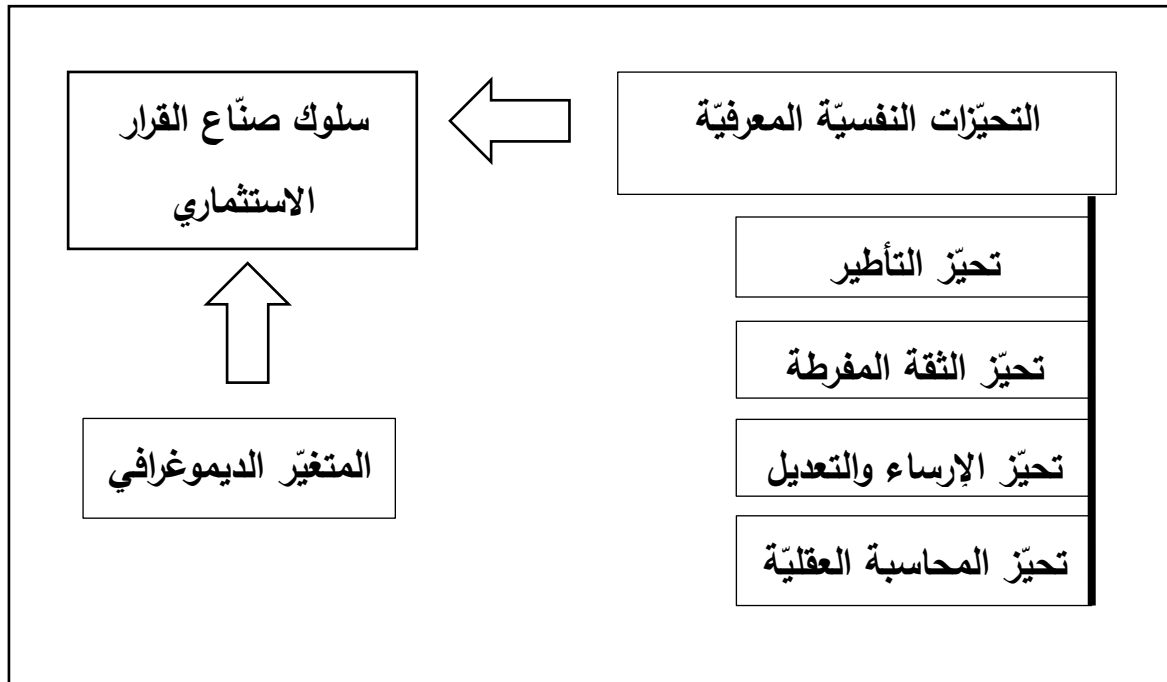
ف3-3: لا توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسية المعرفيّة عائدة لقيم عمر صانع القرار.

ف3-4: لا توجد فروقات جوهرية في استجابة عينة البحث للتحيزات النفسية المعرفية عائدة لقيم الدرجة الأكاديمية لصانع القرار.

ف3-5: لا توجد فروقات جوهرية في استجابة عينة البحث للتحيزات النفسية المعرفية عائدة لقيم سنوات الخبرة لصانع القرار.

ويقوم هذا البحث على التعريف بالتحيزات النفسية المعرفية، واختبار أثر التحيزات النفسية المعرفية في سلوك صناعة القرار الاستثماري، حيث تتربط المتغيرات الفرعية للمتغير المستقل بالمتغير التابع وفق الأنموذج المقترح في الشكل (1)، والذي يقدم افتراضاً للعلاقة بين المتغيرات المدروسة يسري العمل عليه في سياق هذا البحث.

شكل رقم (1)، أنموذج البحث



المصدر: تصميم الباحث

تاسعاً-مجتمع وعينة البحث:

يتألف مجتمع البحث في هذه الدراسة من جمهور صنّاع القرار الاستثماري حيث يفصل الباحثون أنواع المستثمرين المحتملين الذين يستفيدون من دراسة أثر التحيزات النفسية المعرفية في العديد من الفئات مثل "مديري المحافظ المالية، والمخططين، والخبراء الماليين، والمستثمرين الفرديين، والمحللين الماليين، والتجار، والمديرين التنفيذيين في الشركات" (Shefrin, 2002, p. 2). وبالنسبة لهذا البحث سيتم استقصاء آراء عينة من هؤلاء المستثمرين في كل من شركات الوساطة والشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، ولقد استهدف الباحث المخططين، والمديرين، والمشرفين، والمحللين الماليين في الشركات المدرجة في سوق دمشق، وشركات الوساطة، والمستثمرين الأفراد في سوق دمشق، حيث أجمعوا ومن خلال المقابلات الأولية على هدف تعظيم الربحية من خلال الأداء الاستثماري، ما يخولهم نظرياً اتباع السلوك العقلاني كما يفترض (Allais, 1988, p. 240)، ويندرج هؤلاء المختصون ضمن توصيف "صنّاع القرار من المستثمرين"، وذلك من حيث اتخاذهم للقرار في تخصيص الموارد أنياً بهدف تحقيق المنفعة في المستقبل (Bentham, 1781)، وسيُصار إلى دراسة أثر التحيزات النفسية المعرفية على سلوك صنّاع القرار الاستثماري من خلال توزيع استبانة على عينة من المستثمرين المحتملين كما ورد تعريفهم في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

عاشراً-حدود ومحددات البحث:

يجري هذا البحث في إطار سوق دمشق للأوراق المالية من خلال الشركات المدرجة فيها وشركات الخدمات والوساطة المالية والمستثمرين والاستشاريين، بهدف التعرف إلى سمات السلوك الاستثماري المحلي، وفي سياق دراسة مقطعية في الأعوام (2015-2016)، ركزت

على استقصاء مجموعة محددة من المتغيرات النفسية المعرفية في القرارات الاستثمارية، حيث افترض لغرض إنجاز هذه الدراسة ثبات المتغيرات الأخرى، ومن المحددات العلمية في هذا البحث ندرة الدراسات العربية التي تستقصي متغيراته، في نطاق علم الباحث، واتباعه الأساليب الإحصائية الوصفية والاستدلالية في دراسة المؤثرات السلوكية بدلاً من الدراسة النوعية، واقتصاره على عدد محدود من التحيزات النفسية المعرفية، ومن المحددات العملية قلة عدد المستثمرين كمصدر للبيانات الأولية، وتقلص الخيارات الاستثمارية من أوراق مالية وقطاعات وأنشطة، وحدثة سوق دمشق للأوراق المالية، وضعف الثقافة الاستثمارية، ما يعيق تعميم النتائج على السلوكيات الاستثمارية في جميع الأسواق المالية في كل الأوقات وبشكل خاص على المستوى المحلي.

أحد عشر-أصالة البحث:

في حدود معرفة الباحث تندر الدراسات العربية التي تبحث أثر التحيزات النفسية المعرفية في سلوك صناع القرار في البيئة الاستثمارية، كما لم يجد في سياق مراجعته للبيانات الثانوية بحثاً يتناول سوق دمشق كبيئة صناعة قرار، أو يدرس المتغيرات المعرفية المشمولة في هذا البحث، وهي متغيرات حديثة نسبياً، بدء البحث منهجياً في أثرها الاستثماري بدراسة (Kahneman & Tversky, 1979)، ويستمد هذا البحث أصالته من سعيه لتوصيف بيئة العمل الاستثماري المحلية، وتقديم المقترحات المناسبة لغرض جعلها في المستوى المطلوب للمنافسة، وتحقيق الحوكمة، والشفافية في العمل الاستثماري، ويلقي الضوء في جانب منه على بيئة عمل سوق دمشق للأوراق المالية وإجراءات العمل

فيها، وأما على الصعيد العالمي فقد كان موضوع نظرية القرار السلوكي في الأسواق المالية محط اهتمام متزايد، ومثاله منح جائزة نوبل في العلوم الاقتصادية للعديد من الباحثين في هذا المجال¹، فضلاً عن التزايد المضطرد في عدد المجالات العلمية والمواقع العملية التي تسبر هذا المجال، والتوجّه العملي للإحاطة به ومواكبته²، وهو ما يشير إلى الدور الجوهري المرتقب للعلوم السلوكية في الحقل الاستثماري.

¹ حصل العديد من الباحثين على جوائز عالمية جزاء أبحاثهم في حقل المالية السلوكية، والاختبارات التجريبية الاقتصادية، وآليات التمويل البديلة في الأسواق المالية، وبخاصة أثر العوامل السلوكية في أسعار الأصول وتقلبات العوائد، وسلوك المستثمرين ومنهم (Shiller, 2013) و(Kahneman, 2002) و(Smith V. , 2002) و(Allais, 1988) من الحاصلين على جائزة نوبل للعلوم الاقتصادية.

² بدأت شركات تحليل المحتوى والبيانات الكبيرة (Content & Big Data Analysis) في البورصات بدراسة أثر العوامل السلوكية على تقلبات الأسعار في السوق، ومثالها مواقع مثل (www.psychsignal.com) و(www.theysay.io) و(www.isentium.com) و(www.tone-analyzer-demo.mybluemix.net) وغيرها من مواقع الشركات التي ترصد الآثار العاطفية والمعرفية بشكل فوري لتقديم تنبؤات بحركة أسعار الأصول، فضلاً عن البرامج الإحصائية لتحليلها مثل (NVivo) و(Stata) و(R)، وذلك من خلال تقديم حزم برمجية مثل (API) و(Python) تربط هذه البرامج بشكل مباشر بالقنوات الاجتماعية، وما يعرف بأوعية الرأي العام والبيانات العامة (Public Opinion Pools & Public data).

الفصل الثاني: الإطار النظري للبحث

المبحث الأول: توجهات النظرية المالية

25	تمهيد	
26	مكونات حقل المالية المعيارية	أولاً
32	الانتقادات الموجهة إلى المدخل المعياري	ثانياً
33	التوجه السلوكي في حقل المالية	ثالثاً
38	الانتقادات الموجهة إلى حقل المالية السلوكية	رابعاً

المبحث الثاني: التحيزات النفسية المعرفية

43	تمهيد	
44	الاستدلال في صناعة القرار	أولاً
46	المحددات المعرفية	ثانياً
47	نظرية التوقع	ثالثاً
49	أنواع التحيز النفسي المعرفي	رابعاً

المبحث الثالث: نظرية القرار الاستثماري

61	تمهيد	
62	طبيعة وتطور صناعة القرار الاستثماري	أولاً
67	العقلانية المحدودة ونظرية القرار	ثانياً
69	النظرية السلوكية في تشكيل المحافظ الاستثمارية	ثالثاً
71	الارتباط بين التحيزات النفسية المعرفية وسلوك صنع القرار الاستثماري	رابعاً

المبحث الأول: توجهات النظرية المالية		
25	تمهيد	
26	مكونات حقل المالية المعيارية	أولاً
26	النماذج الكمية في حقل المالية المعيارية	أ
29	العقلانية الاقتصادية وفرضيات كفاءة الأسواق المالية	
32	الانتقادات الموجهة إلى المدخل المعياري	ثانياً
33	التوجه السلوكي في حقل المالية	ثالثاً
38	الانتقادات الموجهة إلى حقل المالية السلوكية	رابعاً

المبحث الأول: توجهات النظرية المالية

تمهيد

يقول Murray (1971, p. 309) " أن واضعي النظريات يعتبرون من العظماء، ليس بسبب كون نظرياتهم صحيحة دوماً، ولكن لأن هذه النظريات تثير الاهتمام الأكاديمي"، ورغم أن موضوع هذا البحث قد يبدو للوهلة الأولى مُثَبِّتاً لنفسه ولا يحتاج إلى دراسة متعمقة، إلا أن العديد من الباحثين الأكاديميين والخبراء الماليين يعتقدون بضرورة دراسة تأثير الأسواق المالية والقرارات الاستثمارية بالعواطف والأخطاء المعرفية التي يرتكبها المستثمرون بشكل منتظم، فيؤكد Pompain (2006, p. 3) "أنّ الدمج بين العواطف الإنسانية والأخطاء المعرفية التي يرتكبها صناع القرار وبشكل خاص في القرارات التمويلية والاستثمارية يخلق مجالاً نادراً وجديداً جديراً بالدراسة والتطوير الأكاديمي، كما يقول مؤيدو هذا التوجّه أن إدراك صلة التحيزات النفسية المعرفية بعلوم التمويل والاستثمار هو أمر حاسم لتحقيق النجاح في هذه العلوم، وأن هذه التحيزات هي مجال يستحق الدراسة الجادة الأكاديمية والعملية"، ويقول Shefrin (2010, p. 19) أن "علوم المالية السلوكية تجعل جملة من الأمور متاحة للفهم والتطوير كتفضيلات المستثمرين، وهندسة المنتجات المالية والاستثمارية، وصياغة القوانين والقرارات الاستثمارية، وذلك من خلال فهم سلوك المستثمر (الطبيعي)، فهي في المقام الأول تشرح وتفسّر العديد من الاختلالات التي يتعرض لها السوق المالي حيث لا تقدم النظرية المعيارية من خلال نماذجها المعيارية تفسيرات تشرح هذه الاختلالات".

أولاً-مكونات حقل المالية المعيارية:

يُشار إلى النظريات المقبولة عموماً والمعمول بها حالياً في العلوم المالية على أنها حقل المالية المعيارية، وكما يقول Mandelbrot & Hudson (2014, p. 32) "أن حقل المالية المعيارية يبنى على ثلاثة أسس هي نظرية المحفظة الحديثة، وأنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وأنموذج تسعير الخيارات"، فإنه لا بد من إنشاء سياق مفاهيمي يوضح تطوّر ظاهرة الاقتصاد المعياري، واعتماديّة حقل المالية المعيارية على العلوم الرياضيّة والإحصائيّة كأدوات في عملية دراسة وتحليل سلوك الأسواق الماليّة، ويُبرز إسهامها في صياغة نظريّات صناعة القرار وتطبيقاتها العمليّة، حيث يقول Taqqu (2001, p. 2) "أن اعتماد توجّه الاقتصاد المعياري منذ نشوئه على علم الرياضيات هو ما جعل البحث فيه متاحاً، ومكّنه من احتضان العديد من النماذج الاقتصادية الكميّة لمساعدة الأفراد على اتخاذ القرار العقلاني الأمثل"، وذلك كمدخل لتقديم حقل المالية السلوكية.

أ-النماذج الكميّة في حقل المالية المعيارية:

يرتبط هذا الحقل بالعديد من النماذج الرياضيّة والتطويرات التي ألحقت بها، وهي التي مثّلت أساس دراسة وتحليل الاقتصاد العالمي خلال فترة طويلة وبدأت هذه النماذج بما عرف بأنموذج المراجعة (Modigliani & Miller, 1958, p. 288) الذي "عُني بهيكل وكلفة رأس المال في الشركات بشكل أساسي، وهَدَف إلى الإسهام في تفسير آلية صنع القرار الاستثماري بطريقة عقلانيّة تعتمد على الرفع المالي على المستويين الكلّي والجزئي كمتغير وحيد لمقاربة استراتيجيات الاستثمار

في السوق والتخطيط المالي من مدخل تقييم الشركات والأصول"، وقد تم الاعتماد على أنموذج المراجعة المرتبط برأس المال في سبيل بناء نظرية المحفظة (Markowitz, 1952, p. 77) والتي تقتض أنه "لا بد للعملية الاستثمارية من المرور بمرحلتين، الأولى هي مراقبة السوق المالي وأداء الأصول فيه، وأما المرحلة الثانية فتبدأ بتشكيل الاعتقاد النسبي للمستثمر في الأداء المستقبلي لعائد الأصل، وبالتالي قراره في إضافة هذا الأصل أو إقصائه من محفظته الاستثمارية، حيث يؤخذ في الاعتبار فقط قاعدة تعظيم العائد المتوقع وتخفيض تباين العوائد المتوقعة (تعبيراً عن خفض درجة الخطر المرافق للقرار الاستثماري)، ويقترح في هذه المرحلة وجود عائد فائض نظيراً لهذا التباين يبنى عليه قرار المستثمرين في تشكيل محافظهم المالية وإدخال التعديلات عليها بما يتناسب وهذا المقياس الكمي وبما يحقق مبدأ التنويع لتخفيض هذا التباين (الخطر غير القابل للتوزيع) إلى حدّه الأدنى، ومن خلال ما يُعرّفه Markowitz بمحفظة الوسط الحسابي للعائد-التباين (Mean-Variance Portfolio) فإنّه يميّز عملية الاستثمار عن سلوك المضاربة في الأسواق، مقدّماً ما يعرف بخط سوق الورقة المالية المبني على تحديد المستثمر لمقدار معين من المخاطرة يحقق له الإشباع المطلوب"، وبالبناء على ما تقدّم بخصوص نظرية المحفظة الحديثة والتي اقترنت بشرح اقتصادي نظري لمعيار العائد المتوسط-التباين عند صناعة القرارات الاستثمارية من اختيار للأصول وتشكيل المحافظ المالية، يأتي أنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

(Capital Asset Pricing Model) الذي "يقوم على أساس تحويل ملاحظة Markowitz في تكوين العائد المتوقع للأصول من خلال علاقته بالخطر النظامي إلى علاقة رياضية خطية تربط بين العائد المتوقع للأصل ودرجة الخطر النظامي التي يضيفها إلى المحفظة الاستثمارية" (Fama & French, 2004, p. 25)، ويمثل أنموذج تسعير الأصول الرأسمالية بشكله التقليدي (Sharpe, 1964) و (Lintner, 1965) علامة فارقة وسمت النظرية الاقتصادية المعيارية، حيث "يشكل هذا الأنموذج نظرية كاملة لتسعير الأصول في الأسواق، ويتنبأ في صيغته التقليدية بأن نسبة العائد المتوقع على الورقة المالية التي تفوق العائد الخالي من المخاطرة في السوق، هي مقابل نسبي للخطر غير القابل للتوزيع الذي يتم قياسه من خلال معامل الاختلاف (Covariance) بين العائد على الأصل في المحفظة والعائد على جميع الأصول المتاحة في السوق" (Tagliafichi, 2002, p. 2)، كما أنه "لا يزال مُستخدماً إلى حد بعيد في الكثير من التطبيقات المالية، وقد تمت إضافة العديد من المتغيرات الكمية والنوعية إلى هذا الأنموذج لتحسين قدرته على شرح العوائد واستقراء حركة أسعار الأصول وتفسير الاختلالات المالية" (Ahmadinia & Hasbaei, 2011, p. 141). وعندما أخذ على النماذج المعيارية السابقة أنها "تشكل دراسات مقطعية لحركة الأسعار والأصول ولا تعبأ بالتنبؤ بالعشوائية المفترضة في الحركة، تم استخدام السلاسل الزمنية لبناء نماذج أقرب لتفسير حركة الأصول والتنبؤ بها بناءً على البيانات التاريخية للأصول من

خلال نماذج غير خطية تمثلها أسرة نماذج الانحدار الذاتي شرطي التجانس ARCH والتي تدرس ثبات التباين (الخطر) طويلاً خلال الفترات الزمنية للتنبؤ بالمخاطرة" (Mills, 1999, p. 1)، ويمثل هذا التوجه ذروة الاقتصاد القياسي المعياري في تحليل تحركات عوائد الأصول.

ب-العقلانية الاقتصادية وفرضيات كفاءة الأسواق المالية:

حيث تُلزم فرضية العقلانية الاقتصادية المستثمرين أفراداً وشركات بمبادئ نظرية المنفعة المتوقعة وتسعى إلى تعظيم العائد، فإنه لا بد من العودة إلى أساس هذه النظرية، فقد كان Bernoulli (1738, [Sommer translation, 1954, p.1]) أول من عرّف مبدأ تعظيم قيمة القرار الاقتصادي، وقدّم في ذلك نظرية المنفعة المتوقعة (Expected Utility) والمنفعة الحدية لوحدة النقد "إطاراً لوصف وتحديد عملية صناعة القرار في ظل ظروف المخاطرة، من خلال تعريفه لمعضلة سانت بطرسبورغ (St. Petersburg paradox)، حيث تكون القيمة المتوقعة للمنفعة غير منتهية ويتعارض ذلك مع مبدأ تحديد سعر اقتصادي عادل لإشراك اللاعبين"، وبناءً على ما تطرحه نظرية المنفعة المتوقعة من القرار في ظل المخاطرة، أسس كل من Neumann & Morgenstern (1944, p. 46) لما سيعرف بنظرية الألعاب، مُحدّدين النماذج الرياضية الأنسب لتعظيم العائد المتوقع من صناعة القرارات في ظل المخاطرة في العديد من الحالات، مع توصيه "بتوجيه البحث في مجال العلوم الاجتماعية متضمناً العلوم السلوكية في اتجاه النمذجة الرياضية من

مدخل نظريّات الألعاب، للوصول إلى القرار الأمثل"، ويعد كتابهما هذا أساس ما يعرف بالاقتصاد المعياري، والنمذجة الكميّة للمتغيرات كمدخل لدراسة العلاقات فيما بينها، ويعد Neumann أوّل من عزّف نظريّة الألعاب في حقل الدراسات الأكاديميّة مبيناً أوجه التطبيق العملي لهذه النظرية في شتى حقول العلوم.

وأما فرضيات كفاءة الأسواق فتنبى على أساس الأنموذج الرياضي للحركة العشوائيّة الذي قدمه عالم الرياضيات الفرنسي Bachelier (1900)، وتمثّل هذه الفرضيات محور الاختلاف بين المدرستين السلوكيّة والمعياريّة، "حيث كان Bachelier أوّل من طرح تطبيق النماذج الرياضيّة في العلوم المالية من خلال قانون الحركة العشوائية البراونيّة (Brownian motion)، وفاجأ علماء الرياضيات والاقتصاد بطرحه تطبيق النماذج الكميّة لدراسة حركة الأسعار والعوائد على الأصول في حينها" (Courtault, et al., 2000, p. 343)، ويقوم عمله على "بناء القرارات وفق الاحتمالات الكميّة فقط، والقول أن الأصول تتخذ مساراً عشوائياً في حركة أسعارها حول قيمها الجوهريّة، وينفي بالتالي إمكانيّة تحقيق المستثمرين في السوق ربحاً استثنائياً وهو لب فرضيات كفاءة الأسواق المالية" (Merton, 1997, p. 85)، وهو ما يتم تأكيده بتقديم أسعار الأسهم على أنّها "غير قابلة للتنبؤ، حيث لا يمكن استقراء تغير سعر أصل ما في المستقبل بالعودة إلى البيانات التاريخيّة لحركة هذا السعر، وذلك لأن القيمة المتوقعة الشرطيّة لسعر أصل ما تعادل دائماً القيمة المتوقعة غير الشرطيّة لاحتمال تحقق هذا الحدث"

(LeRoy, 1973, p. 436)، وأما التحديد النظري لهذه الفرضيات فهو يعود إلى أعمال (Fama, 1965a) وما يليها حيث تسود تلك الفرضيات الأسواق والدراسات المالية حتى نهاية القرن العشرين، وهي تطرح فكرة أساسية تقول أن أسعار الأصول تعكس جميع المعلومات السوقية المتوافرة عن هذه الأصول، وبالتالي هذه الأسواق تقدم الأسعار العادلة للأصول بقيمتها الحقيقية، ويصف Samuelson (1965, p. 41) هذا الأمر بالقول "أنه إذا كان أحد المستثمرين متأكداً أن سعر أصل من الأصول سيرتفع، سيكون سعر هذا الأصل في تلك اللحظة قد ارتفع"، كما أن كفاءة السوق تفترض "عدم قابلية حركة أسعار الأصول للتنبؤ بها أي عشوائية حركة الأسعار حول قيمتها الجوهرية، وبالتالي عدم القدرة على استقراء حركتها المستقبلية بناءً على بياناتها التاريخية" (LeRoy, 1973, p. 445)، وهو ما يمنع المستثمرين ومديري المحافظ الاستثمارية من تحقيق مكاسب تفوق مؤشر السوق بشكل منتظم أو ما يعرف بهزيمة السوق (Beat The Market)، وأن الأرباح الإضافية المحققة والناجمة عن المعلومات الإضافية التي توفرت لمستثمر تساوي تماماً تكلفة الحصول على هذه المعلومات (Fama, 1965b).

إن النماذج المذكورة إضافة إلى الكم الهائل من التعديلات والإضافات عليها والتي تقوم على فرضيات العقلانية، وكفاءة الأسواق المالية تمثل مجتمعة ما يعرف بتوجه الاقتصاد المعياري، الذي يسعى إلى إيجاد نماذج ومقاييس رياضية تحيط بما أمكن من المتغيرات

القابلة للقياس، والتي تدخل في عمل آليات التسعير في الأسواق المالية وتتنبأ بحركة الأسعار في المستقبل بناءً على البيانات التاريخية، والمعطيات الظرفية.

ثانياً-الانتقادات الموجّهة للمدخل المعياري:

ينتقد الباحثون في حقل المالية السلوكية التبسيط في افتراضات النماذج الكمية للواقع الاستثماري، حيث يرون أنها "لا تعبّر عن المحددات الفعلية لسلوك المستثمرين عند صناعة القرارات الاستثمارية، بل تعد تبسيطاً لما يكتنزه الواقع الاستثماري إلى حد كبير" (Mahoney, 2003, p. 23)، كما أن "حقل المالية المعيارية لا يحقق درجة الكفاءة المطلوبة في تفسيره لحركة العوائد وأسعار الأصول فهو لا يشرح العديد من الاختلالات التي تشوب الأسواق المالية" (Malkiel, 2003, p. 3)، بل يتجاوز ذلك إلى إنكار هذه الاختلالات والقول بأنها "غير منتظمة، أو لا دليل حقيقي عليها، أو أن الأنموذج الذي يتم اختبار العوائد المتوقعة من خلاله لا يعبر عن السوق المالي جيداً من خلال ما يعرف بمشكلة الفرضيات المترابطة (Joint Hypothesis Problem)" (Fama, 1991)، "ومن هذه الاختلالات ما يرتبط بحجم السوق، وأثر القيمة، والاختلاف بين سعر الأصل الدفترى والسعر في السوق، وسلوك جماهير المستثمرين، وهو ما لا تفسره النماذج الكمية ولا يمكن لها التنبؤ به" (Boynton & Oppenheimer, 2006, p. 2630)، كما يُستدل على ذلك من "تقسيم درجات كفاءة الأسواق المالية إلى صيغ (قويّة-شبه قويّة - ضعيفة)، فلا توجد نماذج تحيط بآليات الاستثمار وتسعير الأصول في ظل صيغة الكفاءة الضعيفة أو شبه القويّة بشكل كامل، حيث تعتمد مبادئ عشوائية السير لحركة أسعار وعوائد

الأصول" (Fama, 1970)، وفي الوقت نفسه "لا يوجد معيار دقيق لدراسة متغير شفافية السوق المالي، وتدفق المعلومات وتناظرها لدى المستثمرين في الأسواق ذات صيغة الكفاءة القويّة، والتي أعيد وصف الدراسات المرتبطة بها بدراسات المعلومات الخاصّة في سبيل تفسير فقاعات الأسعار والاختلالات السوقيّة" (Fama, 1991)، وهو ما دفع بالباحثين إلى استقصاء المتغيرات المعرفيّة والعاطفيّة، حيث تكمن المحددات الحقيقيّة لهذه الاختلالات في إدراك صنّاع القرار للمتغيرات التي تؤثر في قراراتهم.

ثالثاً-التوجّه السلوكي في حقل المالية:

يعتبر Statman (1999, p. 19) أن "المالية السلوكية تبنى على ما يشبه إطار المالية المعيارية، وحيث أنّه يزوّد الباحثين والعاملين في حقل المالية ببديل للنظرية المعيارية في التحليل الاستثماري، فهو يختلف في دراسة وتحليل السلوك البشري الاستثماري كونه مبنياً على مكونات متميّزة كنظرية التوقع، والأخطاء المعرفية، وعامل السيطرة على الذات، والشعور بالندم، ما يسهم في تحديد تفضيلات المستثمرين، وتطوير هندسة المنتجات المالية، وبناء القرارات الاستثمارية من خلال فهم سلوك المستثمر الطبيعي"، ويُعرّف حقل المالية السلوكية وفق Ricciardi & Simon (2000, p. 2) على أنّه "دراسة تطبيقات علم النفس في الأسواق الماليّة، من حيث أثر المتغيرات المعرفيّة على سلوك المشاركين فيها وتأثير هذا السلوك تالياً على الأسواق الماليّة، وذلك من خلال الدمج بين كل من علم النفس، وعلم الاجتماع في حقل المالية"، ويقدمه Lin (2011, p. 326) على أنّه "المدخل الذي يدرس علم الاجتماع، وعلم النفس، والعوامل الاجتماعية، والمعرفية، والعاطفية فيما

يتعلق بتحديد المستثمرين لدرجات المخاطر المرتبطة بقراراتهم ذات السمة الاقتصادية وتأثيراتها على أسعار الأصول، والعوائد، وتوزيع الموارد في الاقتصاد، ويدرس بذلك علوم الاقتصاد الجزئي من خلال علم النفس"، وقد "أصبح هذا الحقل من المواضيع الهامة ومحط نقاشات عميقة أكاديمياً، كما يكتسب زخماً كبيراً جراء تقديمه شرحاً للآليات التي تقود إلى حصول الفقاعات، وصدق التنبؤات التي يقدمها عن المخاطر المبنية على السلوكيات الاستثمارية غير العقلانية، وذلك رغم التعقيد المتزايد جراء تداخل هذا الحقل مع العديد من المجالات المشابهة كنظرية المعرفة، وعلم النفس المعرفي والاقتصاديات التجريبية، وعلم النفس" (Pompian, 2006, p. 4)، ورغم تداول مفهوم المالية السلوكية في المجالات الأكاديمية، إلا أنه قد لا يكون لصنّاع القرار الاستثماري في البورصات فهم واضح لمكونات هذا الحقل وتطبيقاته، التي يمكن استخدامها لتفادي السلبيات في قرارات الاستثمار، والأخطاء المعرفية المرافقة لعمليات تحليل حالات صناعة القرارات الاستثمارية (Ahmadinia & Hasbaei, 2011)، وهذا ما يبرر العودة إلى أوائل الباحثين في هذا المجال ومراجعة إسهاماتهم التي أغنت البحث في هذا المجال.

فجذور هذا الاتجاه السلوكي تعود إلى رائد العلوم الاقتصادية Adam Smith والذي قدّم نظرية المشاعر الأخلاقية (The Theory of Moral Sentiments, 1759)، حيث يشير إلى أهمية العواطف الإنسانية في الإدارة ويعدد المسببات المعرفية للسلوك البشري بدون أن يحددها بشكل دقيق، ويؤكد أن السلوك الفردي يخضع لمجموعة من العوامل التي تتحكم به، كما يبرهن أن السلوكيات الفردية الجزئية تقود إلى تأثيرات على المستوى الكلي

أي المجتمع مجال الدراسة، ويبحث في نظرية العقاب والثواب التي تقود سلوكيات الأفراد، ولكن ضعف أدوات قياس هذه العوامل البشرية في السلوك، وحصول الثورة الصناعية مع ما صاحبها من التركيز على العوامل المادية والكمية التقنية، إضافة إلى عدم توافر المسببات الموضوعية للاهتمام بهذا الجانب من العلوم الإدارية سبب إهمال ذلك التوجّه لفترة طويلة. وتعرض Mackay (1852, p. 50) بالسرد التاريخي للعديد من الأحداث ذات الطبيعة الاستثمارية التي حصلت حتى تاريخه، ومنها موجات سلوك الحشد (القطيع) التي أثرت في البورصات الأوروبية مسببة خسائر فادحة نتيجة للاستثمار الجماعي غير المبرر عقلانياً وفق النماذج المعيارية، حيث أسست أغلب البورصات الأوروبية في القرن الثامن عشر (ومثالها سوق باريس عام 1724 وسوق دبلن إيرلندا في عام 1793) وبدايات القرن التاسع عشر، وبرزت فيها سابقة لجميع النماذج الاقتصادية المقدّمة سلوكيات المستثمرين كسبب أساس في حركة هذه البورصات (كمثال فقاعة أزهار الخزامى في البورصات الأوروبية عام 1637، والتي سجّلت على أنّها أول فقاعة مضاربة واسعة الانتشار في تاريخ البورصات العالمية)، وتناول Le-Bon (1896, p. 8) مميزات التجمعات البشرية في علم النفس وقانون النزعة السلوكية الموحدة للحشود، والقرارات التي تتم صناعتها في ظل جمع من المختصين في مجال من المجالات ومحددات سلوك الجماعة والتي يقول الكاتب أنّها السمة الأساس للتغيير في العصر القادم، حيث تناول بشكل محدد السمات الوطنية، والصفة الذكورية، وسلوك الحشد وعلم نفس الجماهير. ولاحقاً في العام 1912 يشرح (Selden, p. 110) العمليات التي تؤسس لسلوك شركات

الاستثمار في اتخاذ وصياغة القرارات وبناءً عليه سلوك المستثمر الفردي، ويناقش فيه الجانب العقلي (Mental Attitude) الذي يبني عليه المستثمرون سلوكهم ويعدّد أنواع المستثمرين متدرجاً من السليبين (Phlegmatic) إلى المندفعين (Impulsive)، ويقول أن التقلبات السعرية في الأسواق هي نتاج محاولات التجار في هذه الأسواق الاستجابة ليس للحقائق السعرية والسوقية، أو أحكامهم بناءً على هذه الحقائق، بل فضلاً عن ذلك تكون استجاباتهم مبنيةً على ما يعتقدون أنه تأثيرات هذه الحقائق والشائعات على طريقة تفكير التجار الآخرين، وهذا ما يفتح مجالاً غير محدود بالحقائق أو المنطق للسلوكيات الاستثمارية المطروقة، ما يسبب بالتالي موجات من التسعير غير المنطقي في الأسواق. وكانت الأفكار في تلك الفترة تتحدث عن سلوك العنصر البشري في الأسواق الرأسمالية بشكل غير محدد، وتميّزت بانخفاض الدقة في تشخيص علّة عدم الالتزام بالعقلانية الاقتصادية كما تفترض المدرسة المعيارية، وذلك حتى عام 1956 حيث قدّم كتابٌ أرجع ضعف العقلانية الاستثمارية لأول مرة إلى الأخطاء السلوكية بسبب ما عرّف بالتنافر المعرفي (Cognitive Dissonance)، وهو "حالة من الضغط العقلي وعدم الارتياح جراء التضاد في المعتقدات أو الأفكار التي يحملها الفرد، أو نتيجة للتعارض بين القيم والأفكار التي يتمثّل بها الأفراد والتصرفات التي يقومون بها"، ووفقاً لهذه النظرية "يسعى الفرد إلى تحقيق التناسق والانسجام الداخلي بين أفكاره وتصرفاته، ويتجنب الحالات والمعلومات التي قد تزيد من هذا التنافر" وذلك وفق Festinger et al. (1956).

واستمر هذا التوجه الشمولي حتى فترة قريبة، حيث تبرز العديد من الدراسات الأكاديمية والكتب المرجعية ومثالها كتاب Shiller بعنوان (Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, 1974)، والذي يناقش المؤثرات النفسية والإعلامية في عملية صناعة القرار، والسلوك الجمعي للمستثمرين في أسواق رأس المال، والاختلافات الثقافية المؤثرة، ويحذر من الانسياق وراء مسببات غير موضوعية في العملية الاستثمارية، ويسوق (Shiller) مثلاً عن التأثير العالمي لكلمة رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي Alan-Greenspan في الخامس من كانون الأول-ألف وتسعمائة وخمس وتسعين عند تعديل توقعات النمو والفوائد لهيئة مديري ذلك المجلس فيما يتعلق بالأسواق العالمية لرأس المال، والتي أشار فيها إلى أن هذه الأسواق قد انجرفت بشكل جوهري تحت تأثير العوامل النفسية للمستثمرين، وأن المؤشرات في تلك الأسواق بشكل أساسي غير مستقرة ومرتفعة بشكل غير اعتيادي، ما سبب تأثيراً كبيراً جراء تعديل التقديرات وكان حجم التقلبات السوقية الناتجة في البورصات حول العالم والخسائر الناجمة عنها هائلاً. كما يحدد Shefrin (2002) Beyond Greed and Fear) الطمع والخوف كأساس لعمليات تقييم المستثمرين للأصول وعمليات التسعير في الأسواق المالية، ويتناول تأسيس هذا المجال والمؤثرات المعرفية المحددة لسلوك صناع القرار الاستثماري في الأسواق المالية وبناء المحافظ الاستثمارية بالاعتماد على العلوم السلوكية، إضافة إلى تقديم منتجات مالية واستثمارية تتجاوز المساوئ التي تنجم عن العمليات وفق الأسس المعيارية لنماذج دراسة الأسواق المالية، وحاول في المقام الأول وضع أنموذج سلوكي يضاهي

النماذج المعيارية بهدف التنبؤ بالتطورات المستقبلية للمؤشرات السوقية، ومن ثم وصف النماذج المتاحة بأنها أدوات تهدف إلى تحقيق تعديل أساسي في سلوكيات المستثمرين، تجنّبهم الأخطاء العائدة إلى مسببات معرفيّة وعاطفيّة ضمن العمليات الاستثمارية. وحتى اليوم هناك دراسات نوعيّة متقدمة إلى حدّ بعيد في مواضيع العلوم السلوكية وبشكل أساسي تدرس ارتباط محددات السلوك البشري بالقرارات الاقتصادية وسبل تحسين نماذج اتخاذ وصناعة القرارات اعتماداً على النماذج الرياضية والمتغيرات السلوكيّة لما لذلك من أهميّة في الاقتصاديات المختلفة وتنمية الثروات.

وعليه فإن حقل المالية السلوكية يدرس كلاً من المستويين الجزئي والكلي للعمليات الاقتصادية، مع التركيز في المستوى الجزئي على سلوك المستثمرين الفرديين، وفي المستوى الكلي على الاختلالات السوقية، والمحددات السلوكية لتحركات الأسعار والعوائد على الأصول، ويبحث في أسس فرضيات كفاءة الأسواق، فيحاول مناقشة فرضية العقلانية المطلقة للأسواق الماليّة والفاعلين فيها، والتي تمثل الركيزة الأساسيّة للمدرسة المعيارية التي تفترض إمكانية التنبؤ بتحركات الأسواق ووجود نماذج رياضيّة تتحكم بسلوكيات الأفراد والشركات ومن هذا المنطلق تقدم المدرسة المعيارية نماذج تتنبأ بحركة الأسعار والمؤشرات في الأسواق المالية.

رابعاً-الانتقادات الموجهة إلى حقل المالية السلوكية:

تحاول نظرية المالية السلوكية أن تفسر بشكل أعمق النماذج البشرية المختلفة في عمليات صناعة القرار، والتي تتأثر من خلال المعالجات المنطقية التي يجريها العقل البشري،

وبشكل أساسي تحاول أن تفسّر لماذا وكيف يقوم الأفراد والمؤسسات بالمفاضلة بين الخيارات المتاحة في عمليات التمويل والاستثمار، ومن هنا "تحاول هذه النظرية أن تقدم تفسيرات للاختلالات السوقية، وفقاعات المضاربة بالأسهم وأزمات الكساد الناتجة عنها، والتي شهدتها الأسواق العالمية العديد من المرات (منذ عام 1637)، وغيرها من الظواهر التي لم تفلح النماذج المعيارية وتطويراتها حتى اليوم في توضيح أسبابها وتبيان طرق تلافيها مستقبلاً، ويدرس حقل المالية السلوكية كلاً من علم النفس، وعلم الاجتماع ويركز على العوامل التي تؤثر على عملية اتخاذ القرار لدى الأفراد، المجموعات، والكيانات" (Ricciardi & Simon, 2000, p. 2).

ويتوافق مع محاولات تحسين النماذج السلوكية ذكر نقاط الضعف التي تتطلع هذه الدراسة إلى التعرف عليها وتقديم إسهام في معالجتها، حيث يلخص بعض الباحثين ومنهم (Shefrin, 2010, p. 42) المشكلات التي تعيق تحوّل المدرسة السلوكية إلى النظرية السائدة في حقل المالية على النحو التالي:

أولاً-التفضيلات (Preferences): لا تقدم النظرية السلوكية أنموذجاً متماسكاً ومتكاملاً يشرح التفضيلات المختلفة للمستثمرين وكيفية التعامل معها، ومع أنّها تحيط بالكثير من الاختلالات التي ترافق الدراسة التجريبية للأسواق المالية إلا أنّها لا تبني أنموذجاً صالحاً للتعبؤ بتفضيلات المستثمرين، فضلاً عن ارتكاز هذه المدرسة على التفضيلات وهي أمر نسبي يتفاوت بين المستثمرين إلى درجة كبيرة.

ثانياً-الآليات طويلة المدى (Long Run Dynamics): يختلف دارسو حقل المالية السلوكية في تحديد سبب وجود المستثمرين غير العقلانيين واستمرارهم على المدى الطويل، فلا يوجد حتى اليوم تفسير متكامل يشرح سبب وجودهم، في حين تفترض المدرسة المعيارية أن آليات سوق الأوراق المالية على المدى الطويل توزع ثرواتهم وتمنع تأثيرهم على أسعار الأصول.

ثالثاً-الدراسة المقطعية (Cross-Sectional Studies) فهي تحاول شرح حالات تسعير الأصول اللحظية أو وفق حالات محددة بينما لا تقوم ببناء نماذج شاملة، فتدرس أصلاً واحداً يتمتع بدرجة معينة من المخاطر، من عدة جوانب غير مترابطة، وتركز فيه على المبالغة في التقييم أو التقييم دون المستوى، ولا تقدم أنموذجاً لتسعير الأصول يتحلى بالتماسك والمصادقية، متحلياً بالقدرة على التنبؤ بهذه الاختلالات بشكل كامل.

رابعاً-إنشاء أنموذج مراجعة كامل (Contingent Claims) يعتمد على التباينات في مشاعر المستثمرين وعلى تحييز التمثيل في دراسة الأسواق، فيقدم Shefrin هذين العنصرين على أنهما مكونان لأنموذج مراجعة يقوم على المضاربة بالأصول بين الأسواق أو بين الفترات الزمنية، مذكراً بأنموذج المراجعة (APT) الموجود في المدخل المعياري لحقل المالية كما يلي:

أ-مشاعر المستثمرين (Sentiment) مع أن مشاعر المستثمرين تعد أساسية في نماذج المالية السلوكية، إلا أن هناك غياباً لتعريف واضح ودقيق في هذه المسألة، فيعالجها البعض على أنها خطأ في وسائل المدرسة الكمية، ويعالجها آخرون على

أنها أخطاء في صياغة وتقديم الاحتمالات. وفي العموم، إن غياب تعريف واضح للمشاعر، يجعل من الصعب فهم كيفية عرضها في نماذج التسعير السلوكية وبالأخص كيف تؤثر في الدراسات المقطعية لهذه النماذج.

ب-تمثيل المستثمر لمجتمعه (Representative Investor): كما يقوم الباحثون في النظرية الكمية للمالية باعتبار العقلانية هي السلوك الاستثماري السائد، فإن الباحثين في حقل المالية السلوكية يؤكدون أن على المستثمرين اتباع أنماط وصفات سلوكية محددة، وهنا يقعون في مسألة "تحيز التمثيل" باعتبارهم للفرضيات السلوكية قابلة للانطباق على مجتمع المستثمرين رغم عدم تجانسه.

وتجدر الإشارة إلى حادثة حقل المالية السلوكية في البحث الأكاديمي فهي نظرية غير مكتملة البناء، مقارنة بالكم الهائل من الأعمال التي تتناول المالية المعيارية في جميع مجالاتها، وخلال فترة زمنية طويلة نسبياً وبما لا يسمح بالمقارنة بين النظريتين السلوكية والمعيارية بشكل متعادل، وهو ما يفتح الباب لطلب المزيد من التحسين في النماذج السلوكية المدروسة وردم الهوة بين المتوقع من هذا الحقل الواعد والمشكلات المذكورة آنفاً.

المبحث الثاني: التحيزات النفسية المعرفية		
43	تمهيد	
44	الاستدلال في صناعة القرار	أولاً
46	المحددات المعرفية	ثانياً
47	نظرية التوقع	ثالثاً
49	أنواع التحيز النفسي المعرفي	رابعاً
49	تحيز التأطير	أ
52	تحيز الثقة المفرطة	ب
53	تحيز الإرساء والتعديل	ت
56	تحيز المحاسبة العقلية	ث

المبحث الثاني: التحيزات النفسية المعرفية

تمهيد:

يقول Schwartz (58 p. 2010) أن "المشكلة لا تكمن في الحصول على المعلومات عند صناعة القرار، بل في إدراك صانع القرار لهذه المعلومات بشكل صحيح"، حيث تقترح الدراسات الأخيرة في حقل المالية السلوكية أن "التأثيرات التراكمية المتولدة عن التحيزات النفسية المعرفية للمستثمرين هي تأثيرات منتظمة، تؤثر في الأسواق المالية من خلال أسعار الأصول وأحجام التداول، وعلى المستوى الكلي يمكن للسلوكيات الاستثمارية (السلوك غير العقلاني) أن تزيد من العائد على المخاطرة في الأسواق، كما تقود إلى خطأ في عمليات التقييم (Misvaluation) على مستوى السوق، وذلك بما يخلق فقاعات" (Korniotis & Kumar, 2008, p. 1)، "فالأحكام الاستثمارية تتخذ في ظل العديد من المتغيرات المعرفية التي تُنتج تأثيرات غير معروفة تحدّد توجّه هذه الأحكام، وإن معرفة هذه المتغيرات وتأثيرها يمكن من إزالة التوتر والضغط عند صانعي القرار جراء حالة عدم التأكد التي يعملون في ظلّها، ويضاعف من جودة القرار الاستثماري كنتيجة لهذه العملية" (Taffler & Tuckett, 2010, p. 96)، وعندما يقارن ChouLei (30 p. 2005) بين المستثمرين العقلانيين وغير العقلانيين، يجد أن "الاستثمار السلوكي يرفع من المخاطرة في السوق، ما يؤخر المراجعة فيه للمستثمرين العقلانيين على المدى القصير، حيث تجد العديد من الدراسات التجريبية أن هناك ارتباطاً بين القدرات المعرفية والعاطفية للمستثمرين وحصيلة استثمارهم بشكل جوهري بما يخرج غير العقلانيين من السوق غالباً"،

ويؤكد (Mitroi , 2014, p. 72) أنّه وبصرف النظر عن قوّة ومثانة البيانات الماليّة والإحصائيّة، فالبديل النهائي سيتم اختياره وتطبيقه من قبل أشخاص يتأثرون بالمخاوف والعواطف وغيرها من المحددات والقيود المعرفيّة، وبسبب كون هذه المحددات متكررة وقابلة للتنبؤ فالمستثمرون العقلانيون يستفيدون من القرارات غير العقلانيّة لتجار الضجيج (Noise traders) في الأسواق لتحقيق أرباح إضافية".

أولاً-الاستدلال في صناعة القرار:

يُعرّف الاستدلال على أنّه "الإيجاد والاستكشاف، ويشير إلى التقنيات المبنية على الخبرة المكتسبة لحل المشكلات والتعلم بصورة سريعة، وهو مفيد لحقل الاختبارات التجريبية ولكنّه غير مُثبت أو غير قابل للإثبات" (Merriam, 1963, p. 391)، وتتم الإشارة إلى الاستدلالات على أنّها "البديهيات، تعرّف على أنّها وسائل لتخفيض كميّة البحث المطلوبة من أجل إيجاد حل لمشكلة مطروحة، فهي في هذه الحالة اختصارات لتبسيط الطرق المعقدة لتقدير الاحتمالات والقيم بشكل ترتيبي كما يتطلب صنع القرار كنظام، وتلغي الحاجة إلى الاستخدام المكثّف للحسابات، حيث يربط صنّاع القرار احتمالات الخطر بكيفيّة توصيفهم للأحداث وليس بالأحداث نفسها كما تفترض نظريّة الاحتمالات التقليديّة" (Baker & Nofsinger, 2010, p. 57)، "فالاستدلال هو قاعدة أوليّة أو بديهية لصناعة القرارات حول الاحتمالات، الإحصاء، والنتائج المستقبلية، أمّا التحيز فهو الميل إلى الخطأ في هذا القرار، وتتم دراسة هذين المفهومين لفهم الاستدلالات التي يستخدمها المستثمرون في سبيل الوصول إلى قرارات استثمارية واقعية، ومجموعة التحيزات المرافقة

لهذه القرارات" (11 p. 2010, Shefrin)، وتُوصِل الاستدلالات إلى "حلول غير مضمونة من حيث النتائج، ولكن عندما يكون البحث الشامل مرهقاً بصورة كبيرة وغير عملي، يستخدم الأشخاص الاستدلالات لتسريع عمليات إيجاد الحلول من خلال اختصارات عقلية لخفض الحمولة المعرفية (Cognitive Load) في عملية صناعة القرار (القدرة على معالجة هذه المعلومات)، ومثال ذلك استخدام نتائج التجارب السابقة والأحكام الناتجة عنها عند تكرار العمليات نفسها في ظل نفس الظروف، والتكهّات، والأحكام النمطيّة (Stereotype)، والحس المنطقي. فالاستدلال الإدراكي يتميّز بالبساطة، والكفاءة، كما يتم نقله من خلال التعلم واكتساب الخبرة ويقدم تفسيراً لكيفية بناء الأشخاص لقراراتهم، وحلهم للمشاكل التي تعترضهم، ولكنّه عرضه للتحيّزات النفسيّة المعرفيّة في أغلب الأحيان" وذلك وفق (Gigerenzer, 1991, p. 15).

وتعبّر الاستدلالات عن "استراتيجيات استخدام معلومات جاهزة ومتاحة وقابلة للتطبيق لمعالجة المشكلات، وصناعة القرارات لدى الأشخاص وفي النظم، وإن فهم هذه الاستدلالات المختلفة يجعل من المفهوم توجّه مطوري البرمجيات وأنظمة التحكم الحديثة إلى تقديم المزيد من نظم دعم القرار التي تستخدم المنطق الضبابي (Fuzzy Logic)، والذكاء الصناعي (Artificial Intelligence)، من خلال الاعتماد على معلومات عامّة قابلة للتطبيق المباشر، بهدف التحكم في عمليات حل المشكلات وصناعة القرارات عند الأشخاص وفي الآلات، حيث تتميّز بكونها معياراً بسيطاً لصناعة القرار بسرعة، وتتّلى بالكفاءة للتمييز بين الخيارات السيئة والجيدة" (3 p. 1984, Pearl).

ويقول Payne et al. (1988, p. 534) أن "الاستدلالات المعرفية السريعة والبسيطة هي أكثر دقة من المعالجات المعيارية لصناعة القرار، كما أن صنّاع القرار من الأشخاص ومن خلال هذه الاستدلالات هم أكثر مرونة في استخدام استراتيجيات صناعة القرار الكفوءة من حيث الجهد المعرفي، وبشكل خاص عندما يتسع نطاق المهام والمطالب السياقية لعملية صناعة القرار"، ويقدم (Todd & Gigerenzer, 2000) دليلاً منهجياً على أن "الاستدلالات البسيطة تتفوق في الأداء مقارنة بالصيغ الرياضية المعقدة، وبشكل خاص عند التعرّض لبيانات جديدة، مما يعني أنّ البساطة في الاستدلال تقود إلى نماذج أقوى في صناعة القرار"، وذلك رغم أنّ "صنّاع القرار يتعرّضون لأخطاء معرفية عند استخدام هذه الاستدلالات، وينجم عن ذلك انحرافات منتظمة وحادة غير خاضعة لمحددات عملية صناعة القرار عند توافر الاحتمالات أو الخصائص الشخصية لصنّاع القرار" (Tversky & Kahneman, 1974, p. 1130).

ثانياً-المحددات المعرفية:

يقول Simon (1956, p. 138) الذي يدرس العقلانية المحدودة أنّه "في الواقع لا يوجد ما يُعرف بدالة المنفعة في عملية صناعة القرارات، ولا تتطلب هذه العملية أي إجراءات دقيقة لحساب القيم الحديثة للمنفعة بين عدّة بدائل متاحة، كما أنّ التحليل العلمي يضع شكوكاً جدية على جدوى النظريات الاقتصادية والإحصائية كأساس لتفسير خصائص العقلانية الاقتصادية بشكل صحيح، ويقترح مدخلاً أقرب إلى النظريات السلوكية للإدراك والمعرفة، وهو ما يتوافق أكثر مع الحقائق الملاحظة ميدانياً"، وفي مراجعة لحقل المالية السلوكية

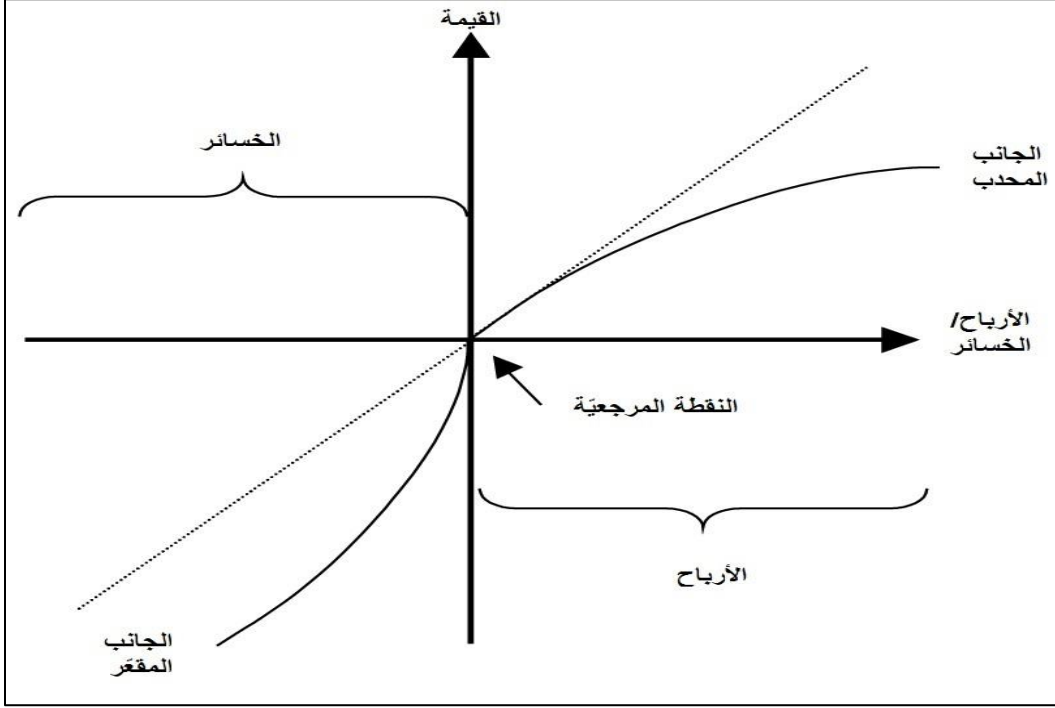
ومن خلال ارتباطه بالمستثمرين بشكل خاص قام الباحثون باختبار الأخطاء التي يرتكبها صناع القرار بسبب نقاط الضعف العاطفية أو المعرفية، "وصنّفت في فئتين من الأخطاء، تلك التي تتعلق بطريقة تفكير المستثمر وهي الأخطاء المعرفية (المسببات الباردة)، والتي تتعلق بطريقة شعور المستثمر وهي الأخطاء العاطفية (المسببات الحارة)، وقدموا الدراسات والمقترحات بهدف تخطي هذه الأخطاء" (Nofsinger & Baker, 2002, p. 99)، ويعرّف (الخطأ) التحيز المعرفي على أنّه "الخطأ المنتظم في صياغة الأحكام وصناعة القرارات، وتعود أسبابه إلى المحددات المعرفية، العوامل المحفزة المختلفة، أو نتيجة لمحاولة التكيف في البيئة الطبيعية" (Elsevier Inc., 2012, p. 531).

ثالثاً-نظرية التوقع:

تبنى العديد من السلوكيات الاستثمارية على ما يعرف بنظرية التوقع حيث "تحدد هذه النظرية صياغة وتقييم المستثمرين للقرارات التي يتخذونها في ظل حالات عدم التأكد، ففي البداية يحدد المستثمرون قراراتهم الاستثمارية في صيغة أرباح وخسائر محتملة بالنسبة إلى نقطة مرجعية محددة، ويلاحظ اعتماد المستثمرين المختلفين نقاطاً مرجعية مختلفة، ومن ثم يقيمون الاستثمارات بناءً على ما يعرف بدالة القيمة كما في الشكل(2)، ويلاحظ على المنحني أنّه محدّب بشكل بسيط نسبياً من جانب الأرباح فالتزايد في الأرباح لا يعني تزايداً في الإشباع بنفس الدرجة، فالإشباع المتولد لدى المستثمر من ربح \$1000 لا يعادل ضعف الإشباع المتولد جراء تحقيق ربح بمقدار \$500، بينما يكون هذا المنحني مقعراً بشكل حاد نسبياً من جهة الخسائر فالمستثمرون يتأثرون بشكل متزايد عند تضاعف خسائر استثماراتهم كما تفترض النظرية"، كما يقترح Nofsinger (2005, p. 6)، وهو ما يعد تعديلاً لدالة

المنفعة الأساسية وفرضية العقلانية الاقتصادية، فلا يلاحظ اتباع صناع القرار للصيغ الرياضية المعقدة عند مقاربتهم للبدائل المتاحة.

شكل رقم (2)، دالة القيمة



المصدر: تصميم الباحث

وتشرح دالة القيمة كما يقدمها كل من Kahneman & Tversky (1979, p. 277) في الأساس "تقييم وإدراك صناع القرار لمخرجات عملية صناعة القرار الاستثماري، وتعرف التغير في الثروة أكثر مما تقدم حالة نهائية أو قيمة مطلقة، حيث يشير تقعر دالة القيمة من جهة الأرباح إلى نفور المستثمرين من المخاطرة عند تحقيق الأرباح، وتحديبها من ناحية الخسائر إلى سعي المستثمرين للمخاطرة عند توقع الخسائر، كما يُلاحظ أنّ هذه الدالة أكثر ميلاً بالقرب من النقطة المرجعية، ما يعني أنّ التغير في إشباع صانع القرار ينخفض كلما ابتعد عن النقطة المرجعية التي يفترضها إطاراً سابقاً لبدائل القرار المتاحة".

رابعاً-أنواع التحيزات النفسية المعرفية:

يجد Seidenfeld (1995, p. 495) أن "التحيز النفسي المعرفي قابل للتنبؤ به، ويستدل بذلك على وجود تقنيات صناعة قرار ذات جدوى تمكّن من تجنب الأحكام المتحيزة الناجمة عن استخدام الاستدلال المعرفي، ويصنّف أخطاء الاستدلال في شقين، الأول هو التحيزات المعرفية، والثاني هو التأثيرات الاجتماعية، وتنجم الأولى عن محدودية القدرة المعرفية (نقص المعلومات أو نقص القدرة على معالجة المعلومات)، أو الذاكرة، أو الانتباه، أو قصور الاختصارات الإدراكية، وأمّا التأثيرات الاجتماعية فهي تقود صانع القرار إلى اعتبار عوامل لا ترتبط بالمشكلة المطلوب تجاوزها"، وقابلية هذا العنصر للدراسة والتحليل. ويتعرض هذا البحث إلى مجموعة الاستدلالات التي تقود عملية صناعة القرار الاستثماري وتمثّل أولاً إدراك صناع القرار للمعلومات المتوافرة عن بدائل القرار المتاحة، وأهم العوامل المؤثرة فيه من خلال دراسة تحيز التأطير، وثانياً تحديد المستثمرين لمعيار المخاطرة النسبي المتبّع ومكوناته من خلال تحيز الثقة المفرطة، وأخيراً المكونات الأساسية لنظرية المحفظة السلوكية من خلال تحيز الإرساء والتعديل المرتبط بالتقييم الجوهري للبدائل، وتوزيع الاستثمارات في مجموعات شخصية بتحيز المحاسبة العقلية، وتكون كالتالي:

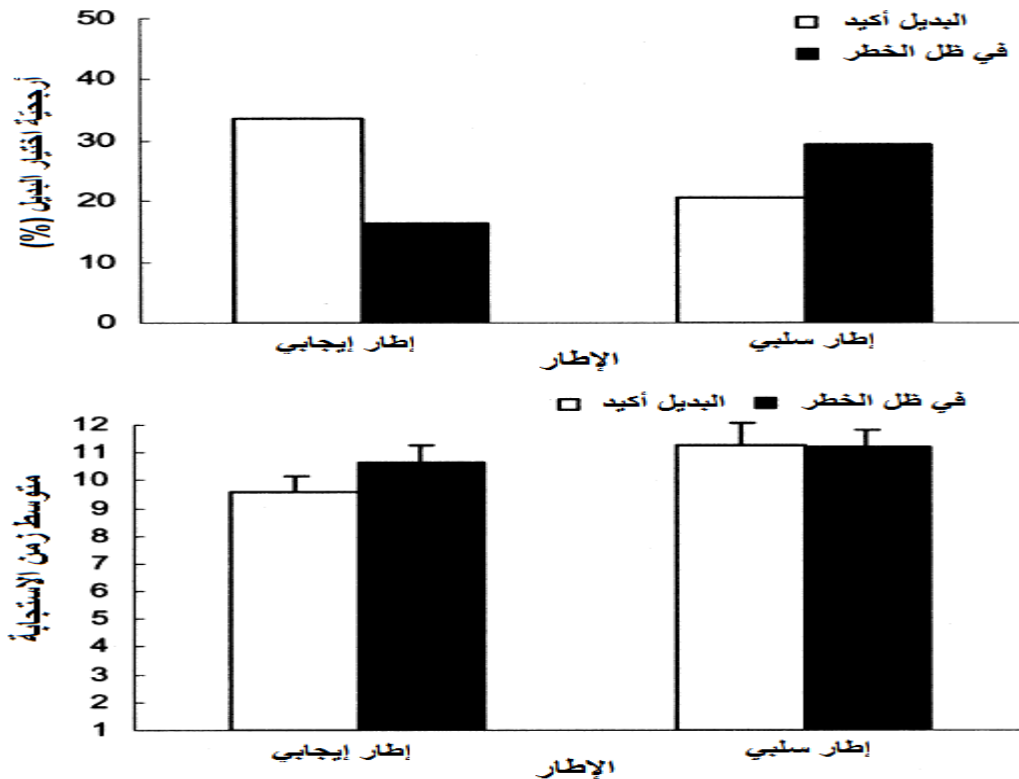
أ-تحيز التأطير (Framing Bias):

يقول Tversky & Kahneman (1981, p. 453) "أن المبادئ السلوكية التي تتحكم في إدراك مشكلات صناعة القرار وتقييم الاحتمالات والعوائد، تُنتج تحولات قابلة للتنبؤ في التفضيلات الشخصية لصناع القرار، وبخاصة عندما يتم تقديم المشكلات نفسها في

إطارات مختلفة، وتعد اعتمادية التفضيلات الشخصية على الصياغات المختلفة لمشكلة القرار ركناً أساسياً في نظرية صناعة القرار العقلاني، وحيث يفترض مبدأ العقلانية عدم تأثر تفضيلات صنّاع القرار بالتغير في الإطار الذي تقدم من خلاله المعلومات، وبسبب عدم كمال الإدراك والمعرفة البشريين، فإن التغير في الإطار المقدم يسبب تقلباً في الخيارات المعتمدة أو الرغبة النسبية في كل بديل من البدائل المتاحة"، فتختلف وقد تتعكس خيارات صنّاع القرار عندما يطلب منهم قرار محدد في مسائل متطابقة توصف بداية في إطار إيجابي (أرباح) ثم في إطار سلبي (خسائر)، وهو ما تفسره نظرية التوقع بتقديم تعريف للطريقة التي يقوم بها الأشخاص باتخاذ القرارات وصنع البدائل في مواجهة حالي عدم التأكد والمخاطرة، "فتتكون عملية صناعة القرار من مرحلتين من العمليات المعرفية، الأولى هي مرحلة تعديل (Editing) المعلومات المدركة والثانية هي تقييم هذه المعلومات (Evaluation)، ففي مرحلة التعديل يتم تنظيم، وتبسيط، وإعادة صياغة المعلومات والبدائل المتاحة، أما في مرحلة التقييم فيتم تخصيص القيم التي يتوقعها المستثمر للبدائل التي تمت صياغتها لاختيار الأفضل من حيث القيمة، وترتبط القيم التي يمنحها المستثمر للبدائل المتاحة بالعديد من العوامل وأهمها تحييز التأطير، وتتميز دالة القيمة لهذه النظرية بعدم التناظر، فالخشية من تحقيق الخسائر أكبر أثراً في إدراك المستثمرين للمعلومات من توقع الأرباح" (Nofsinger & Baker, 2002, p. 99). ويعتبر De-Martino et al. (2006, p. 684) "أنّ تحييز التأطير هو خرق لنظرية صناعة القرار العقلانية، وحيث تقوم فرضية العقلانية على أساس الاتساق الداخلي،

والحفاظ على تراتبية التفضيلات الشخصية على الدوام بصرف النظر عن الإطار الذي تقدم به البدائل، فقد تم إثبات خطأ هذه الفرضية من خلال الاختبارات التجريبية التي تجد العوامل المعرفية أشدّ أثراً في صناعة القرارات من المعايير الرياضية، وخاصة في ظل نقص المعلومات أو تعقيدها المؤثر في معالجتها"، فيُبدل جهد معرفي أقل في اختيار بديل يحقق عائداً مؤكداً مقارنة بالجهد المبذول لاختيار بديل يحقق عائداً في ظل المخاطرة أو عدم التأكد، وفي حالة تحقيق الخسائر، يتساوى الجهد المعرفي المبذول في حالة عدم التأكد أو حالة الخسائر المؤكدة" (Gonzalez et al. 2005, p. 3) وكما في الشكل (3)، تقارن نفس البدائل في حالتها الإيجابي والسلبي في ظل التأكد والمخاطرة.

شكل رقم (3)، تحيز التأطير



Source: (Gonzalez et al., the Framing Effect and Risky Decisions, 2005, p.10)

ما يُظهر الأثر الجوهري لتحيز التأطير في تحديد أرجحية البديل النهائي خلال عملية صناعة القرار، حيث تتقلب تفضيلات صنّاع القرار بتغيّر الإطار المقدم، ويُلاحظ ميل المستثمرين لاختيار بدائل ذات نسبة خطر مرتفعة نسبياً عندما تقدّم في إطار سلبي.

ب- تحيز الثقة المفرطة (Overconfidence Bias):

تعرف الثقة المفرطة على أنها "أكثر تحيزات الأحكام المعرفية بروزاً، حيث أظهرت العديد من الدراسات أن تحيز الثقة المفرطة يقود إلى قرارات غير عقلانية للمستثمرين والمديرين والسياسيين وغيرهم، وكان تحيز الثقة المفرطة موضوعاً بحثياً مطروحاً خلال القرن العشرين" وفق (Glaser et al. 1, 2012)، "كما يؤكد الباحثون أن المستثمرين الذين يتحلون بالثقة في قراراتهم الاستثمارية يميلون إلى المتاجرة بأحجام ومبالغ أكبر من المستثمرين العقلانيين، فتحدد خبرة متخذ القرار من بين عوامل أخرى كالجنس، والتعليم، والقدرات، والتوقعات المستقبلية مقدار ثقته باستثماره وإمكانية تكرار السلوك الاستثماري بصرف النظر عن الإفصاحات التي تقدمها الشركات المختلفة، ومستويات التأهيل التي تتحلّى بها إدارات تلك الشركات، والتوزيعات السابقة للأوراق المالية موضوع الاستثمار"، وفق ما يقول (Alrabadi et al. 29, 2011)، وتُظهر الدراسات التطبيقية في حقل الإدارة المعرفية "أن ثقة المدير بدقّة أحكامه تؤثر بشكل جوهري في قراراته في حالة تعقّد المعلومات المتوافرة أو نقصها، وترتبط إلى حد كبير بنتائج استثماراته السابقة فيميل لمضاعفة توقعاته عند تحقيق النجاح" (Zaiane & Abaoub, 2009, p. 7)، ونتج عن دراسة هذا المكوّن المعرفي أن "المستثمرين الذين يتاجرون بشكل كثيف يتلقون في

المتوسط عوائد أقل بشكل جوهري من غيرهم، ويحدد علماء النفس أن الأشخاص الذين يسجلون مستويات مرتفعة من الثقة بالنفس يبالغون في تقييمهم لمعرفتهم، كما يخفضون من أهمية المخاطر في قراراتهم، ويضاعفون من إمكانية سيطرتهم بشكل كلي على العوامل والأحداث المحيطة، ويتلقون المعلومات الجديدة على أنها تأكيد لقراراتهم وتفضيلاتهم الشخصية بدلاً من معالجتها بشكل موضوعي، وهنا المعلومات لا تقود إلى المعرفة" (Nofsinger, 2001, p. 16)، فعند انتقاء الأسهم لتشكيل المحافظ المالية، يكون مقدار الثقة بصوابية الأحكام الشخصية أهم العوامل التي تتحكم في قرار المستثمر، وتؤثر الثقة المفرطة على المستوى الكلي في السوق من خلال "زيادة حجم التداول بشكل جوهري، والتقييم الخاطئ للأصول عند ورود معلومات جديدة عنها، كما تخفض من أرباح التداول، وتزيد من عمق السوق، وتقلب أسعار الأصول فيها" (Odean, 1998, p. 1888).

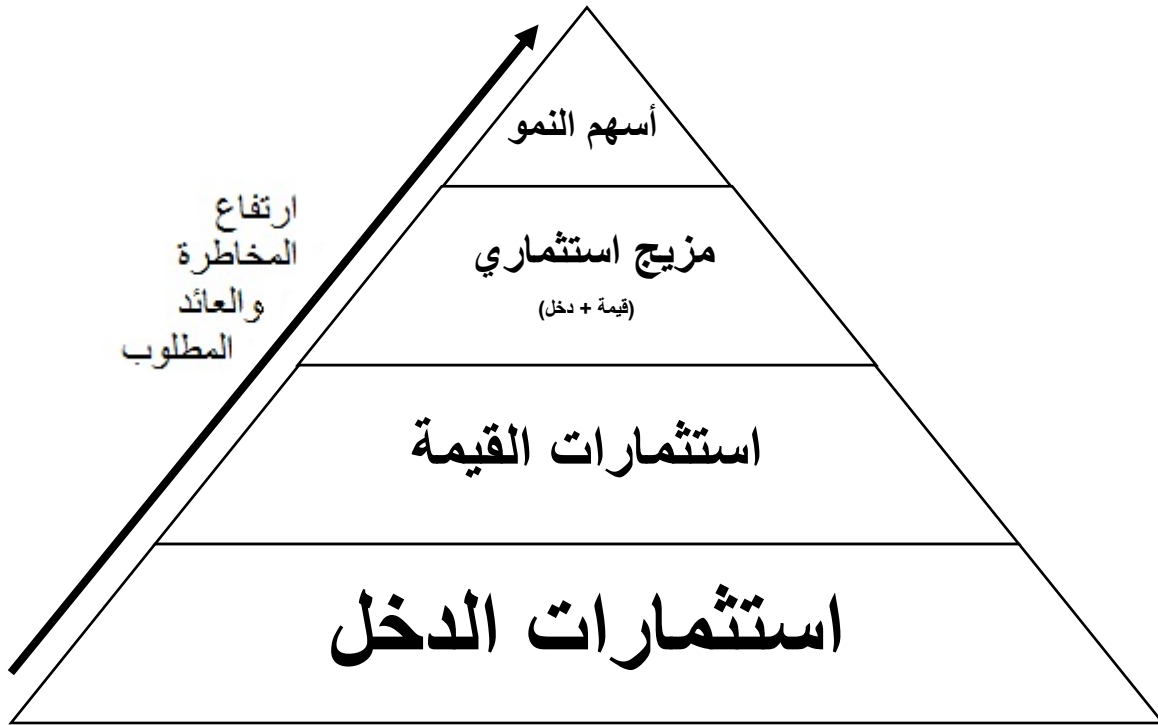
ت-تحيز المحاسبة العقلية (Mental Accounting Bias):

يعرّف Thaler (1999, p. 183) المحاسبة العقلية على أنها "مجموعة العمليات المعرفية التي يستخدمها الأفراد والمجموعات لتنظيم وتقييم وتتبع الأنشطة المالية التي يقومون بها، ويميز فيها ثلاثة مكونات أساسية الأول منها يصف كيف يدرك صانع القرار مخرجات عملية صناعة القرار، وكيف تتم عملية صناعة القرار ولاحقاً تقييمها، وأما المكون الثاني فهو يتعلق بتخصيص القرارات المختلفة إلى حسابات عقلية مختلفة، والمكون الثالث يتعلق بمدى تكرارية تقييم الحسابات العقلية"، ويقدمها Subash (2012, p. 22) على أنها "ميل الأفراد إلى تجزئة مواردهم من أموال ومعلومات وغيرها إلى حسابات منفصلة مبنية على

العديد من الأسباب الشخصية، حيث يخصص الأفراد قيماً مختلفة لأجزاء مختلفة من محافظهم الاستثمارية، وهذا ما يؤثر سلباً على صناعة القرار لديهم وسلوكهم في الاستثمار"، وهنا لا يدرس المستثمر الترابط القائم بين الأصول جميعها في المحفظة التي يسعى لتشكيلها وإنما يتم دراسة كل أصل على حدة وإنشاء اعتبار أو حساب عقلي له بمفرده، وبما لا يتطابق مع نظرية العائد مقابل المخاطرة التي تقدمها النظرية التقليدية أساساً لعمليات بناء المحافظ المالية، حيث تطبق هذه الأخيرة بشكل مجتزأ لكل أصل أو بشكل خاطئ من خلال إهمال الترابط بين الأصول المكونة للمحفظة، أو سوء إدراك درجة الخطر المقبولة من قبل المستثمر ودمج هذه الدرجة في القرار المتخذ، ويشير هذا التحيز إلى العرف الشخصي الذي يتبعه المستثمر عند تقييم البدائل الاستثمارية المتاحة له، ويعد تحيز المحاسبة العقلية "حجر الأساس في نظريات ونماذج المالية السلوكية لشرح سلوك وحركة الأسعار في السوق، فلا يستعرض المستثمرون في الأساس محافظهم الاستثمارية ككل كما تقترح نظرية المحفظة الحديثة بل يتم ذلك من خلال مقارنة الاستثمار كطبقات متميزة من الأصول (Distinct-Layers) وترتبط كل طبقة من هذه الأصول بهدف استثماري معين، (قد يكون الحصول على فائدة من النمو المتوقع، أو الادخار والاستثمار في أصول قليلة المخاطر، أو التأمين ضد كساد محتمل أو غيرها)، وتتميز القرارات التي يتخذها المستثمرون باختلاف الطبقات التي يتعلق القرار المتخذ بها، ويختلف إدراك وتقبل المستثمرين للخطر في كل طبقة" (Pan & Statman, 2012, p. 57)، ويقدم الباحثون الهرم التالي في الشكل (4) لتصنيف الأهداف والحاجات الاستثمارية، والذي "يشرح بعض

تفضيلات المستثمرين المختلفة وإمكانية تجزئة محافظهم الاستثمارية إلى محافظ جزئية بدلاً من دراستها جملة واحدة وفق ما تقتضيه النظرية المالية المعيارية، مع تبيان ارتفاع المخاطرة والعائد المطلوب باختلاف الطبقة (الهدف) التي يخصص المستثمر لها الموارد، وهو ما يمثل النظرية السلوكية في تشكيل المحافظ الاستثمارية" وذلك وفق ما يقترحه كل من (Raei & Ahmadinia, 2011, p. 152).

شكل رقم (4)، تحيز المحاسبة العقلية



Source: (Raei & Ahmadinia, A Study on Developing of Asset Pricing Models, 2011, p.152)

ويعرض الشكل (4) تشكيل المحافظ الاستثمارية كطبقات استثمارية مختلفة أو محافظ فرعية، بهدف تحقيق أهداف المستثمرين الشخصية المختلفة، خلاصة لما يعرف بتحيز المحاسبة العقلية، وأثره في تشكيل عملية صناعة القرار الاستثماري.

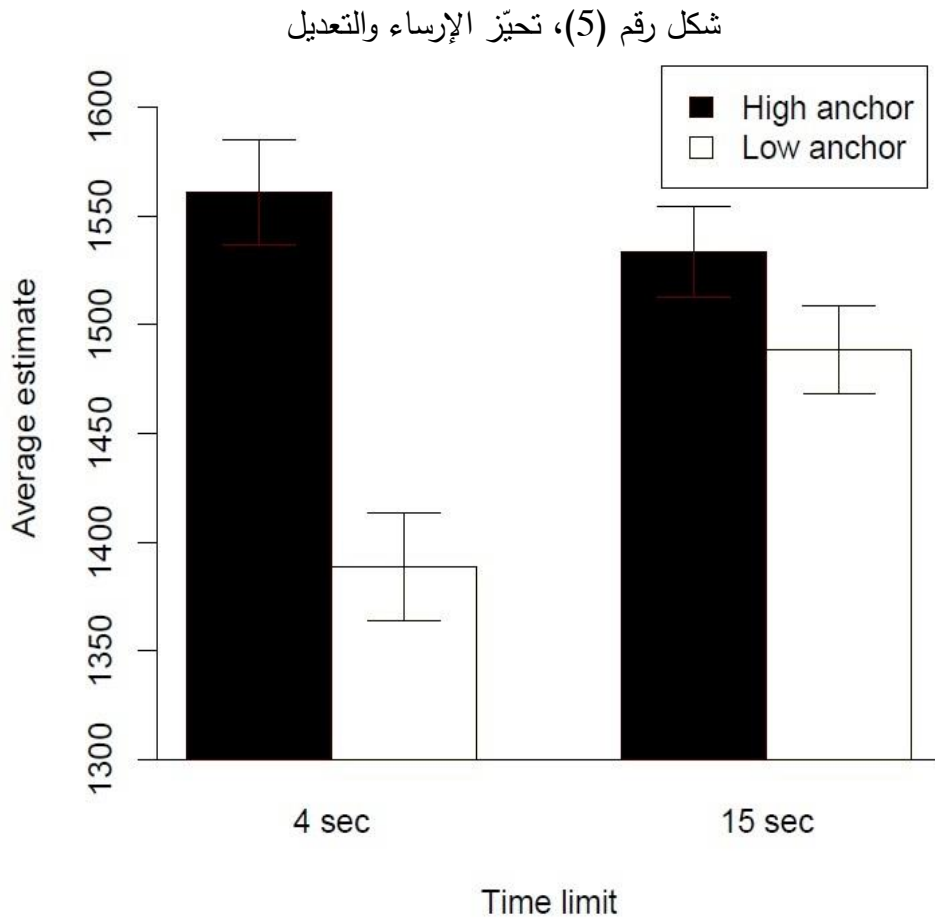
ث-تحيز الإرساء والتعديل (Anchoring and Adjustment):

يقول Epley & Gilovich (2006, p. 311) أن الإرساء والتعديل هو "إحدى الطرق لصناعة الأحكام الشخصية في ظل ظروف عدم التأكد، ويعني القيام بتحديد نقطة مرجعية بناءً على المعلومات المتوفرة وهو ما يعرف بالإرساء، ومن ثم القيام بتعديلات على هذه القيمة المرجعية بناءً على المعلومات المتواردة حتى يصل متخذ القرار إلى تقدير يرضيه، وإن هذا الاستدلال يعد أساس الكثير من الأحكام الحدسية، ويستخدم مبدأ التعديلات غير الكافية لشرح مفهوم تحيزات الإرساء والتعديل، ويمثل البحث في استدلال وتحيز الإرساء والتعديل حجر الأساس الذي يستند إليه الباحثون في تفسير الأحكام غير الدقيقة"، كما يؤكد Cheek, et al. (2015, p. 76) "الأثر الجوهري للقيم المرجعية في سلوك الأفراد عند قيامهم بعملية صناعة القرارات، وعدم جوهريّة عوامل أخرى تم اختبارها لتقليص هذا الأثر الجوهري ومنها تقييم صنّاع القرار لغيرهم، أو معرفتهم بذاتهم وقدراتهم الشخصية، كما يقع صنّاع القرار في أحكام غير مبررة جراء القيم المرجعية التي يحدّدونها في بداية عملية صناعة القرار لكل بديل سواء كانت هذه القيم كبيرة أو هامشية، ويتعدّى تأثير تحيز الإرساء والتعديل سلوك صنّاع القرار إلى التأثير بإدراكهم للبيئة الفيزيائية المحيطة بهم والتي تبنى تجاربهم عليها"، ويؤكد Smith, et al. (2013, p. 97) أن صنّاع القرار ومن خلال الإرساء والتعديل "يقومون بصياغة الأحكام والقرارات من خلال المرور بمرحلتين، الأولى وهي مرحلة مقارنة يتم من خلال المعلومات المتوفرة والأحكام السابقة بناء القيمة المرجعية، وعندها يقوم صانع القرار بمقارنة القيمة المرجعية بالهدف من عملية صناعة

القرار، والمرحلة الثانية يقومون بها بتحديد قيمة مطلقة للهدف المحدد من عملية صناعة القرار"، ويقول Tversky & Kahneman (1974, p. 1125) أن "الحصول على هذه القيمة المرجعية أو نقطة البداية يتم إما من خلال صياغة المشكلة، أو قد تكون نتيجة لعملية معالجة جزئية للمعلومات المرتبطة بالمشكلة المطروحة للبحث، وفي كلتا الحالتين السابقتين فإن التعديلات التي يجريها الأشخاص على القيمة الابتدائية لا تكون كافية حيث أن النقاط الابتدائية المختلفة تولّد تقديرات نهائية متفاوتة عند ثبات الظروف الأخرى، فيكون تحيز التقديرات النهائية بناءً على القيمة الابتدائية، ولا يحصل الإرساء فقط جراء إعطاء قيم ابتدائية، ولكن عندما يتخذ الأشخاص قراراتهم بناءً على نتائج معالجة جزئية للمعلومات المتوافرة لديهم، وفي حالات اتخاذ القرار في ظل عدم التأكد فإن هذا الاستدلال الإدراكي يقود إلى تقدير مبالغ به (Overestimation) للأحداث المترابطة الحصول حتى ولو لم تكن هي الأقرب إلى العقلانية، أو تقدير دون المستوى (Underestimation) للأحداث المتنافية الحصول بصرف النظر عن عقلانية هذه الخيارات، وقد درس أثر هذا الاستدلال الإدراكي على خيارات البيع والشراء للأسهم في البورصات حيث قيم المستثمرون الأسهم التي يكون نمو قيمتها الاسمية مستقلاً على أنها الأقل ترجيحاً مع أنها كانت الأقرب إلى مؤشر (Dow-Jones) طيلة فترة الاختبار". وتشير الدراسات الكلاسيكية وفق Smith & Windschitl (2011, p. 139) فيما يخص الإرساء والتعديل بشكل كبير إلى أن "الأشخاص يميلون إلى تحجيم ناتج العمليات الحسابية عند البدء بقيم صغيرة، مقارنة بمضاعفة هذا الناتج عند القيام بنفس العمليات

الحسابية بدءاً بالقيم الكبيرة، ويعزى هذا الأمر إلى مسببات غير منطقية أساسها تحيز الإرساء والتعديل، والسبب هو اعتماد القيمة الأولى في السلسلة أساساً للحل المفترض".

ويظهر الشكل (5) الاستجابات الزمنية للأشخاص عند تعرضهم لقيم ابتدائية مختلفة، مع التعديلات التي يجرونها بشكل تراكمي بسبب توارد المعلومات إليهم، ويظهر الفارق الكبير بين القرارات في حالة نقص المعلومات (عدم التأكد) المتزامنة مع الحاجة إلى تحقيق السرعة في اتخاذ القرار، وهي الحالة السائدة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية كما يفترض كل من (Smith & Windschitl, 2011, p. 142).



Source: (Smith & Windschitl, Biased Calculations, 2011, p. 142)

ويبرز الباحثون الدور الجوهرى للتلاعب بالحمولة المعرفية، وآليات الإدراك والاستقبال للمعلومات، كمحددات جوهرية في عملية الإرساء والتعديل أو التصحيح، كما يفرقون بين أنواع المعرفة المكتسبة لصنّاع القرار وأثر ذلك على آلية عمل هذا الاستدلال وصياغة الأحكام الحالية والمستقبلية (Smith A. , 2011).

وتشير الدراسات إلى الأثر المباشر والجوهري للتحيزات النفسية المعرفية المدروسة والعلاقة التي تربطها بالسلوك الاستثماري من خلال المتغير الديموغرافي وبخاصة الجنس والدرجة الأكاديمية لصانع القرار (Ortoleva & Snowberg, 2015)، و (Camerer, 2016)، و (Chase, 2015)، وطرق معالجة هذه التحيزات بالعودة إلى تشريعات أكثر فعالية³، والشفافية والحوكمة التي تتيح للمستثمرين الانتباه إلى الأخطاء المرتكبة وتجاوزها بشكل مضطرب⁴، وبما يسهم في رفع كفاءة السوق المالية، وهو ما يجمع عليه الباحثون في مجال العلوم السلوكية، فضلاً عن التركيز على تثقيف المستثمرين وتطوير إدراكهم لمسببات التحيز النفسي المعرفي ونتائجه على المدى القصير آثار ذلك على المستوى الجزئي.

³ من قبيل ما قامت به السلطة التنفيذية في الولايات المتحدة الأمريكية باستصدار القرار التنفيذي رقم /13707/ لعام 2015، والوارد في الملحق رقم /4/، والذي يشجع الوكالات والجهات الحكومية الأمريكية على الاستفادة من مخرجات حقل المالية السلوكية في سبيل تقديم خدمات أكثر فعالية، ورفع كفاءة العمليات.

⁴ ومثال ذلك اعتماد لجان دائمة منها لجنة تدقيق داخلي ولجنة موارد بشرية، فضلاً عن لجان مؤقتة لمراقبة العمليات ورفع كفاءتها تتبع لسويات إدارية مختلفة وبصلاحيات متناسبة، بهدف تحسين العمليات وتجاوز الصعوبات التي يواجهها المستثمرون.

المبحث الثالث: نظرية القرار الاستثماري		
61	تمهيد	
62	مفهوم وتطور صناعة القرار الاستثماري	أولاً
67	العقلانية المحدودة ونظرية القرار	ثانياً
69	النظرية السلوكية في تشكيل المحافظ الاستثمارية	ثالثاً
71	الارتباط بين التحيزات النفسية المعرفية وسلوك صناع القرار الاستثماري	رابعاً

المبحث الثالث: نظرية القرار الاستثماري

تمهيد:

يقول Sibony & Lovallo (2010) أن "ترك التحيز النفسي المعرفي بدون دراسة وفحص عند اتخاذ القرارات الاستثمارية يدمر عملية صناعة القرار الاستراتيجية، بينما يمكن التعرف إليها وتجنبها من تطوير الأداء التنظيمي"، وبينما يفصل Chase (2015) بين القرارات كجزء من سياق (Contextual Decision) والقرارات الساكنة، يقول بأن "اتباع الأحكام الشخصية لصناع القرار هو الخيار الأفضل في ظل بيئة متغيرة وهو ما يعرف بالقرار ضمن السياق، بينما يعد الاعتماد على النماذج الكمية من محددات نجاح القرارات في الشركات التي تعمل في بيئة مستقرة وساكنة"، وحيث تُقدّم عملية صناعة القرار على أنها قلب العمل الإداري وأهم الوظائف الإدارية وأصعبها، يتم تعريفها على أنها "من العمليات المعرفية الأساسية في السلوك البشري، وينتج عنها اختيار إجراء محدد أو مسار من الإجراءات ضمن مجموعة من البدائل بناءً على معيار تم اختياره، وتدخل عملية صناعة القرار المعرفية في العديد من التطبيقات" (Wang & Ruhe, 2007, p. 73)، وإن نماذج صناعة القرار "تتراوح بين نقطتين يعتمد تحديدهما على مقدار التأكد من نتائج كل بديل متّبع، فتكون حالة "التحديد (التأكد التام)" عندما تعرف نتيجة القرار قبل اتخاذه ويتحدد البديل المتّبع بناءً على النتيجة المطلوبة، والحالة الثانية هي حالة "عدم التأكد التام" ولا تتوافر فيها معلومات مسبقة عن نتائج البديل المتّبع، وتقع بين هاتين الحالتين مسائل القرار في ظل "المخاطرة"، وتتباين القرارات المتخذة في هذه الحالات تبعاً للعديد من

العوامل منها المعيار المحدد، والمعلومات المتوافرة، وجودة هذه المعلومات، والمعيار الأهم هو مقدار المخاطرة المرافق لكل بديل من البدائل المتاحة" (Riabacke, 2006, p. 1).

ويعزو Clemen & Reilly (2000, p. 3) السبب الأساس لدراسة تحليل القرارات إلى "أن تطبيق تقنيات صناعة القرار تقود إلى قرارات أمثل، حيث بالإمكان الحصول على عائد أكبر في ظل هيكل واضح لعملية صناعة القرار"، ويهدف هذا الفصل إلى تقديم مراجعة للنظريات المتعلقة بعمليات صناعة القرار، ودور العوامل النفسية والمعرفية في صياغة القرارات، وشرح الارتباط بين هذه العوامل وعملية صناعة القرار الاستثماري.

أولاً-طبيعة وتطور صناعة القرار الاستثماري:

بما أن الإسهامات في نظرية صناعة القرار جاءت من الكثير من الحقول الأكاديمية، فإن الباحثين يقسمون مناهج التحليل في نظرية صناعة القرار إلى منهج المدخل المعياري (Normative Approach) الذي يقوم على أساس وضع المفاهيم والنماذج ومحاولة تفسير عملية صناعة القرار وفقاً لها، وبالتالي يدعم العقلانية الاقتصادية عند صناع القرار، ويسعى لتعظيم المنفعة المتوقعة جراء قرار محدد، أي يُبنى هذا المدخل على تقييم جودة القرار المتخذ، والمدخل الوصفي (Descriptive Approach) الذي يتألف من العديد من التقنيات والمفاهيم لتقييم ومقارنة درجات المخاطر وعدم التأكد المرتبطة بالقرارات الاستثمارية المختلفة، وهو في النهاية منهج وضعي يعالج عملية صناعة القرار كما يقوم بها الأفراد، ويسعى بشكل أساسي إلى تحديد كيفية مقارنة الأشخاص لعملية صناعة القرار في شتى المجالات وذلك وفق كل من (Macmillan, 2000)

و(Kahneman & Tversky, 1972)، كما تم تقديم مدخل ثالث في دراسة نظرية صناعة القرار من قبل Smith & Winterfeldt (2004, p. 562) يصنّف البحث في نظرية صناعة القرارات على أنه مدخل إرشادي (Prescriptive) من خلال "دمج المدخلين السابقين، فيهدف إلى مساعدة الأشخاص على صناعة قرارات أمثل من خلال نماذج المدخل المعياري، مع الأخذ بالاعتبار المدخل الوصفي وما يطرحه من محدودية القدرات الإدراكية والمعرفية والتحيزات النفسية المؤثرة فيها، حيث يرى العديد من الباحثين نظرية صناعة القرار مدخلاً إرشادياً".

"وفي العقود الماضية كانت دراسة نظرية صناعة القرار تخصصاً تناوله الاقتصاديون، والإحصائيون، والفلاسفة الذين طوروا نماذج معيارية (Normative) عن آلية وإجراءات صنع القرارات، وتقوم في إطار تحديد المشكلة بعناية، وتوضيح صنّاع القرار لتفضيلاتهم الشخصية، وجمع المعلومات الممكنة عن الخيارات (أخذاً بالاعتبار القيود المفروضة) نظراً إلى احتمالات حصولها النسبية، ومن ثم اختيار البدائل التي سيتم اتباعها بناءً على قاعدة تعظيم المنفعة من صناعة القرار المنتقاة سلفاً بناءً على أهداف صنّاع القرار، ومع اعتماد هذا المنهج كمعيار فإن دراسات صناعة القرار الاستثماري لا تزال قاصرة من المنظور الإرشادي (Perspective)، حيث لا يستفيد صنّاع القرار من المعلومات المتاحة إلى الحد الأقصى، ولا يتبعون الإرشادات الإحصائية عند تعاملهم مع حالات عدم التأكد والمخاطرة، ولا يقيمون مفاضلة منطقية بين القيم التبادلية أو المتعارضة، كما لا يتبعون قواعد تعظيم المنفعة المتوقعة" كما يفترض كل من Lau & Levy (1998, p. 30).

وفي حين يسعى الباحثون إلى معرفة آلية تحليل وصناعة القرار عند المستثمرين، يقول Larrick (1993, p. 440) "أن العوامل النفسية هي الأساس في الإجابة على السؤالين الذين يحددان هذه الآلية، وهما كيفية تخصيص الأشخاص للقيمة لكل بديل من البدائل المتاحة لعملية صناعة القرار، وكيفية تقييم وإدراك الخطر المرفق بكل بديل من بدائل القرار، ويقول أن هناك ثلاثة نماذج أساسية في العلوم الاقتصادية لتقدير منفعة البدائل المتاحة في ظل نظرية القرار، وهي نظرية المنفعة الأساسية (Bernoulli, 1738)، ونظرية المنفعة المتوقعة (Neumann & Morgenstern, 1944)، ونظرية التوقع (Kahneman & Tversky, 1979)" وتشير جميعها إلى البعد الزمني للعملية.

يعد كل من عمل Bernoulli (1738) [Sommer translation, 1954] الذي يهتم ببناء أنموذج لصناع القرار وفق ما يقدمه عن نظرية المنفعة الأساسية والحلول الرياضية للمعضلات التي تواجههم، وبالتحديد عند القرار بشراء بوالص التأمين ومعضلة سانت بطرسبورغ، وما يقدمه تالياً (Bayes, 1763) عن مبدأ الاحتمالات الشرطية ودورها في تحديد التفضيلات الشخصية عند صناعة واتخاذ القرارات من خلال شرح سلوك صناع القرار بالنماذج الرياضية اعتماداً على مفهوم الاحتمالات الشخصية، وهو ما عرف بالنظرية البايزية (Bayes Theorem)، يعدّان الأساس الذي تبنى عليه نظرية القرار الاستثماري اليوم من خلال الدمج بين الاحتمالات الشخصية والمنفعة الشخصية لبناء التفضيلات النسبية لكل مستثمر.

وكانت انطلاقة نظرية صناعة القرار من خلال كتاب (Ramsey, 1931) الذي يسعى إلى تأكيد العلاقة ذات الدلالة بين المنفعة الشخصية والاحتمالات في سياق شرحه لتفضيلات المستثمرين وآليات صنع القرار، من خلال تطويره أنموذجاً لشرح تفضيلات صنّاع القرار مبنياً على مبدأ الاحتمالات الشخصية وإسهامها في تحديد المنفعة المتوقعة لكل بديل من بدائل القرار الممكنة.

ويبرز دور (Neumann & Morgenstern, 1944) الأساسي في تقديم الطرق الرياضية لشرح دالة المنفعة وكيفية اشتقاقها من التفضيلات الشخصية للاعبين، حيث يُعرّف الأنموذج المقدم بنظرية المنفعة المتوقعة (Expected Utility)، وهي دراسة الاحتمالات الشرطية في نظرية الألعاب لحالاتي العائد في ظل عدم التأكد والمخاطرة، ويُسمّى بعدها (Savage, 1957) بمحاولة الربط بين العلوم الاقتصادية ونظرية المنفعة التي قدّمها (Neumann & Morgenstern) من خلال أنموذج الاحتمالات الشرطية الشخصية (Subjective Expected Utility) لشرح تفضيلات صنّاع القرار.

وقد قام Allais (1952) بمراجعة نقدية لنظرية المنفعة الرياضية، عبّر فيها عن عدم اتباع صنّاع القرار للقاعدة الرياضية لتعظيم المنفعة بشكل منتظم، وأوضح ضرورة أخذ علم النفس في الحسبان عند تقدير قيم المنفعة، وذلك من خلال (Allais Paradox) التي تبرز الدور المحوري للجانب النفسي في نظرية صناعة القرار في ظل عدم التأكد والمخاطرة، فيقول "أنّه وبالنسبة لكل فاعل اقتصادي لا يوجد دليل على أنّ اتباع قاعدة

التعظيم الحسابي للمنفعة يمكن أن يفسر السلوك المتبع" (Allais, 1988, p. 240) وبهذا يكون أول من قدّم المدخل الوصفي في عمليات صناعة القرار.

وأخذاً بالاعتبار إسهام (Edwards, 1954) في تلخيص الدراسات المرتبطة بنظرية صناعة القرار في الحقل الاقتصادي، حُدّد التوجّه الوصفي في نظرية صناعة القرار بإدراك صعوبة اعتماد العقلانية الاقتصادية كمدخل للمفاضلة بين البدائل المتاحة، والدلالة بشكل عملي من خلال الاختبارات التجريبية على ضعف هذه الفرضية، وتم اعتماد نظرية تعظيم المنفعة المتوقعة الشرطية أساساً لمقارنة واكتشاف نقاط ضعف المدخل المعياري في مقابل المدرسة السلوكية في صناعة القرار، وتقديم التفسيرات في النظرية المعيارية من وجهة النظر السلوكية، حيث يقول Wheeler & Beach (1968, p. 36) بأن "الدراسات التجريبية للاحتتمالات الشخصية للبدائل عند صناعة قرار محدد، تتبع بشكل ضئيل ما تقترضه نماذج المدخل المعياري والنظرية البايزية (Bayesian Theorem)".

وانطلاقاً من ضعف النماذج المعيارية في شرح السلوك البشري والتنبؤ به، يؤكد كل من Kahneman & Tversky (1972, p. 431) أن "الأشخاص لا يتبعون مبادئ نظرية الاحتمالات عند صناعة القرارات في حالة عدم التأكد، حيث أن مفهوم الاحتمالات لا يعد مفهوماً حدسياً، كما أن تطبيقه ليس بالأمر السهل، وبالنتيجة فإن انحرافات الأحكام الشخصية عن العقلانية تبدو أساسية، منتظمة، وجوهرية، وصعبة الإقصاء، حيث يستبدل الأشخاص قواعد الاحتمالات باستدلالات معرفية تعطي نتائج منطقية في بعض الأحيان، وفي كثير من الحالات تفشل في بلوغ عتبة القرار المنطقي والعقلاني"، وهو ما عُدّ أول

طرح لما عرف لاحقاً بنظرية صناعة القرار السلوكي، من حيث مقارنته لكيفية صناعة القرارات في الواقع كما يقدمها المدخل الوصفي، ويضيفان (1972, p. 452) بأن "دراسة الاستدلالات والتحيزات المؤثرة بها هو الخيار الأفضل لمقاربة عناصر السلوك البشري ومحددات صناعة القرارات بشكل دقيق"، "فيستخدم صنّاع القرار عدداً محدوداً من الاستدلالات عند تحليلهم للحالات المعقدة وحالات عدم التأكد لتبسيط عملية صناعة القرار" (Kahneman & Tversky, 1973, p. 207).

ثانياً-العقلانية المحدودة ونظرية القرار:

إن مفهوم المنفعة الاقتصادية هو أساس تعريف العقلانية في نظرية القرار، وحيث "يقدم فلاسفة النفعية في الاقتصاد وبشكل أساسي (Bentham, 1781)، الهدف من السلوك البشري على أنه تحقيق المتعة وتجنب الألم، أمكن بناء مفهوم المنفعة على هذه الخصائص المحورية حيث تعبّر القيمة الإيجابية للمنفعة عن المتعة، والقيمة السالبة عن الألم، ويحمل تعريف المنفعة في هذا السياق بعداً زمنياً، فهي "متعة المستقبل" (Hedonism of the Future) جراء قرار آني، ما يمكّن صنّاع القرار من تصنيف بدائلهم كأساس لنظرية الخيار النفعي (The Utility Theory of Choice) كما يقول Edwards (1954, p. 383)، ويؤكد Read (2004, p. 2) أن "المفهوم السابق للمنفعة، وبسبب عدم قابلية المتعة للقياس كما يقدمها (Bentham)، يقود الباحثين إلى تعريفها ضمن إطار نظرية الخيار العقلاني (Rational Choice Theory)، وهو ما تم تطويره لاحقاً إلى ما يعرف بنظرية القرار" ويعزى ذلك إلى ضعف وسائل القياس السلوكية في تلك

الفترة، فيقدّم Kahneman et al. (1997) "نموذجاً سلوكياً كاملاً لقياس المنفعة المختبرة بناءً على اختبار الأوزان الترتيبيّة لتفضيلات وبدائل صنّاع القرار الشخصية"، وفي النهاية يسعى صانع القرار إلى تعظيم المنفعة المكتسبة كأساس لاختيار البديل في نظرية القرار بصرف النظر عن طريقة قياس هذه المنفعة.

وتعرّف صناعة القرار الاستثماري على أنّها "عملية إدراكية بشرية، تتضمن ظواهر شخصية واجتماعية مبنية على اعتبارات ونماذج قيمية وفعليّة، وتتضمن اختيار نشاط سلوكي من بين مجموعة من البدائل، بهدف التقدم نحو تحقيق بعض المكتسبات" وذلك وفق ما يقترح Shull et al. (1970, p. 41)، كما يطرح الباحثون العديد من التعريفات لمفاهيم العقلانية المختلفة، وذلك من خلال توصيف الرجل العقلاني أو الاقتصادي (Homo Economicus) بتحديد ثلاثة خصائص محورية تجسد مفاهيم المدخل المعياري حيث يقول Edwards (1954, p. 381) بأن "على الرجل الاقتصادي أولاً أن يكون عالمياً بكل تفاصيل القرار الذي يُقدم عليه والعوائد الشرطية المتوقعة لجميع البدائل المتاحة له (Completely Informed)، وثانياً أن يكون غير محدود الحساسية تجاه التغيرات في العائد الشرطي لبدائل صناعة القرار، فالخيارات المتاحة هي خيارات مستمرة وقابلة للتجزئة إلى حد كبير، وبالتالي عليه أن يحدد خياره الأمثل ويكون قادراً على تبريره بشكل منطقي (Infinite Sensitivity)، وثالثاً على الرجل الاقتصادي أن يكون عقلانياً في السلوك الاستثماري، حيث يتطلب هذا الأمر تحقيق شرطين معاً، الأول وهو قدرته على ترتيب البدائل المتاحة له في ظل موارد محدودة على أساس واضح، والثاني هو أنّه يعظّم

المنفعة الاقتصادية من بدائل قراره، ففي حالات القرار في ظل عدم التأكد والمخاطرة فهو يعظّم المنفعة الشرطيّة المتوقعة من البديل الاستثماري الذي يختاره، وفي حالة التأكد فهو يعظّم العائد الأكيد من القرار".

ثالثاً- النظرية السلوكية في تشكيل المحافظ الاستثمارية:

تطوّرت النظرية المالية عبر العديد من النماذج الكمية منها أنموذجي محفظة كل من Markowitz لتقليل الخطر، ومحفظة Roy المبنية على الأصول الحافظة للقيمة، وألحق بها العديد من التعديلات لتواكب الاختلالات الظاهرة في الأسواق المالية، وكان آخرها اقتراح محفظة استثمارية مُداره ومبنيه على أساس سلوكي في عام (2000)، حيث تقوم هذه النظرية على أساس المحاسبة العقلية الشخصية للمستثمرين وتتبع الإرساء والتعديل كاستراتيجية وتتكون من العناصر التالية وفق (Shefrin & Statman, 2000):

أولاً- السلامة مع النمو حيث يهدف جميع المستثمرين إلى اقتناء أصول متنوعة بحيث تضمن لهم الأمان مع مستوى مخاطرة منخفض، مع أصول مختلفة ومتنوعة تحقق أرباحاً مرتفعة ولكن بمستوى مخاطرة مرتفع أيضاً، والفارق هنا هو اختلاف طلب المستثمرين لدرجات أمان متنوعة.

ثانياً- تشويه الاحتمالات الموضوعية حيث يبالغ الأفراد في ردّة فعلهم تجاه العديد من الأحداث ضعيفة احتمال الحصول ولا يقدّرون أحداثاً أخرى، وهذا ما يفسّر نجاح العديد من المنتجات المالية التي تقوم على الحظ، ومثالها سحوبات اليانصيب، التي تتنافى مع مبدأ العقلانية في الاستثمار بسبب حجم المخاطرة

المرتفع ورغم ذلك تحقق أفضل النتائج خلال الدورات المالية المتتالية، ويعبر عن هذا السلوك بالتفاؤل والتشاؤم لدى المستثمرين.

ثالثاً- المحاسبة العقلية وهو ما يميز هذه المحفظة بالقرار الاستثماري السلوكي المتخذ في تشكيلها عن المحافظ الاستثمارية التي تتبع المقياس الرياضي للخطر والعائد، وتم تطوير هذا المفهوم ليصار إلى قياسه ربطاً بإدراك المستثمرين للخسائر بشكل مبالغ به وللأرباح دون المستوى فضلاً عن تقسيم المحافظ المشكلة إلى طبقات استثمارية.

ويمكن المقارنة بين المحفظة التقليدية التي تعتمد معيار خفض التباين، وتعظيم العائد الوسطي، والمحفظة السلوكية من خلال الجدول (1):

جدول رقم (1)، نظريات المحافظ الاستثمارية

نظرية المحفظة الكفوءة	تضم هذه المحفظة أصولاً تم حساب ارتباطها سلفاً في سبيل تحقيق أكبر قدر من العائد مع مخاطرة محددة
نظرية المحفظة السلوكية	تتكون المحفظة في هذه الحالة من طبقات من الأصول بعضها لضمان عدم الافلاس وهو بدون مخاطر والآخر لضمان أرباح مرتفعة مع درجة خطر عالية

Source: (Shefrin & Statman, Behavioral Portfolio Theory, 2000)

رابعاً-الارتباط بين التحيزات النفسية المعرفية وسلوك صناع القرار الاستثماري:

هناك عدد كبير من التحيزات النفسية المعرفية في حقل المالية السلوكية، حيث يكون لكل من هذه التحيزات والاستدلالات المعرفية آثار على الاستثمار، ويعرض الجدول (2) التحيزات في هذه الدراسة وأثرها على عملية القرار الاستثماري:

جدول رقم (2)، أثر التحيز النفسي المعرفي

نوع التحيز	الآثار على عملية صناعة القرار الاستثماري	النتائج الاستثمارية
تحيز التأطير	بناء القرارات على تفضيلات شخصية تتباين حسب الإدراك الشخصي لسياق المعلومات، ما يتعارض مع مبدأ العقلانية.	ضعف في الاستراتيجية الاستثمارية، وسوء معالجة للبيانات المتاحة.
تحيز الثقة المفرطة	عدد كبير من عمليات الشراء والبيع، مقدار مرتفع من المخاطرة، فشل في تحقيق التنويع المطلوب.	يدفع المستثمرون في هذه الحالة عمولات كبيرة للوسطاء، كما أن احتمال تحقيق الخسارة في استثماراتهم مرتفع أيضاً.
تحيز الإرساء والتعديل	يقود إلى تقييم خاطئ لأسعار الأصول مبني على معلومات غير ذات صلة، وبناء القرار الاستثماري عليها.	كثرة الفرص الاستثمارية الضائعة، وتوقيت دخول أو خروج خاطئ إلى سوق الورقة المالية.
تحيز المحاسبة العقلية	تنويع ضعيف، أو سيء، أو لا تنويع على الإطلاق في المحفظة الاستثمارية.	تأثيرات غير عقلانية وسلبية على الاستثمارات.

Source: (Subash, Role of Behavioral Finance in Portfolio Investment Decisions, 2012)

وهو ما يُلاحظ من خلال العمل الاستثماري وإجراء الدراسة الميدانية على مفردات البحث.

الفصل الثالث: الإطار العملي للبحث		
المبحث الأول: وصف مجتمع وعينة الدراسة		
74	تمهيد	
74	القوانين الناظمة للعمل في سوق دمشق للأوراق المالية	أولاً
76	تطور بعض مؤشرات سوق دمشق للأوراق المالية	ثانياً
77	ماهية شركات الوساطة والشركات المدرجة في السوق وطبيعة مفردات العينة	ثالثاً
77	أقسام سوق دمشق للأوراق المالية وآلية التداول	رابعاً
المبحث الثاني: اختبار الفرضيات والدراسة الميدانية		
85	تمهيد	
86	بناء أداة الدراسة، ومكوناتها، وتطويرها	أولاً
89	الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات	ثانياً
91	صدق وثبات الاستبانة	ثالثاً
95	وصف عينة الدراسة	رابعاً
101	اختبار اعتدالية التوزيع والفرضيات	خامساً
المبحث الثالث: النتائج والمقترحات		
126	النتائج	أولاً
130	العلاقة بين نتائج هذا البحث ونتائج الدراسات السابقة	ثانياً
132	المقترحات	ثالثاً

المبحث الأول: وصف مجتمع وعينة البحث		
74	تمهيد	
74	القوانين الناظمة للعمل في سوق دمشق للأوراق المالية	أولاً
76	تطور بعض مؤشرات سوق دمشق للأوراق المالية	ثانياً
77	ماهية شركات الوساطة والشركات المدرجة في السوق	ثالثاً
77	أقسام سوق دمشق للأوراق المالية وآلية التداول	رابعاً
78	أقسام السوق	أ
79	الأوراق المالية القابلة للتداول	ب
80	فترات جلسات التداول	ت
81	أوامر التداول	ث

المبحث الأول: وصف مجتمع وعينة البحث

تمهيد:

تمثل أسواق النقد والأوراق المالية ورأس المال القنوات التي يتم من خلالها انتقال الفائض لدى بعض الوحدات الاقتصادية لتغطيه العجز لدى وحدات أخرى مقابل عائد محدد، ويلعب سوق دمشق للأوراق المالية دوراً هاماً في وضع إجراءات كفيلة بضمان تداول كفاء وشفاف، ومعايير مهنية لشركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها، فضلاً عن التحقق من قوة ومتانة الأوضاع المالية لشركات الخدمات والوساطة المالية، ووضع الإجراءات والقواعد السليمة والسريعة لنقل وتداول الأوراق المالية، وبالتالي القدرة على تسهيل الأوراق المالية ضمن مجموعة من الإجراءات التي تكفل تداولاً منطقياً وعقلانياً، يقترب بالسوق المالية من الكفاءة في الأداء من خلال انعكاس المعلومات الجوهرية المؤثرة بشكل مباشر وغير مباشر في أسعار الأصول والعوائد المتوقعة لهذه الأصول.

أولاً-القوانين النازمة للعمل في سوق دمشق للأوراق المالية:

طالما قيست كفاءة السوق من خلال انعكاس المعلومات المتداولة الجوهرية والمؤثرة في أسعار الأسهم والعوائد المطلوبة على المخاطر لكل ورقة مالية، إضافة إلى مجانية المداولات، والحرية في الخروج والدخول إلى العملية الاستثمارية في السوق بكلفة منخفضة، فإن إدارة السوق تعمل على ضمان نشر وتوزيع هذه المعلومات لتكون متاحة لجمهور أصحاب المصلحة، وأن تتسم هذه المعلومات بالمصادقية والقابلية للمقارنة. ونتيجة لآثار الأزمة العالمية الأخيرة القاسية والتي سببت تقلباً مفاجئاً للأسعار على الصعيد العالمي،

فإن الجهات ذات الاختصاص عملت جاهدة للإحاطة بكم كبير من القوانين والتشريعات التي تؤطر العملية الاستثمارية، وتجعل منها عملية ذات مصداقية مرتفعة حرصاً على مصالح المستثمرين، ومنعاً للتلاعب بمقدّراتهم، وتم ذلك إلى درجة كبيرة من خلال مجموعة متكاملة من القوانين والأنظمة التي تتابع تطبيقها هيئة الأوراق والأسواق المالية في الجمهورية العربية السورية، والنظم التي تشير إلى حوكمة الشركات كأساس في العملية الاستثمارية، وتمنع التلاعب بالقيم والمعلومات في السوق المالية.

وقد أحدثت سوق دمشق للأوراق المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم /55/ لعام 2006 لتطوير وتحديث البنية الاقتصادية في الجمهورية العربية السورية، وبهدف توفير المناخ الاستثماري المناسب لتسهيل الاستثمار، وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي، وينص المرسوم على أن السوق مؤسسة تمول نفسها بنفسها، وتغطي أي عجوزات بواسطة قروض حكومية، وينص على إمكانية تحويل السوق إلى شركة مساهمة عند توفر الظروف الملائمة لذلك، كما يرسم قانون الشركات رقم /29/ لعام 2011 إطاراً قانونياً لعمل الشركات المساهمة المغفلة العامة، بما يسهم في حوكمة إدارتها العامة، وإضفاء المزيد من المصداقية على بياناتها المالية، والتقارير الصادرة عنها، ويقضي قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم /22/ لعام 2005 بتعريف هيئة الأوراق المالية وتفويضها صلاحيات الجهة الرقابية لمتابعة عمل سوق دمشق، وضمان شفافية أدائها، ومطابقتها لقوانين حماية المستثمرين، وكفاءة السوق وعقلانية التداول فيها من خلال متابعة التزام الشركات المساهمة المدرجة بالقوانين المرعية، وتوجيه عملية الإدراج في سوق

دمشق للأوراق المالية، وحزمة من المراسيم التشريعية اللاحقة والتي تواكب مستجدات العمل في سوق الأوراق المالية، من توسيع لمجلس إدارة السوق، وتطوير لإجراءات شهر وإعلان الأسعار في السوق، وإلغاء الضريبة على أرباح تداول الأسهم المدرجة.

ومن خلال نظام معايير السلوك المهني في سوق دمشق للأوراق المالية، تحدد إدارة السوق ضوابط متكاملة لمنع نشر معلومات مضللة أو خاطئة، أو تحقيق بعض المستثمرين لأرباح منتظمة سببها حصولهم على معلومات مؤثرة قبل غيرهم، كما تقرر بضرورة الإفصاح المالي المتكامل عن جميع نشاطات الشركات المدرجة وعمليات الوساطة.

ويلاحظ أن هذه القوانين وتعليماتها التنفيذية تُغفل التأثيرات غير الكمية على القرارات الاستثمارية، وتُعنى بضرورة تزويد السوق والمستثمرين بالبيانات الكمية من تقارير مهيكلة، وذلك بهدف تطبيق نظم حوكمة السوق والشركات بصرف النظر عن الجوانب السلوكية.

ثانياً-تطور بعض مؤشرات سوق دمشق للأوراق المالية:

أثبتت سوق دمشق قدرتها على مواجهة المتغيرات الاقتصادية السورية، حيث لم تتوقف جلسات التداول خلال الأعوام السابقة، والشركات المدرجة تواصل عملها المعتاد بدون توقف، والنتائج المالية كانت جيدة مع تحقيق مستمر للأرباح، وقيمة المؤشر المرجح لسوق دمشق ارتفعت 480 نقطة مقارنة بعام 2012 بزيادة قدرها 62%، واحتل المؤشر المتقل لسوق دمشق (DWX) المرتبة الأولى بين المؤشرات العربية في الأداء وفقاً لبيانات تقرير الأداء لمكونات الاتحاد العربي للبورصات للربع الثاني من عام 2013، كما ارتفعت نسبة

رسمة السوق بمقدار (60.63%) في نهاية 2013، مع نظرة إيجابية إلى أفق السوق
(Federation of Euro-Asian Stock Exchanges, 2014).

ثالثاً- ماهية شركات الوساطة والشركات المدرجة في السوق:

يقصد بأعضاء السوق المالية كل من الشركات المساهمة المغفلة العامة المدرجة إضافة إلى شركات الخدمات والوساطة المالية المعتمدة، وهي الشركات التي تسمح بتحويل علاقات التمويل المباشر بين المقرضين والمقرضين إلى علاقات غير مباشرة، فهي توجد الحلول للعديد من المشكلات المرتبطة بعمليات التمويل، وتلعب هذه الشركات دوراً كبيراً من خلال مصداقيتها، وتنوعها، وتوفيرها للوقت والكلفة في عمليات البحث والتمويل، حيث أن وجودها يمنع إلى حد ما عرقلة النشاط الاقتصادي من خلال التوفيق بين العرض والطلب في حقل التمويل، كما أن المدرسة التقليدية في المالية تُقيّم عالياً الدور الذي يلعبه الوسطاء في إعادة الأسعار إلى قيمها العقلانية في المدى المتوسط والطويل.

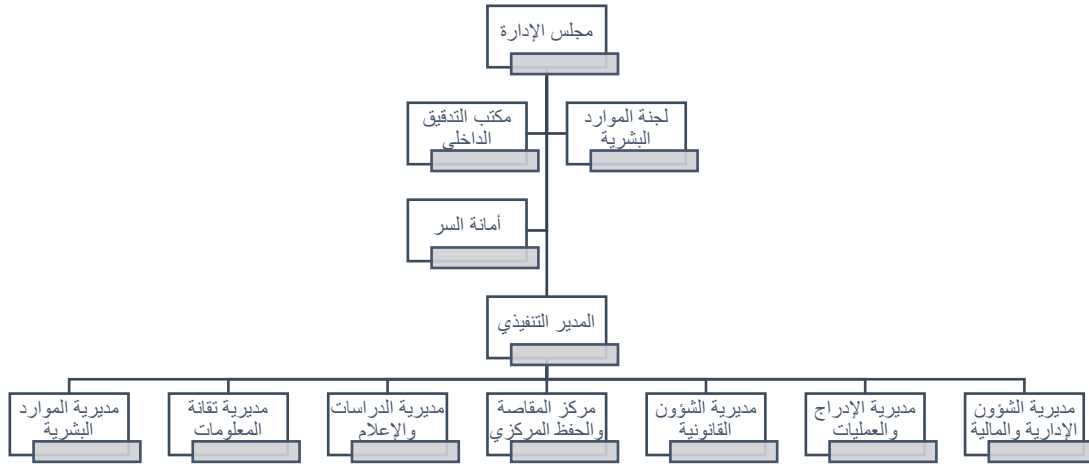
رابعاً - أقسام سوق دمشق للأوراق المالية وآلية التداول:

حيث تعرّف أسواق الأوراق المالية على أنها نقطة التقاء فائض بعض الوحدات الاقتصادية بالعجز لدى وحدات اقتصادية أخرى، من خلال سوق أولي لطرح وإصدار الأوراق المالية، وسوق ثانوي لتداول الأوراق التي تم طرحها سابقاً، فإن سوق دمشق للأوراق المالية هي سوق ثانوي، تنقسم بدورها إلى سوق نظامي بشروط إدراج محددة، وسوق مواز بشروط إدراج ميسرة تهدف إلى توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة إلى حين توفر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامي، وسوق لتداول السندات.

أ- أقسام السوق:

نجد في سوق دمشق للأوراق المالية مجموعة متكاملة من المديريات الهادفة إلى ضمان عمل السوق بفعالية وشفافية، والتزامها بالنصوص القانونية المحددة لعملها، ويتضمنها الشكل التالي:

شكل رقم (6)، الهيكل التنظيمي لسوق دمشق للأوراق



المصدر: تصميم الباحث

ويتم تنظيم عمل السوق من خلال هيكل تنظيمي وظيفي تقليدي، يتناسب والحجم الصغير لسوق دمشق للأوراق المالية، يلاحظ في الأسواق الأخرى تقسيم الإدارة وفقاً للقطاعات الرئيسية في السوق، لما لذلك من كفاءة في مواكبة التغيرات وتحسين العمل والخدمات المقدمة، ويكون في قمة الهرم مجلس الإدارة الذي يُسمى بقرار من رئاسة مجلس الوزراء، ويتضمن الهيكل التنظيمي للسوق مكتباً للتدقيق الداخلي يرتبط مباشرة بمجلس الإدارة كهيئة رقابية، ما يشير إلى حسن تنظيم سوق دمشق، وسعيًا نحو الشفافية في العمل وتطبيق مبادئ الحوكمة.

ب- الأوراق المالية القابلة للتداول وتكون وفق ما يحدده قانون إحداث السوق:

- 1- أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول (العادية والممتازة وأسهم الخزينة).
- 2- سندات الدين القابلة للتداول والتي تصدرها الشركات المساهمة السورية، والمعرفة بقانون الشركات رقم 29/ لعام 2011 على أنها أسناد القرض (قطاع خاص).
- 3- أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.
- 4- الوحدات الاستثمارية السورية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار (المغلقة).
- 5- أي أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قبل مجلس إدارة السوق (كالمشتقات المالية)⁵.

ومن المقابلات الأولية والتي ترد في الملحق رقم 3/ التي أجراها الباحث، يتم التداول إلكترونياً، فيتم تداول الأسهم بطريقة المزاد المستمر (Continuous Auction) وهو مقابلة آنية لطلبات الشراء مع طلبات البيع بناءً على السعر المحدد وزمن الطلبات، بينما يتم تسعير السندات بنظام تحديد السعر مسبقاً (Quote Driven)، ولا تسمح القوانين حالياً بالبيع الآجل، كما لا توجد تسهيلات تتعلق بإقراض واقتراض الأصول، ولا توجد أوراق مالية غير سورية مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حتى اليوم.

⁵ تُتداول في أسواق الأوراق المالية وأسواق رأس المال أربعة أنواع من الأوراق المالية أو الأصول، وهي الأسهم، وسندات الدين، وأوراق صناديق وشركات الاستثمار، والمشتقات المالية. والمشتقات المالية هي الأدوات المالية التي تشتق قيمتها السوقية من أصل أو أصول أخرى وفي حين لا يرد في القانون السوري ما يسمح بعقود المشتقات المالية حتى الآن، فهي تنتوع بين عقود المستقبلات، وعقود الخيارات، والعقود الآجلة، وعقود المبادلات، وتهدف لتفعيل دور السوق المالية وتسهيل تسهيل الأصول.

ت- فترات جلسات التداول:

1- فترة ما قبل الافتتاح: يعمل نظام التداول على ترتيب الأوامر المدخلة في هذه

المرحلة بحسب الأولوية المحددة وفقاً لأحكام هذا النظام، ولا يجري أي تداول في

هذه المرحلة، ويقوم نظام التداول بحساب سعر الافتتاح للأوراق المالية الخاصة

بكل شركة مدرجة.

2- فترة الافتتاح: تأتي فترة الإفتتاح خلال مدة زمنية عشوائية تستمر كحد أقصى

لمدة 5 دقائق، ويتم في فترة الإفتتاح تنفيذ الصفقات على سعر الافتتاح وفق

الأوامر المدخلة في المرحلة السابقة.

3- فترة التداول المستمر: يتم خلالها تنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في

السوق بشكل مستمر، ويمكن للوسيط المعتمد إدخال الأوامر وتنفيذ الصفقات وفقاً

للإجراءات المحددة في السوق، كما يحق له إلغاء أو تعديل الأوامر المدخلة غير

المنفذة جزئياً أو كلياً بناءً على أحكام هذا النظام.

4- فترة الصفقات الضخمة: وتلي فترة التداول المستمر وتتم فيها الصفقات الضخمة

وفقاً للتعليمات الصادرة عن السوق.

5- فترة الإغلاق: يتم خلالها استعراض البيانات والمعلومات وإجراء الاستفسارات

وطباعة التقارير اللازمة، وهنا لا يستطيع الوسيط إدخال أو تعديل أو إلغاء أية

أوامر لم تنفذ أو نفذت بشكل جزئي أو كلي، ويتم فيها احتساب سعر الإغلاق

النهائي على الورقة المالية.

ث- أوامر التداول:

1- من حيث طبيعة الأمر:

- أمر بيع (Sell): الأمر المرسل إلى نظام التداول لبيع كمية محددة من ورقة مالية معينة بسعر محدد أو بسعر السوق وبشروط معينة، حيث يلتزم الوسيط بتنفيذ الصفقات على الأمر المرسل إما بالسعر المحدد أو بسعر أفضل منه، وينتظر هذا الأمر أمراً مقابلاً للشراء بما يفيد في إغلاق الصفقة.
- أمر شراء (Buy): الأمر المرسل إلى نظام التداول لشراء كمية محددة من ورقة مالية معينة بسعر محدد أو بسعر السوق وبشروط معينة، حيث يلتزم الوسيط بتنفيذ الصفقات على الأمر المرسل إما بالسعر المحدد أو بسعر أفضل منه، وينتظر هذا الأمر أمراً مقابلاً للشراء بما يفيد في إغلاق الصفقة.
- الأمر المتقابل (Cross): ويتضمن أمر شراء وأمر بيع مرسلين من قبل نفس الوسيط على نفس الورقة المالية لعميلين مختلفين وبكمية وسعر محددين، ويكون سعر وكمية أمر الشراء مساوٍ لسعر وكمية أمر البيع.

2- من حيث السعر:

- أمر بسعر محدد (Fixed price): هو الأمر المرسل إلى نظام التداول على سعر محدد، لا يزيد عنه في حالة الشراء و لا يقل عنه في حالة البيع.
- أمر بسعر السوق (Market price): هو الأمر المرسل إلى نظام التداول لينفذ على سلسلة الأسعار الموجودة على الطرف المقابل.

3- من حيث مدة سريان الأمر على نظام التداول:

- فعال ليوم فقط (Day order): أمر بالتداول ليوم تداول واحد، ويتم حذفه في نهاية يوم التداول في حال عدم تنفيذه جزئياً أو كلياً.
- الأمر المفتوح (Open order): يبقى هذا الأمر مرسلًا على نظام التداول لمدة 30 يوم من تاريخ إدخال الأمر أو تاريخ آخر تعديل تم على الأمر، فإما أن يتم تنفيذه مع أمر معاكس أو يتم حذفه من قبل الشخص الذي قام بإدخاله.
- ليوم محدد (Good till date): صالح من لحظة إرساله إلى نظام التداول لحين تنفيذه أو انقضاء مدته وفق التاريخ المدخل، ويقوم نظام التداول بحذف الأمر المرسل إليه تلقائياً في حال عدم تنفيذه جزئياً أو كلياً حتى التاريخ المحدد.
- أشبع وألغ (Fill and Kill): هو الأمر المرسل إلى نظام التداول لتنفيذ أكبر كمية منه على السعر المحدد في الأمر أو على أسعار أفضل منه، وإلغاء الكمية المتبقية (في حال وجودها) وبشكل فوري لا يتجاوز بضعة ثواني⁶.

4- من حيث الكمية:

- كل أو لاشيء (AON - All Or None): يسمح هذا النوع من الأوامر بتنفيذ الكمية كاملة أو لا ينفذ منها شيء، وذلك إما من خلال صفقة واحدة، أو من خلال عدة صفقات حيث يقوم بتنفيذ هذه الصفقات وفق أولوية الأوامر المعاكسة المرسل إلى نظام التداول وصولاً إلى السعر المحدد في الأمر المرسل.

⁶ في حين نجد في الأسواق العالمية أمر أشبع أو إلغ (FOK - Fill Or Kill) وهو أمر بتنفيذ كامل الطلب أو إلغائه بالكامل، ويتوجب تنفيذ هذا الأمر بشكل فوري ومباشر، ولا يوجد هذا النوع من الأوامر في سوق دمشق للأوراق المالية.

- الأمر المخفي (Ice berg orders): يحتوي هذا النوع من الأوامر على كمية ظاهرة وكمية مخفية، ولا يسمح هذا النوع من الأوامر بإضافة شرط من النوع Fill and Kill. وتحدد القيمة الدنيا لإجمالي الأمر المرسل على هذا النوع من الأوامر بـ /750,000/ سبعمائة وخمسون ألف ليرة سورية، على ألا تقل قيمة الكمية الظاهرة في الأمر عن /250,000/ مئتان وخمسون ألف ليرة سورية.
- الأمر المحدد بحد أدنى (M - Minimum Quantity Orders): يقوم هذا النوع من الأوامر بتنفيذ الصفقات مع أمر معاكس يحتوي على كمية مساوية للكمية المحددة كحد أدنى في هذا الأمر أو مع أمر معاكس يحتوي على كمية أكبر منها، ويجب أن لا تقل قيمة الأمر المرسل على هذا النوع من الأوامر عن /250,000/ مئتان وخمسون ألف ليرة سورية.

المبحث الثاني: الدراسة الميدانية واختبار الفرضيات		
85	تمهيد	
86	بناء أداة الدراسة، ومكوناتها، وتطويرها	أولاً
89	الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات	ثانياً
91	صدق وثبات الاستبانة	ثالثاً
95	وصف عينة الدراسة	رابعاً
99	- ترابط المتغيرات الديموغرافية	
101	اختبار اعتدالية التوزيع والفرضيات	خامساً

المبحث الثاني: الدراسة الميدانية واختبار الفرضيات

تمهيد:

يُقدّم هذا المبحث أداة الدراسة ومكوناتها، مستعرضاً أهم خصائص العينة واختباراً للفرضيات باستخدام الطرق الإحصائية التي سبق تحديدها في منهجية البحث، وذلك من خلال برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) الإصدار العشرون، لإجراء التحليل الإحصائي على البيانات التي تم جمعها من خلال الاستبيانات الموزعة، واستخلاص النتائج منها.

وفي حين تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق هدفين أساسيين هما:

- توصيف المتغيرات المعرفية المؤثرة في السلوك الاستثماري بشكل جوهري.
- تأطير هذه المتغيرات في أنموذج يوضح مقدار تأثير سلوك صنّاع القرار بها.

فإنها تقترح الفرضيات التالية لتحقيق الأهداف المذكورة أعلاه:

الفرضية الأولى: "لا تدرك الإدارات المعنية بصناعة القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية أهمية التحيزات النفسية المعرفية بشكل جوهري".

الفرضية الرئيسة الثانية: "لا تؤثر التحيزات النفسية المعرفية على سلوك صنّاع القرار الاستثماري بشكل جوهري".

الفرضية الرئيسة الثالثة: "لا فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسية المعرفية بسبب اختلاف قيم المتغير الديموغرافي".

أولاً-بناء أداة الدراسة، ومكوناتها، وتطويرها:

تُجرى هذه الدراسة باستخدام استبانة تم تطويرها من خلال الدراسات السابقة، وذلك بوصفها أداة لجمع البيانات الأولية ذات الصلة لتحقيق أهداف هذه الدراسة واختبار فرضياتها، حيث يقوم الباحث باستخدام مقياس (Likert) الخماسي لقياس تفضيلات صناع القرار الاستثماري عند الإجابة على أسئلة الاستبانة، وفي حين تتطلب الفقرات الواردة في الاستبانة تحديد المستقصى لدرجة توافقه مع الرأي الوارد في الفقرة تعبيراً عن تحييزه تجاه المتغير المدروس، فإنه ووفقاً للمقياس المتبع يشير الرقم (5) إلى توافق مرتفع جداً وبالتالي تحييزاً مرتفعاً جداً، والرقم (4) إلى توافق مرتفع أو تحييز مرتفع، والرقم (3) إلى الوسطية، بينما يشير الرقم (2) إلى توافق أو تحييز منخفض، والرقم (1) يدل على توافق أو تحييز منخفض جداً مع الرأي الوارد في الفقرة محل السؤال، وحيث يتم اعتماد القيمة (3) وسطاً حسابياً افتراضياً لغرض إجراء الاختبارات في المحاور السابقة، فإن الاستجابات تتدرج ارتفاعاً وانخفاضاً في الموافقة حول هذه القيمة.

كما تمت صياغة بعض فقرات الاستبانة بصورة عكسية (Reverse Coding)، وهي الفقرات ذات الأرقام (9-15-19-25-27-37-39)، ويكون ترميزها معاكساً لما ورد أعلاه، بهدف التخلص من تحييز الموافقة لدى أفراد العينة، فتأخذ قيم مقياس ليكرت أرقاماً معاكسة تماماً لما ورد أعلاه.

وللتخلص من أثر الأرقام المطلقة وللحصول على نتائج ذات دلالة، يتم تحويل الدرجات المعيارية للمجالات الأربعة لمقياس (Likert) الخماسي إلى نسب مئوية تسهل تفسير النتائج، وتتميز القيم المختلفة لفقرات الاستبيان بصورة أكثر تعبيراً عن الواقع، حيث تحوّل

القيم المطلقة في المقياس إلى متغير مستمر (Nielsen & Levy, 1994, p. 66)، ويكون طول المجال الواحد في مقياس (Likert) الخماسي معادلاً (0.8)، ويبنى المقياس على هذه القيمة لتحديد الأوزان النسبية لدرجات الموافقة والرفض عند تحليل الفقرات وذلك وفق الجدول رقم (3) التالي:

جدول رقم (3)، معيار الحكم على درجة الموافقة في الاستبانة

طول المدى أو المجال	الوزن النسبي لطول المجال	درجة الموافقة
من 1 وحتى 1.8	بدءاً من 20% وحتى 36%	منخفضة جداً
أكبر من 1.8 وحتى 2.6	أكبر من 36% وحتى 52%	منخفضة
أكبر من 2.6 وحتى 3.4	أكبر من 52% وحتى 68%	متوسطة
أكبر من 3.4 وحتى 4.2	أكبر من 68% وحتى 84%	عالية
أكبر من 4.2 وحتى 5	أكبر من 84% وحتى 100%	عالية جداً

المصدر: تصميم الباحث

وتتألف الاستبانة من خمس صفحات، تم اشتقاق فقراتها من العديد من الدراسات السابقة ومنها (Chaffai & Medhioub, 2014) و (Chaarlas & Lawrence, 2012) و (Subash, 2012) وغيرها من الدراسات، وترد الاستبانة في الملحق رقم (2)، وقد استقرت على أربعين فقرة، وتتوزع على النحو التالي:

الصفحة الأولى-وتتضمن ملخص الباحث عن الدراسة، وتقديماً لمفهوم التحيز النفسي المعرفي، ومكونات الاستبانة، وأهدافها.

بقية الصفحات -وفيها عبارات الفقرة الديموغرافية (الجنس، والحالة الاجتماعية، والعمر، والمؤهل الأكاديمي، والاختصاص، والخبرة، والدرجة الوظيفية)، يليها العبارات الأخرى عن المحاور التالية:

المحور الأول يدرس استجابة صنّاع القرار الاستثماري لتحيز الثقة المفرطة، ويتضمن (9) عبارات، وهي العبارات ذات الأرقام (1-2-3-4-5-6-7-21-32).

المحور الثاني يشير إلى استجابة صنّاع القرار الاستثماري لتحيز التأطير، ويتضمن (6) عبارات، وهي العبارات ذات الأرقام (8-9-10-11-22-26)

ويتعلق الثالث باستجابة صنّاع القرار الاستثماري لتحيز المحاسبة العقلية، وتضمن (7) عبارات، وهي العبارات ذات الأرقام (12-13-14-15-16-17-31)

والمحور الرابع يتضمن استجابة صنّاع القرار لتحيز الإرساء والتعديل، وتضمن (5) عبارات، وهي العبارات ذات الأرقام (23-24-25-27-30).

والمحور الخامس يحدد إدراك صنّاع القرار الاستثماري لأثر التحيز المعرفي في العمل الاستثماري، ويتضمن (5) عبارات، وهي العبارات ذات الأرقام (18-19-20-28-29).

كما تضمنت الاستبانة سؤالاً مفتوحاً وهو الفقرة /40/، يقترح فيها صنّاع القرار الاستثماري المشكلات أو الحلول والتوجهات العملية لتسهيل عملهم وتحسين فاعليته، من خلال بحثها بشكل أكاديمي منهجي.

ثانياً- الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات:

يتم التأكد من صدق فقرات استبانة الدراسة من خلال مقياسي الصدق الظاهري والصدق التكويني أو صدق البناء، وأما عن اختبارات الثبات فيستخدم الباحث اختبار (Cronbach's Alpha) واختبار نصف المقياس (Split-Half test).

وعند وصف عينة الدراسة يتم عرض البيانات من خلال جداول الأعمدة التكرارية، وبعض النسب الوصفية ومنها الوسط الحسابي والتباين والمقارنات ضمن العينة المدروسة، وبما يفيد في تحديد سمات مجتمع صنّاع القرار.

وفي التحليل الإحصائي الاستدلالي لاختبار الفرضيات يتم استخدام القياسات التالية:

أ- اختبار طبيعيتة توزع العينة والاستجابات إلى محاور البحث من خلال اختبارات (Shapiro-Wilk, K-S & Jarque-Bera) وفق (Razali & Wah, 2011).

ب- اختبار (Levene's test) للتأكد من تجانس تباين العينة (Homoscedasticity or Homogeneity of Variance).

ت- اختبار (One-Sample T Test) لمقارنة متوسط متغير كمي معروف مسبقاً بعد إجراء التحويل من القيم الرتبية إلى القيم المستمرة في الجدول رقم (3)، وهو مدى القيم من 2.6 وحتى 3.4 وفق الاستبانة، مع متوسط المتغير الكمي لفقرات الاستبانة والمحاور، حيث يشير مستوى الدلالة في هذا الاختبار إلى جوهرية الفروق بين هذه المتوسطات.

ث- اختبار (Pearson correlation) والذي يدرس الارتباط الخطي بين متغيرين، فتشير القيمة

السالبة له (1-) إلى علاقة عكسية تماماً، بينما تشير القيمة الموجبة (1+) إلى علاقة طردية

بشكل كامل، والقيمة (0) تشير إلى انعدام هذه العلاقة، وبما يحدد أنموذج الانحدار للمتغيرين.

ج- اختبار (One-way ANOVA) وذلك بهدف التأكد من مناسبة أنموذج الدراسة للبيانات

المقدمة من قبل صنّاع القرار الاستثماري في حقل المالية السلوكية.

ح- اختبار (Durbin-Watson test)، لدراسة توزّع البواقي (Residuals) أو أخطاء المعاينة

في الاختبارات الإحصائية لتأكيد معنوية الأنموذج، وقدرته على شرح وتفسير التباين في

البيانات المدروسة به.

ومن اختبارات موثوقية وثبات الاستبانة أيضاً ما يعرف باختبار القياس وإعادة القياس

(Test-Retest Reliability)، الذي يعتمد على "ثبات نتائج الاستبانة عند اختلاف

الفترة الزمنية للقياس، وضمان قياس أداة الدراسة لنفس المفهوم بين نقطتين زمنيتين أو

أكثر" وفق Hoffmann (127 p. 2010)، وما يعرف بأسلوب التحليل العاملي من

خلال اختبار (KMO Bartlett's test)، وهو ما لم يقيم به الباحث نظراً لصِغر حجم

العينة، والظروف الموضوعية للبحث، فضلاً عن توافر اختبارات أخرى تؤدي الغرض

نفسه، أي شمول مفهوم هذا الاختبار ضمن اختبارات الثبات في هذه الدراسة.

ثالثاً-صدق وثبات الاستبانة:

أولاً - عندما تتحلى الاستبانة بالصدق، فهي "تقيس المفهوم الذي تم إنشاؤها لقياسه" (Hyndman, 2008, p. 44)، ويتعلق صدق الاستبانة بكون "البيانات الناتجة عنها معبرة بشكل فعلي عن المفاهيم التي يُقصد قياسها بها" كما يؤكد Saunders et al (2009, p. 157)، وتقيم الاستبانة في هذا البحث بناءً على نوعين من اختبارات الصدق:

أ- الصدق المنطقي أو الصدق الظاهري: حيث تم توزيع الاستبانة على عدد من أساتذة قسم إدارة الأعمال، ترد أسماؤهم في الملحق رقم (1)، للتأكد من مناسبة الاستبانة لتحقيق الهدف الذي أنشأت لأجله، كما تبيان سلامة الصياغة وبناء وترتيب الفقرات، حيث تم الاتفاق على سلامة المقياس المعتمد بعد الأخذ بالملاحظات المذكورة في الملحق رقم (1)، ما يشير إلى صدق المقياس المنطقي وصلاحيته لقياس سلوك صنّاع القرار تبعاً للمتغيرات المدروسة، وبهذا تستقر الاستبانة على (40) فقرة، منها (7) فقرات تتعلق بالمتغيرات الديموغرافية، و(7) فقرات صيغت بطريقة عكسية (Reverse Coded)، وفقرة مفتوحة تتعلق بالاقترحات حول أفق البحث في المجال الاستثماري.

ب- صدق البناء أو الصدق التكويني: وهو ما يعبر عن إسهام كل فقرة في قيمة المحور الذي تتبع له ككل، حيث يتم الاعتماد على قيم معامل الارتباط (Spearman's rho) وقياس ارتباط كل فقرة بالقيمة الوسطية للمحور الذي يحتويها (البيانات الرتبوية)، ويتبين من خلال قيم المعامل القريبة من الواحد في الجدول ذو الرقم (4) معنوية الارتباط فيما بينها.

جدول رقم (4)، الارتباط وفق معامل Spearman's rho

رقم الفقرة	مضمون الفقرة	معامل Spearman's rho	مستوى الدلالة
1	Overconfidence1	0.720**	0
2	Overconfidence2	0.725**	0
3	Overconfidence3	0.799**	0
4	Overconfidence4	0.647**	0
5	Overconfidence5	0.642**	0
6	Overconfidence6	0.560**	0
7	Overconfidence7	0.636**	0
21	Overconfidence8	0.848**	0
32	Overconfidence9	0.528**	0
8	Framing1	0.631**	0
9	Framing2	0.846**	0
10	Framing3	0.923**	0
11	Framing4	0.920**	0
22	Framing5	0.693**	0
26	Framing6	0.680**	0
23	Anchoring_Adjustment1	0.704**	0
24	Anchoring_Adjustment2	0.715**	0
25	Anchoring_Adjustment3	0.695**	0
27	Anchoring_Adjustment4	0.708**	0
30	Anchoring_Adjustment5	0.650**	0
12	Mental_Accounting1	0.717**	0
13	Mental_Accounting2	0.754**	0
14	Mental_Accounting3	0.700**	0
15	Mental_Accounting4	0.825**	0
16	Mental_Accounting5	0.728**	0
17	Mental_Accounting6	0.740**	0
31	Mental_Accounting7	0.823**	0
18	Dependent1	0.628**	0
19	Dependent2	0.833**	0
20	Dependent3	0.885**	0
28	Dependent4	0.872**	0
29	Dependent5	0.819**	0

المصدر: برنامج SPSS

ثانياً -ولقياس الثبات أو الاتساق الداخلي (Internal Consistency) للمقياس، يتم استخدام كل من اختبار ألفا كرونباخ (Cronbach's alpha) واختبار نصفي المقياس (Split-Half test)، لتحديد دقة قياس مفاهيم الدراسة من خلال فقرات الاستبانة، وهو ما يعني اتساق إجابات المستقصاة آراؤهم على الفقرات الفرعية، ما يفيد في تأكيد تكرار النتائج نفسها عند استخدام الاستبانة لقياس هذا المفهوم لاحقاً.

أ- وحيث تتضمن الاستبانة خمسة محاور أساسية، فإن قيم معامل ألفا كرونباخ لكل منها ترد في الجدول رقم (5).

جدول رقم(5)، معامل Cronbach's Alpha

المحور	معامل Cronbach's Alpha	عدد الفقرات
الثقة المفرطة	.878	9
التأطير	.779	6
الإرساء والتعديل	.931	5
المحاسبة العقلية	.882	7
سلوك صنّاع القرار	.851	5
الدرجة الكلية للمقياس	.865	

المصدر: برنامج SPSS

ويلاحظ ارتفاع قيمة معامل ألفا كرونباخ الكلية ولكل محور بشكل منفرد، ما يفيد في قبول فرضية الاتساق الداخلي للاستبانة، وبالتالي إمكانية الوثوق بنتائجها، وإمكانية إجراء التحليل الإحصائي عليها، واختبار الفرضيات من خلال البيانات بواسطتها لاحقاً.

ب- وبالنسبة لنتائج اختبار نصف المقياس (Split-Half test) فهي ستكون على النحو الوارد

في الجدول رقم (6)، حيث تشير القيمة الموجبة المرتفعة لمعامل (Spearman-Brown)

إلى قبول الاتساق الداخلي للاستبانة، ما يدل على صدقها وثباتها.

جدول رقم (6)، قياس Split-Half test

.929	القيمة	الجزء الأول	معامل Cronbach's Alpha
16 ^a	عدد العناصر		
.947	القيمة	الجزء الثاني	
16 ^b	عدد العناصر		
32	العدد الإجمالي للعناصر		
.898	الارتباط بين الجزأين		
.946	الأطوال المتساوية		معامل Spearman-Brown
.946	الأطوال غير المتساوية		
.946	معامل Guttman Split-Half		

a. The items are: OC1, OC2, OC3, OC4, OC5, OC6, OC7, F1, F2, F3, F4, M1, M2, M3, M4, M5.

b. The items are: M6, D1, D2, D3, OC8, F5, A1, A2, A3, F6, A4, D4, D5, A5, M7, OC9.

المصدر: برنامج SPSS

وببلوغ قيمة معامل Spearman-Brown (0.946) واقتربها من الواحد الصحيح، فإن هذه القيمة

تشير إلى صلاحية أداة البحث بعد تغيير أطوال وحدات القياس، وقابلية الاعتماد عليها لجمع البيانات

الأولية وصلاحية هذه البيانات للتحليل.

رابعاً-وصف عينة الدراسة:

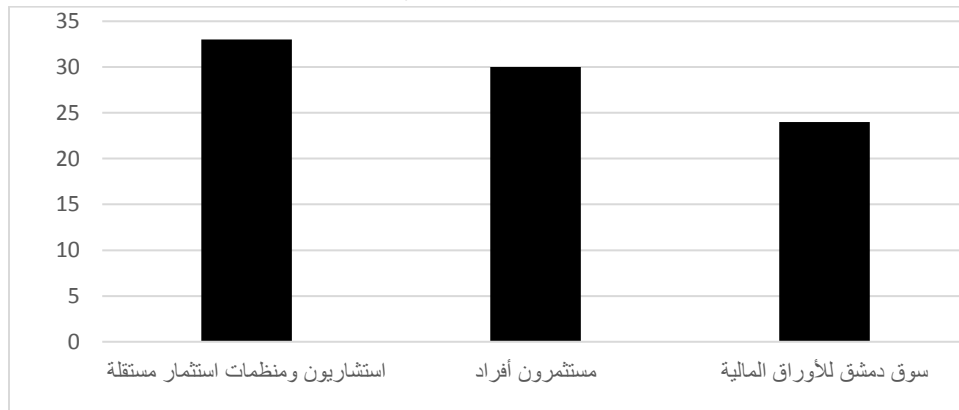
تم توزيع (87) استبانة في شركات الوساطة الماليّة في سوق دمشق للأوراق الماليّة، على عيّنة شملت المستثمرين من الأفراد، والقائمين على صناعة القرار الاستثماري في هذه الشركات، والاستشاريين الاستثماريين من الأفراد، وهم من المستويات التنظيميّة دون الإشرافيّة، والإشرافيّة، والإدارة التنفيذيّة، والإدارة العليا، وقد تم استرجاع جميع الاستبانات الموزّعة وبصورة مكتملة قابلة للتحليل الإحصائي، وفيما يلي الجدول والشكل رقم (7) يبيّنان عدد ونسب الاستبانات الموزّعة لكل جهة.

جدول رقم (7)، نسب توزيع الاستبانات

اسم الجهة	الاستبانات المستردة	كنسبة من العينة
استشاريون وشركات استثمار مستقلة	33	38%
مستثمرون أفراد	30	34%
سوق دمشق للأوراق المالية	24	28%
الإجمالي	87	100%

المصدر: تصميم الباحث

شكل رقم (7)، توزّع الاستبانات

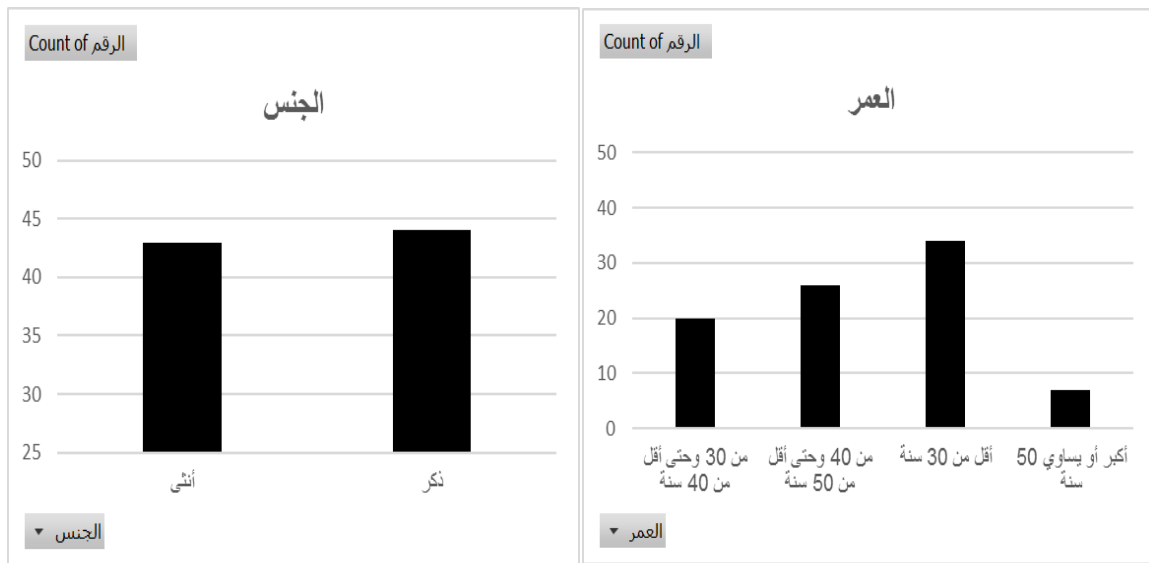


المصدر: تصميم الباحث

ويبلغ عدد الذكور في العينة (44) أي ما نسبته (50.5%) من حجم العينة، وعدد الإناث (43) ما نسبته (49.5%)، ما يشير بشكل مبدئي إلى تساوي التوزيع للجنسين في صناعة العملية الاستثمارية، وعدالة توزيع الجنس في العمل في المجال الاستثماري.

كما يدل توزع الأعمار في الشركات العاملة في سوق دمشق للأوراق المالية على تركيز واضح لشريحة صناع القرار الاستثماري بأعمار تقل عن 30 سنة بما نسبته (34%)، وكانت الشريحة الأصغر هي شريحة المستثمرين بأعمار تتجاوز 50 سنة.

شكل رقم (8)، وصف عينة البحث (الجنس، العمر)



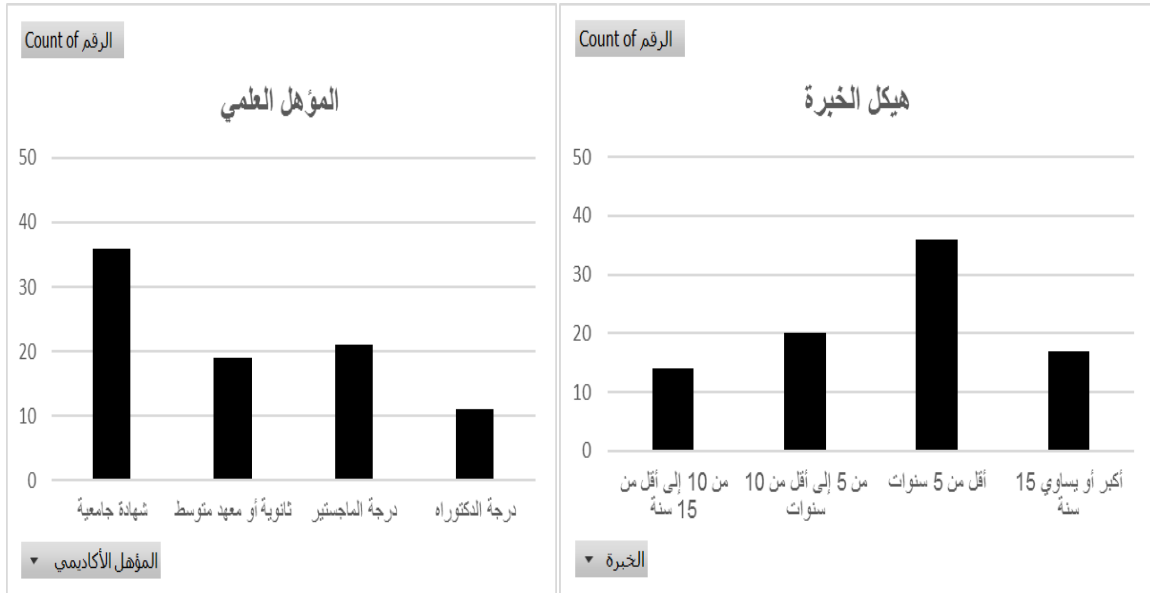
المصدر: تصميم الباحث

وأما بالنسبة للمؤهل العلمي فقد غلب حملة الشهادة الجامعية على طبيعة العينة في هذه الفقرة حيث بلغت نسبتهم (41%)، وكان حملة الشهادات العليا من الماجستير (24%) والدكتوراه (13%)، ما يعطي مؤشراً جيداً على استقدام عمالة ماهرة ومتخصصة في مجال

العمل الاستثماري، حيث تميل للارتفاع نسبة صناع القرار من ذوي التأهيل الأكاديمي (جامعي وما فوق) بنسبة إجمالية (78%) وذلك وفق ما يوضح الشكل المرفق رقم (9).

ويشير هيكل الخبرة في سوق شركات الخدمات الماليّة والوسطاء الماليين إلى تركّز سنوات العمل في فئة (أقل من خمسة سنوات) وذلك بنسبة (41%)، وتأتي ثانياً شريحة سنوات العمل (من 5 سنوات إلى 10 سنوات) بنسبة (23%)، وهو ما يشير إلى هيكلية تقليدية في العمل الاستثماري، حيث يقل عدد العاملين في حقل معين بتقدم العمر، واستبقاء الأفضل خلال مراحل التطور الوظيفي، كما يدل هذا الاتساق على انتظام عملية الدخول والخروج القطاعيّة، واستقرار عملية التوظيف واستمراريّة الأفراد ما يعكس رضاً مبدئياً على طبيعة العمل من جهة والمردود منه من جهة أخرى، ويرد تفصيله في الشكل رقم (9).

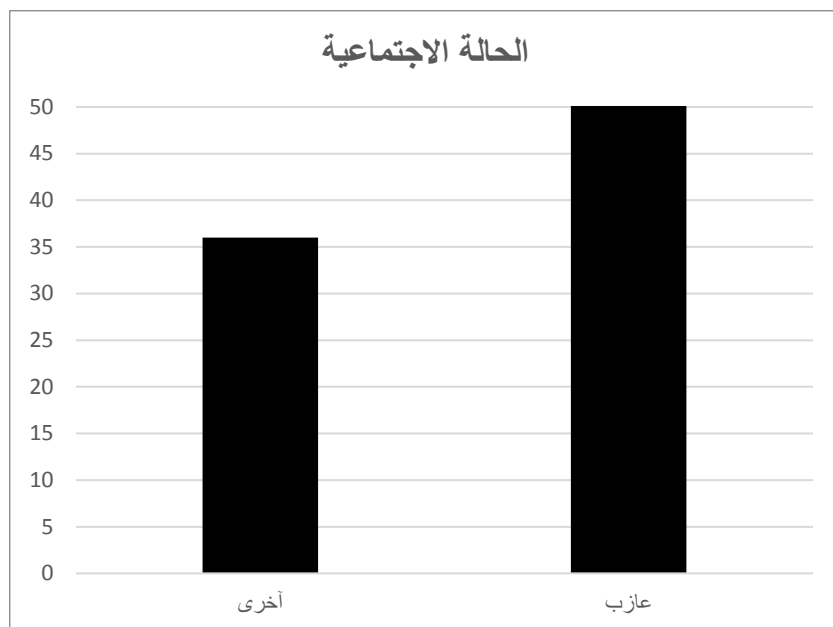
شكل رقم (9)، وصف عينة البحث (هيكل الخبرة، المؤهل العلمي)



المصدر: تصميم الباحث

وتغلب الحياة الفردية على العمل الاستثماري، من حيث كون غالبية صناع القرار الاستثماري من العازبين، بنسبة (58.7%)، وفق ما يشير إليه الشكل رقم (10).

شكل رقم (10)، وصف عينة البحث (الحالة الاجتماعية)

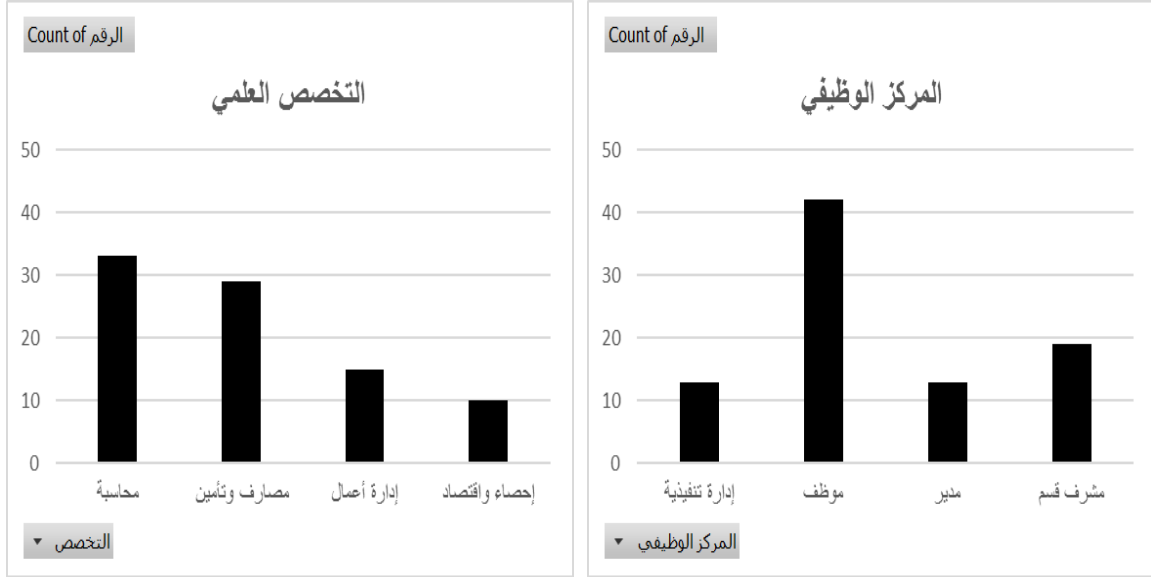


المصدر: تصميم الباحث

وفيما يتعلّق بتوزّع مفردات العيّنة على المراكز التي تخوّلهم صناعة القرار الاستثماري بفضل خبرتهم وتعطيهم أفضليّة على الداخلين الجدد، فإننا نجد تدرّجاً هرمياً صارماً في توزّع المناصب الإداريّة في هذه الجهات وفق ما يقدمه الشكل المرفق رقم (11).

فضلاً عن غلبة اختصاص المحاسبة (38%) والعلوم المالية والمصرفية (33%) على عموم العمل الاستثماري، في حين تبلغ حصة أقسام إدارة الأعمال (17%) من السوق، وخريجي قسمي الاقتصاد والإحصاء (11%)، رغم أهميّة العلوم المالية التي تدرّس فيها، ولكن يشير ذلك إلى تنوعها وشمولها اختصاصات أخرى رائجة في سوق العمل.

شكل رقم (11)، وصف عينة البحث (الدرجة الوظيفية، التخصص الوظيفي)



المصدر: تصميم الباحث

- ترابط المتغيرات الديموغرافية:

وعند محاولة استقراء نمط التطور الوظيفي لصناع القرار الاستثماري في السوق نجد أن هناك تناسقاً تقليدياً بين الأقسام الديموغرافية المعروضة سابقاً، حيث يسود هذا القطاع فئة الشباب من أعمار تقل عن 30 عاماً، مع هيكل خبرة لا يزيد عن الخمس سنوات وتأهيل أكاديمي بدرجة جامعية أولى، وبالتالي مناصب وظيفية ومسؤوليات أولية؛ مع اتضاح أثر الزمن في تحقيق التقدم في المسار الوظيفي، ما يضيف طابعاً من الاستقرار المبدئي على دخول وخروج العمالة في هذا القطاع، في حين يُفصح الميل نحو العزوبية في الحياة الاجتماعية عن مؤشرات الميل إلى المخاطرة في صناعة القرار.

ويُذكر أن اتجاه الإجابات على فقرات الاستبانة كان مرتفعاً، ما يفيد في قبول تأثير التحيز النفسي المعرفي في سلوك صناعة القرار الاستثماري، وبدلالة جوهريّة أو بمقارنة قيمة معامل t المحسوبة بقيمته الجدولية ما يفيد بمعنوية درجة الموافقة، وفق الجدول رقم (8).

جدول رقم (8)، درجة الموافقة والوسط الحسابي لفقرات الاستبانة

رقم الفقرة	الفقرة	متوسط قيم الإجابات	الانحراف المعياري	قيمة t المحسوبة	مستوى دلالة قيمة t المحسوبة	الوزن النسبي	درجة الموافقة	متوسط قيم إجابات المحور
1	OC1	3.82	1.17	6.56	.000	76.32%	عالية	3.96
2	OC2	3.86	1.29	6.24	.000	77.24%	عالية	
3	OC3	3.84	1.01	7.76	.000	76.78%	عالية	
4	OC4	3.7	0.98	6.68	.000	74.02%	عالية	
5	OC5	4.09	0.77	13.17	.000	81.84%	عالية	
6	OC6	4.07	0.86	11.61	.000	81.38%	عالية	
7	OC7	4.46	0.63	21.78	.000	89.20%	عالية جداً	
21	OC8	4.33	0.87	14.23	.000	86.67%	عالية جداً	
32	OC9	3.47	0.94	4.67	.000	69.43%	عالية	
8	F1	4.46	0.52	25.99	.000	89.20%	عالية جداً	4.01
9	F2	3.77	1.13	6.37	.000	75.40%	عالية	
10	F3	3.8	1.24	6.03	.000	76.09%	عالية	
11	F4	3.64	1.17	5.1	.000	72.87%	عالية	
22	F5	4.08	0.93	10.83	.000	81.61%	عالية	
26	F6	4.33	0.9	13.82	.000	86.67%	عالية جداً	
23	A1	4.01	1.03	9.16	.000	80.23%	عالية	4.1
24	A2	3.97	1.07	8.44	.000	79.31%	عالية	
25	A3	4.53	0.78	18.41	.000	90.57%	عالية جداً	
27	A4	4.01	0.96	9.83	.000	80.23%	عالية	
30	A5	4.17	0.87	12.61	.000	83.45%	عالية	
12	M1	4.01	1.23	7.63	.000	80.23%	عالية	3.83
13	M2	4.1	0.99	10.38	.000	82.07%	عالية	
14	M3	3.61	0.89	6.37	.000	72.18%	عالية	
15	M4	4.01	0.88	10.67	.000	80.23%	عالية	
16	M5	3.47	0.94	4.67	.000	69.43%	عالية	
17	M6	3.89	0.92	9.02	.000	77.70%	عالية	
31	M7	3.75	1.11	6.29	.000	74.94%	عالية	
18	D1	3.61	1.12	5.06	.000	72.18%	عالية	3.99
19	D2	4.33	0.9	13.82	.000	86.67%	عالية جداً	
20	D3	4.32	0.83	14.87	.000	86.44%	عالية جداً	
28	D4	3.97	1.07	8.44	.000	79.31%	عالية	
29	D5	3.7	1.1	5.93	.000	74.02%	عالية	

المصدر: تصميم الباحث (متوسط المقارنة هو 3)

خامساً-اختبار اعتدالية التوزيع والفرضيات:

يسعى الباحث لاختبار فرضيات ثلاثة مرتبطة بسلوك صناع القرار الاستثماري، وفي سبيل تحديد الاختبارات التي سيتم إجراؤها سواء أكانت المعلمية منها أو غير المعلمية، يتم التأكد أولاً من اعتدالية التوزيع الاحتمالي لبيانات الاستبانة، حيث "تعد اعتدالية التوزيع من الافتراضات الأساسية للعديد من الإجراءات الإحصائية كاختبارات توزيع (Student's t)، وتحليل الانحدار الخطي، وتحليل التباين، ويقود انتهاك شرط اعتدالية التوزيع إلى نتائج وتفسيرات غير ذات صلاحية وغير موثوقة" وفق Razali & Wah (2011, p. 21)، وبعد تأكيد الاعتدالية يتم استخدام مقياس (One-Sample T Test) لمقارنة متوسطات الاستجابات، حيث يتم رفض الفرضية الصفرية (H_0) من خلال المقارنة بين الوسط الحسابي الافتراضي، وهو القيمة (3)، والوسط الحسابي للإجابات على فقرات الاستبانة، فإذا كان الوسط الحسابي مقارباً للقيمة الافتراضية (3) بشكل جوهري، سيتم قبول الفرضية الصفرية (H_0) أي أن ($\mu = 3$)، وفي حال كان الوسط المدروس مختلفاً عن القيمة الافتراضية، فسيتم رفض الفرضية الصفرية، وقبول الفرضية البديلة (H_1) أي عدم تساوي المتوسطات ($\mu \neq 3$)، حيث يمكن التعرف إلى جوهرية الاختلاف من خلال مقارنة قيمة الاختبار الجدولية مع قيمة الاختبار المحسوبة، ويكون الاختلاف جوهرياً عندما تكون قيمة الاختبار المحسوبة أكبر من قيمته الجدولية، كما يمكن الاعتماد على مستوى الدلالة المحدد في هذه الدراسة (0.05) لتحديد الرفض أو القبول للفرضيات المدروسة، فيُستنتج وجود اختلاف جوهري بين الوسطين الحسابيين عندما يكون مستوى الدلالة للفقرة أكبر أو

يساوي (0.05) ويبنى على ذلك رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، وإذا كانت قيمة مستوى الدلالة في الفقرة أصغر من (0.05)، فإن هذا يدل على تساوي الوسطين الحسابيين، وقبول فرضية العدم التي تشير إلى اعتدالية توزيع البيانات.

أولاً - اختبار اعتدالية التوزيع وتجانس التباين:

لتحديد الآليات المقبولة لاختبار الفرضيات لا بد من التأكد من طبيعيت التوزيع لجميع متغيرات الاستبانة، والجدول رقم (9) يوضح قيم الاختبارين الإحصائيين (Kolmogorov-Smirnov & Shapiro-Wilk) لمتغيرات الاستبانة، وحيث تنص الفرضية الصفرية لاختبار اعتدالية التوزيع على أنه لا اختلاف جوهري بين توزع بيانات العينة المدروسة وبين التوزيع الطبيعي، فإننا نقبل الفرضية الصفرية عندما يكون مستوى الدلالة للبيانات نتيجة للاختبار أصغر من (0.05).

وتشير الدراسات الإحصائية إلى كون اختبار (Shapiro-Wilk) فعالاً بشكل أكبر في دراسات اعتدالية توزع البيانات في العينات من اختبار (Kolmogorov-Smirnov) وبخاصة في العينات ذات الأحجام أقل من (2000) مفردة وفق (Razali & Wah, 2011, p. 32)، وبالتالي فإننا نتأكد من طبيعيت التوزيع أيضاً بواسطة اختبار (Shapiro-Wilk) الوارد في الجدول رقم (9)، وعندما يبرز اختلاف في مستوى الدلالة بين الاختبارين، سوف يتم الأخذ بنتائج اختبار (Shapiro-Wilk) حيث تتحلّى بيانات جميع متغيرات الاستبانة بمستوى دلالة يجيز قبول الفرضية الصفرية للاختبار والدالة على طبيعيت التوزيع، كشرط أولي يُستدل بتحقيقه على إمكانية القيام بالاختبارات المعلمية على البيانات.

جدول رقم (9)، اختبارا اعتدالية التوزيع (Kolmogorov-Smirnov, Shapiro-Wilk)

Shapiro-Wilk			Kolmogorov-Smirnov ^a			
مستوى الدلالة	درجات الحرية	قيمة الإحصاء	مستوى الدلالة	درجات الحرية	قيمة الإحصاء	
.114	87	.977	.001	87	.134	تحيز التأطير
.077	87	.974	.200*	87	.074	تحيز الثقة المفرطة
.112	87	.976	.005	87	.118	تحيز المحاسبة العقلية
.181	87	.979	.020	87	.104	تحيز الإرساء والتعديل
.198	87	.980	.022	87	.104	إدراك صنّاع القرار لاثر التحيز المعرفي

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

المصدر: برنامج SPSS

بالنظر إلى الجدول رقم (9)، يلاحظ توزّع بيانات متغير تحيز الثقة المفرطة وفق التوزيع الطبيعي في كلٍ من الاختبارين المدروسين، بينما ينتج عن اختبار (Kolmogorov-Smirnov) أن كلا من المتغيرات (تحيز التأطير، وتحيز المحاسبة العقلية، وتحيز الإرساء والتعديل، وإدراك صنّاع القرار الاستثماري لأثر التحيز المعرفي) لا تتبع توزيعاً طبيعياً، وعند استكمال التحليل باستخدام اختبار (Shapiro-Wilk) يتبين اتباع بيانات المتغيرات المدروسة جميعها للتوزيع الطبيعي، ونتيجة لهذا الاختلاف يستكمل الباحث تحليل طبيعية توزّع البيانات في العينة ككل من خلال اختبار (Jarque-Bera test).

حيث تقترح بعض الدراسات إجراء اختبار جاركو-بيرا (Jarque-Bera test) للتوزيع الطبيعي، والذي يدرس الالتواء والتفلطح في عينة البحث ككل، ويحدد توزع المجتمع تبعاً للمقارنة بين قيمة الاختبار المحسوبة (JBc) وقيمة الاختبار الجدوليّة (JBt)، تُستخلص قيمة اختبار JB وفق المعادلة التالية:

$$JBc = \frac{n-k+1}{6} (S^2 + \frac{1}{4} (C - 3)^2)$$

n: حجم العينة
k: عدد المعاملات في الدراسة
S: الالتواء
C: التفلطح

فالتوزيع الطبيعي يفترض التواء بقيمة (0) وتفلطحاً بقيمة (3)، وعندما تختلف قيمة كل من الالتواء والتفلطح بشكل جوهري عن هاتين القيمتين ترتفع قيمة معامل الاختبار بشكل كبير، ما يُخرج التوزيع من فرضيّة اعتداليّة الأحداث عند مقارنة القيمتين المحسوبة والجدوليّة لهذا الاختبار.

وإن قيمة معامل جاركو-بيرا المحسوبة وفق المعادلة السابقة تكون (0.103) وبمقارنتها إلى القيمة الجدوليّة المقابلة لحجم عينة (87) مفردة وهي (5.199) نقبل فرضية العدم التي تقول بأن توزع البيانات في العينة يتبع التوزيع الطبيعي، وأنّ التوزيع المدروس يخضع لخواص التوزيع الطبيعي حيث يقترب الالتواء فيه من (0) والتفلطح من (3)، ما يعزّز نتيجة اختباري Kolmogorov-Smirnov و Shapiro-Wilk المشار إليهما في الجدول السابق رقم (9).

ولا بد من أجل تطبيق الاختبارات المعلمية على البيانات المهيكلة وفق عينة البحث من تحقق شرط تجانس تباين التوزيع (Homogeneity of Variance)، ويقصد بذلك تساوي قيم الخطأ أو التباين غير المفسر حول القيم المتنبأ بها مع اختلاف قيم المتغير المستقل (Predictor Variable)، وذلك ما يتم التحقق منه من خلال اختبار (Levene's test) للتحقق من تساوي تباين المتغيرات وهو ذو دلالة لها جميعاً كما يرد في الجدول رقم (10)، ما يشير إلى ثبات التباين في قيم بيانات المتغيرات المدروسة ويتم التأكد منه أيضاً من خلال مقارنة قيم F المحسوبة مع الجدولية، أو لمستوى الدلالة.

جدول رقم (10)، اختبار Levene لتجانس التباين لمتغيرات البحث

مستوى الدلالة	df2	df1	إحصاءة Levene قيم معامل فيشر (F)	
0.013	74	10	2.468 ^a	الثقة المفرطة
0	74	10	4.157 ^b	التأطير
0.002	74	10	3.188 ^c	التريخ والتكيف
0	74	10	4.737 ^d	المحاسبة العقلية

المصدر: برنامج SPSS

كما تجدر الإشارة إلى أن الاختبار في الجدول رقم (10) يعتمد على (عامل) متغير إدراك صناع القرار الاستثماري لأثر التحيز المعرفي، وبالتالي يفترض تجانس تباين بيانات هذا المتغير أيضاً.

وإن تحقق هذين الشرطين (اعتدالية التوزيع، وثبات التباين)، يمكن من القيام باختبارات معلمية مثل (One-Sample T Test)، واختبار (ANOVA) للحصول على معاملات الارتباط، وتقييم الانحدار لمتغيرات أنموذج البحث، وبما يمكن من تحديد آلية التأثير فيما بينها، والحصول على نتائج جوهرية.

ثانياً -اختبار الفرضيات:

أ- اختبار الفرضية الأولى:

الفرضية الصفرية الأولى (H_0): "لا تدرك الإدارات المعنية بصناعة القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية أهمية التحيزات النفسية المعرفية بشكل جوهري".

الفرضية البديلة الأولى (H_1): "تدرك الإدارات المعنية بصناعة القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية أهمية التحيزات النفسية المعرفية بشكل جوهري".

ويمكن التعبير عن هذه الفرضية كالتالي:

$$H_0: \mu_p = 3 \quad H_1: \mu_p \neq 3$$

وبدراسة تفاصيل جدول ملخص الارتباط ومعامل (Durbin-Watson)، من خلال معامل بيرسون للارتباط (Pearson Correlation Coefficient) الوارد في الجدول رقم (11)، نجد أن قيمة المعامل هي (+0.965) وتشير إلى علاقة طردية قوية جداً بين متغير إدراك صناع القرار الاستثماري لتأثرهم بالتحيزات النفسية المعرفية، وسلوكهم الاستثماري في الأحوال العادية.

جدول رقم (11)، ملخص الارتباط ومعامل Durbin-Watson

الأنموذج	معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	معامل التحديد R^2 المصحح	الخطأ المعياري للتقدير	Durbin-Watson
1	.965 ^a	.931	.930	.18370	1.593

المصدر: برنامج SPSS

كما يشير معامل التحديد إلى أن (93%) من التغير في المتغير التابع تفسره المتغيرات السلوكية المذكورة في الدراسة، كما أن قيمة معامل (Durbin-Watson) تقترب من من القيمة (2) ما يفيد في قبول اعتدالية توزع البواقي أو الانحرافات في حساب القيم المتوقعة بناءً على معادلة الانحدار البسيط.

جدول رقم (12)، أنموذج تحليل التباين ANOVA لإدراك التحيز النفسي المعرفي

مستوى الدلالة	معامل فيشر F	وسطى المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	الأنموذج	
.000 ^b	1138.775	38.430	1	38.430	الانحدار	1
		.034	85	2.868	البواقي	
			86	41.299	الإجمالي	

المصدر: برنامج SPSS

وبالنظر إلى قيمة معامل فيشر المحسوبة ودالاتها ($\alpha=0.000$)، الواردة في الجدول رقم (12) نستخلص معنوية أنموذج الانحدار البسيط المذكورة أعلاه، والذي يربط بين إدراك سلوك صناعة القرار الاستثماري والتحيزات النفسية المعرفية، وبما يدعو لقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود إدراك لصنّاع القرار الاستثماري في شركات الوساطة والخدمات المالية بوجود آثار للعلوم السلوكية والتحيزات النفسية المعرفية على آلية صناعة القرار لديهم.

ويشرح جدول المعاملات الإحصائية رقم (13) معادلة الانحدار البسيط للعلاقة بين المتغير التابع سلوك صنّاع القرار والمتغير المستقل إدراك أثر التحيز النفسي المعرفي من خلال المعادلة التالية:

$$\text{سلوك صناعة القرار} = 0.648 + 0.965 * \text{إدراك صنّاع القرار لأثر التحيز النفسي المعرفي}$$

جدول رقم (13)، المعاملات الإحصائية للتحيز النفسي المعرفي

مستوى الدلالة	معامل t	المعاملات المعيارية	المعاملات غير المعيارية		النموذج	
		معامل بيتا β	الخطأ المعياري	الخطأ من النوع B		
.000	6.449		.101	.648	الثابت	1
.000	33.746	.965	.025	.835	وسطي المعامل	

المصدر: برنامج SPSS

حيث تشير قيمة الانحدار أو معامل بيتا في الجدول رقم (13) إلى الارتباط الطردي المرتفع جداً بين هذين المتغيرين، وبمستوى دلالة يؤكد على جوهرية هذه العلاقة عند مستوى ثقة (95%)، كما يدل انخفاض مستوى ثابت المعادلة إلى الصفر إلى أثر جوهري لقيمة متغير إدراك التحيز النفسي المعرفي على سلوك صناعة القرار الاستثماري.

ب- اختبار الفرضية الرئيسية الثانية:

"الفرضية الرئيسية الصفرية الثانية (H_0): لا تؤثر التحيزات النفسية المعرفية على سلوك صنّاع القرار الاستثماري بشكل جوهري" ويتفرع منها الفرضيات الفرعية التالية:

1. لا يؤثر تحيز الثقة المفرطة في سلوك صنّاع القرار الاستثماري بشكل جوهري
2. لا يؤثر تحيز التأطير في سلوك صنّاع القرار الاستثماري بشكل جوهري
3. لا يؤثر تحيز الإرساء والتعديل في سلوك صنّاع القرار الاستثماري بشكل جوهري
4. لا يؤثر تحيز المحاسبة العقلية في سلوك صنّاع القرار الاستثماري بشكل جوهري

"الفرضية الرئيسية البديلة الثانية (H1): تؤثر التحيزات النفسية المعرفية على سلوك صنّاع القرار الاستثماري بشكل جوهري" ويتفرع منها الفرضيات البديلة الفرعية التالية:

1. يؤثر تحييز التأطير في سلوك صنّاع القرار الاستثماري بشكل جوهري
2. يؤثر تحييز الثقة المفرطة في سلوك صنّاع القرار الاستثماري بشكل جوهري
3. يؤثر تحييز الإرساء والتعديل في سلوك صنّاع القرار الاستثماري بشكل جوهري
4. يؤثر تحييز المحاسبة العقلية في سلوك صنّاع القرار الاستثماري بشكل جوهري

ويشير الجدول رقم (14) إلى معامل الارتباط بين المتغيرات الفرعية المدروسة وبين سلوك صناعة القرار الاستثماري، حيث يلاحظ ارتفاع قيمة معامل الارتباط Pearson، مع مستوى دلالة يقل عن (0.05) ويشير بالتالي إلى جوهريّة هذه الدلالة.

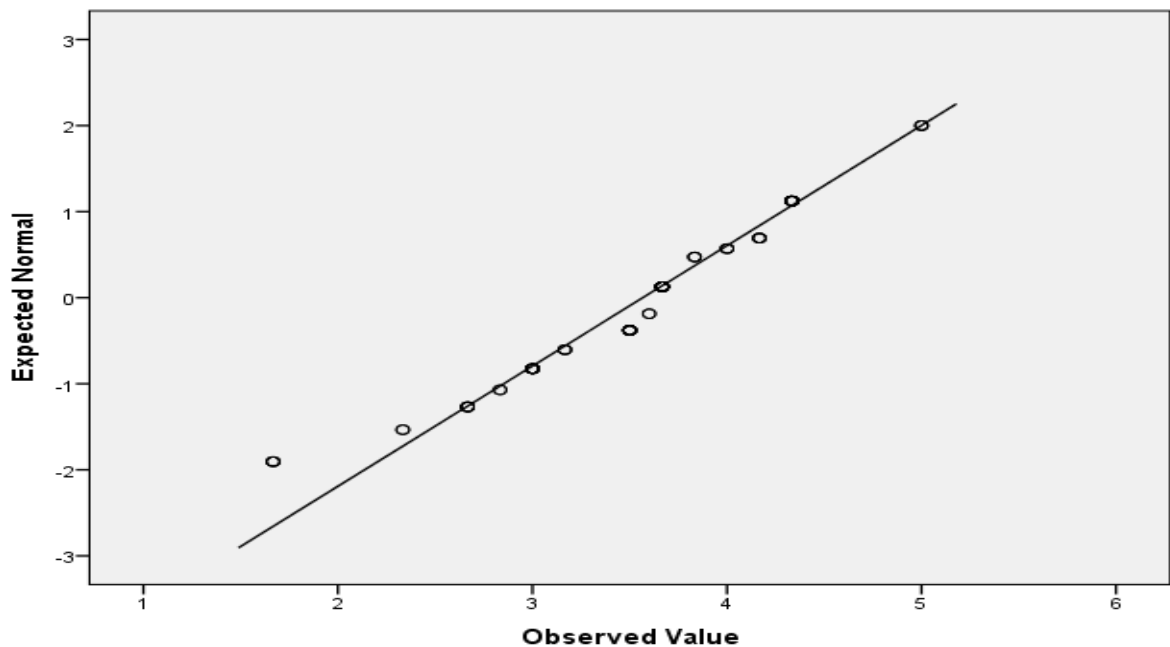
جدول رقم (14)، ملخص الارتباط ومعامل Durbin-Watson

تحيز المحاسبة العقلية	تحيز الإرساء والتعديل	تحيز التأطير	تحيز الثقة المفرطة		
.921	.683	.803	.948	معامل الارتباط R	سلوك صناعة القرار الاستثماري
.000	.000	.000	.000	مستوى الدلالة	
.848	.466	.645	.899	معامل التحديد R^2	
.846	.460	.641	.898	معامل التحديد المصحح	
.27214	.50926	.41545	.22170	الخطأ المعياري للتقدير	
1.944	1.719	1.289	1.800	معامل Durbin-Watson	
87	87	87	87	عدد المفردات	

المصدر: تصميم الباحث من برنامج SPSS

وحيث تشير قيمة معامل Durbin-Watson القريبة من القيمة (2) إلى اعتدالية توزيع البواقي في ثلاثة من المتغيرات الفرعية المستقلة المدروسة، فإننا نلاحظ أن قيمته بالنسبة لتحيز التأطير منخفضة إذ تعادل (1.289) فقط، ولتحليل هذا الانحراف يستخدم الباحث كلاً من مخطط (Normal Q-Q plot) والذي يرد في الشكل رقم (12)، ومخطط الصندوق والخط الطولي (Box and Whisker plot) والذي يرد في الشكل رقم (13)، وذلك بهدف تحليل توزيع القيم الحقيقية لهذا المتغير لفهم سبب انخفاض قيمة المعامل.

شكل رقم (12)، مخطط (Normal Q-Q plot) لقيم تحيز التأطير

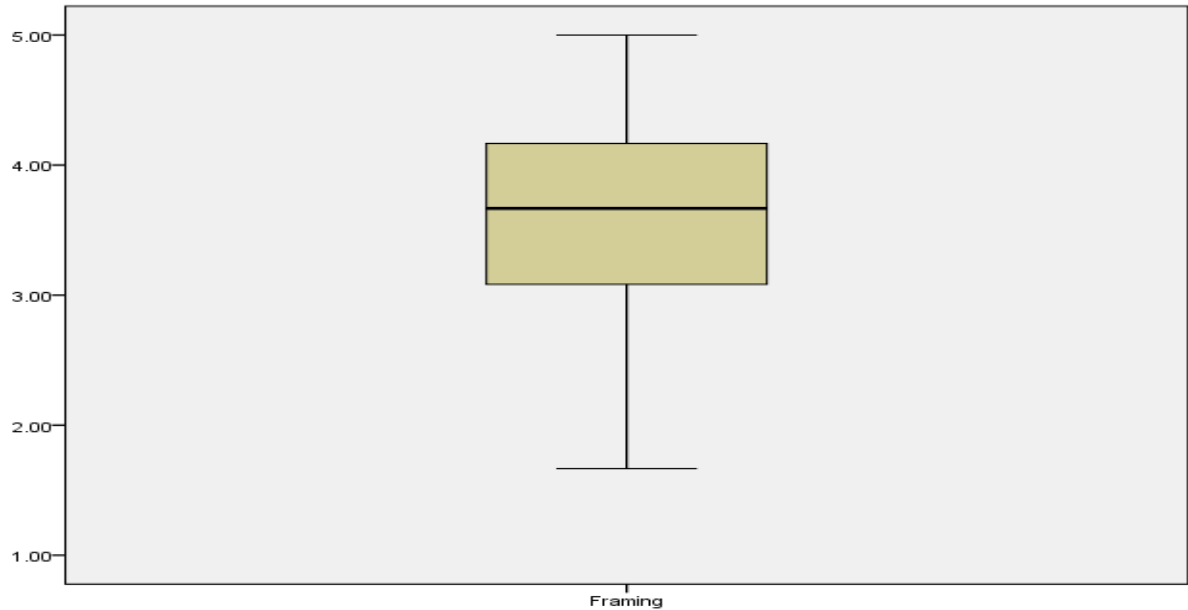


المصدر : برنامج SPSS

حيث يشترط لتحقيق اعتدالية التوزيع، والذي سبق التأكد منها من خلال معاملات (Shapiro-Wilk) و (Smirnov-Kolmogorov) واعتدالية توزيع البواقي، أن تقع القيم في مخطط (Normal Q-Q plot) على الخط المرسوم أو تكون قريبة منه.

كما يرد في الشكل رقم (13)، مخطط الصندوق والخط الطولي والذي يشير إلى طبيعة بيانات المتغير المدروس وهو تحييز التأطير، ويفيد هذا الشكل في قراءة القيم الشاذة من خلال إظهار القيم الحقيقية للعينة وليس القراءات الإحصائية بوساطة المعاينات أو المعاملات المختلفة، ويؤكد في الوقت نفسه على قيمة وسطي متغير التأطير وهي (4.01)، والتي ترد في الجدول رقم (8) الذي يظهر درجات الموافقة في فقرات الاستبانة.

شكل رقم (13)، مخطط الصندوق (Box and Whisker plot) لقيم تحييز التأطير



المصدر: برنامج SPSS

وبدراسة الجدول رقم (15)، والذي يبين قيم دراسة أنموذج تحليل التباين ANOVA للمتغيرات المستقلة الفرعية المذكورة، فإننا نجد قيم معامل فيشر F المحسوبة مرتفعة وتكون القيم الجدولية لهذا المعامل عند درجات الحرية المحددة، كما أن معنوية الدلالة تقل عن قيمة (0.05)، ما يفيد بقبول معنوية أنموذج الانحدار المدروس لكل من هذه المتغيرات الفرعية، وبدرجة تفسير إحصائية مرتفعة لهذا الأنموذج.

جدول رقم (15)، أنموذج تحليل التباين ANOVA

مستوى الدلالة	معامل فيشر F	وسطي المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	الأنموذج	
.000 ^b	755.225	37.121	1	37.121	الانحدار	تحيز الثقة المفرطة
			85	4.178	البواقي	
			86	41.299	الإجمالي	
.000 ^b	154.273	26.628	1	26.628	الانحدار	تحيز التأطير
			85	14.671	البواقي	
			86	41.299	الإجمالي	
.000 ^b	74.241	19.254	1	19.254	الانحدار	تحيز الإرساء والتعديل
			85	22.044	البواقي	
			86	41.299	الإجمالي	
.000 ^b	472.615	35.003	1	35.003	الانحدار	تحيز المحاسبة العقلية
			85	6.295	البواقي	
			86	41.299	الإجمالي	

المصدر: تصميم الباحث من برنامج SPSS

ونخلص من خلال الجدول السابق ذو الرقم (15)، إلى معنوية أنموذج الانحدار المدروس لكل من المتغيرات الفرعية المستقلة، حيث يمكن الوصول إلى هذه الخلاصة إما من خلال مقارنة قيمة معامل فيشر F المحسوبة مع نظيرتها الجدولية عند درجات حرية محددة وفق العينة، أو من خلال المقارنة بين معنوية الدلالة الإحصائية المرفقة لكل متغير فرعي مدروس مع مستوى الدلالة المقبول في هذه الدراسة وهو (0.05)، وبما أن معنوية دلالة كل من هذه المتغيرات يكون بقيمة دون (0.05) فإننا نستنتج معنوية نماذج الانحدار لجميع هذه المتغيرات الفرعية.

جدول رقم (16)، المعاملات الإحصائية

مستوى الدلالة	معامل t	المعاملات المعيارية	المعاملات غير المعيارية		النموذج	
		معامل بيتا β	الخطأ المعياري	الخطأ من النوع B		
.161	1.412		.140	.197	الثابت	تحيز الثقة
.000	27.481	.948	.035	.954	وسطي المعامل	المفرطة
.000	5.268		.228	1.200	الثابت	تحيز التأطير
.000	12.421	.803	.063	.778	وسطي المعامل	
.872	-.162		.473	-.077	الثابت	تحيز الإرساء
.000	8.616	.683	.140	1.202	وسطي المعامل	والتعديل
.000	5.257		.150	.786	الثابت	تحيز المحاسبة
.000	21.740	.921	.038	.832	وسطي المعامل	العقلية

المصدر: تصميم الباحث من برنامج SPSS

وبدراسة جدول رقم (16)، وهو جدول معاملات الانحدار الإحصائية، فإننا نجد أن

معادلات الانحدار البسيط المعنوية لكل من المتغيرات الفرعية المدروسة السابقة هي:

$$\text{سلوك صناعة القرار الاستثماري} = + 1.412 + 0.948 * \text{تحيز الثقة المفرطة}$$

$$\text{سلوك صناعة القرار الاستثماري} = + 1.200 + 0.803 * \text{تحيز التأطير}$$

$$\text{سلوك صناعة القرار الاستثماري} = - 0.770 + 0.683 * \text{تحيز الإرساء والتعديل}$$

$$\text{سلوك صناعة القرار الاستثماري} = + 0.786 + 0.921 * \text{تحيز المحاسبة العقلية}$$

حيث تشير القيمة السالبة لثابت معادلة الانحدار البسيط لتحيز الإرساء والتعديل، إلى أثر

عكسي على المتغير التابع في حال عدم وجود قيم مبدئية يجري صانع القرار تعديلات

عليها، في حين أن غياب المتغيرات الأخرى يسمح بقيم موجبة لمتغير سلوك صناعة

القرار مبدئياً.

ج- اختبار الفرضية الرئيسة الثالثة:

الفرضية الرئيسة الصفريّة الثالثة (H_0): "لا توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسية المعرفيّة عائدة لقيم المتغيّر الديموغرافي"، وتنقسم إلى فرضيات فرعية كالتالي:

1. لا توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسية المعرفيّة عائدة لقيم جنس صانع القرار.
2. لا توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسية المعرفيّة عائدة لقيم عمر صانع القرار.
3. لا توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسية المعرفيّة عائدة لقيم الحالة الاجتماعية لصانع القرار.
4. لا توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسية المعرفيّة عائدة لقيم الدرجة الأكاديمية لصانع القرار.
5. لا توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسية المعرفيّة عائدة لقيم سنوات العمل لصانع القرار.
6. لا توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسية المعرفيّة عائدة لقيم الدرجة الوظيفية لصانع القرار.

الفرضية الرئيسة البديلة الثالثة (H_1): "توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسية المعرفيّة عائدة لقيم المتغيّر الديموغرافي"، وتنقسم إلى فرضيات فرعية كالتالي:

1. توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسيّة المعرفيّة عائدة لقيم جنس صانع القرار.

2. توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسيّة المعرفيّة عائدة لقيم الحالة الاجتماعية لصانع القرار.

3. توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسيّة المعرفيّة عائدة لقيم عمر صانع القرار.

4. توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسيّة المعرفيّة عائدة لقيم الدرجة الأكاديميّة لصانع القرار.

5. توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسيّة المعرفيّة عائدة لقيم سنوات العمل لصانع القرار.

6. توجد فروقات جوهريّة في استجابة عيّنة البحث للتحيزات النفسيّة المعرفيّة عائدة لقيم الدرجة الوظيفية لصانع القرار.

عند دراسة تساوي المتوسطات بالنسبة لفقرة الجنس وفق التقسيم (أنثى، ذكر) فإننا نجد أن معامل فيشر F في جدول اختبار العينات المستقلة ذو الرقم (18) غير معنوي، حيث تكون قيمة معامل F المحسوبة أصغر من نظيرتها الجدولية عند درجات حرية محددة، كما أن مستوى الدلالة للإحصاء يعلو النسبة المقبولة لدلالة جوهريّة، ويجعل ذلك تباين توزيع معاينة المتغير وفق الجنس غير متساوٍ، ويفرض قيوداً على اعتماد اختبار t للعينات المستقلة، وهنا يجب أن يؤخذ معامل t المصحح والوارد في السطر الثاني من جدول

اختبار العينات المستقلة ذو الرقم (18)، وهي قيمة معنوية لأن مستوى دلالتها (0.05) معادل لمستوى الدلالة المقبولة في هذه الدراسة، وبناءً عليه نستخلص أن الفروقات بين مفردات البحث في الاستجابة لمتغير التحيز النفسي المعرفي بسبب الجنس هي فروقات معنوية وذات دلالة إحصائية، ونقبل الفرضية البديلة في هذا الخصوص، وذلك حيث تم التأكد سابقاً من طبيعية توزيع المتغيرات، وتحقق شروط العشوائية عند انتقاء مفردات العينة، واستقلال توزيع المعاينة تبعاً للجنس لكل من المجموعتين.

جدول رقم (17)، إحصائيات العينات وفق الجنس

الجنس		عدد المفردات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	خطأ تقدير الوسط الحسابي
أنثى	تأثير سلوك	43	3.8186	.89529	.13653
ذكر	صناع القرار	44	4.1500	.66700	.10055

المصدر: برنامج SPSS

ما يمكن من القول أن الذكور في عينة البحث أكثر تعرضاً من الإناث للتحيزات النفسية المعرفية، وبدلالة معنوية تجعل من هذه النتيجة قابلة للتعميم على مجتمع البحث.

ويبرز في الجدول رقم (18)، اختبار Levene لقياس تساوي تباين المتغير في الفئات من خلال معامل فيشر، ومن ثم في السطرين اللاحقين لاختبار t لتساوي المتوسطات، نجد السطر الأول معبراً عن قيمة معامل t عند تساوي تباين التوزيع ومستوى دلالاته الإحصائية، والسطر الثاني معبراً عن قيمة اختبار t ومستوى دلالاته الإحصائية عند اختلاف تباين توزيع المتغير وفق الفئتين المدروستين.

جدول رقم (18)، اختبار العينات المستقلة (فئتي الجنس)

اختبار t لتساوي المتوسطات					Levene's اختبار لتساوي تباين الفئات			
الخطأ المعياري للاختلاف	اختلاف المتوسطين	مستوى الدلالة (اتجاهين)	درجات الحرية	معامل t	مستوى الدلالة	معامل فيشر F		
.16900	-.33140	.053	85	-1.961	.083	3.072	تأثير سلوك	تساوي تباين التوزيع
.16956	-.33140	.05	77.615	-1.954			صناع القرار	اختلاف تباين التوزيع

المصدر: برنامج SPSS

جدول رقم (19)، إحصائيات العينات وفق الحالة الاجتماعية

الجنس	عدد المفردات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	خطأ تقدير الوسط الحسابي
عازب	51	3.941	.864	.121
أخرى	36	4.05	.710	.118

المصدر: برنامج SPSS

وبالنظر إلى جدول اختبار العينات المستقلة لفئتي الحالة الاجتماعية، نجد أن قيمة معامل فيشر F غير معنوية، حيث تزيد دلالة المعنوية لها عن (0.05)، وبالتالي فإننا نستخدم معامل t المصحح والوارد في السطر الثاني من جدول اختبار العينات المستقلة رقم (20)، لدراسة الفروقات الإحصائية بين متوسطي فئتي الحالة الاجتماعية (عازب، أخرى)، ويشير إلى عدم جوهريّة هذه الفروقات، وبالتالي إمكان قبول الفرضية الصفرية القائلة بتساوي متوسط استجابة الأفراد باختلاف الحالة الاجتماعية، ورد هذا الاختلاف إلى الصدفة.

جدول رقم (20)، اختبار العينات المستقلة (فئتي الحالة الاجتماعية)

اختبار t لتساوي المتوسطات					اختبار Levene's لتساوي تباين الفئات			
الخطأ المعياري للاختلاف	اختلاف المتوسطين	مستوى الدلالة (اتجاهين)	درجات الحرية	معامل t	مستوى الدلالة	معامل فيشر F	تساوي تباين التوزيع	تأثير سلوك
.175	-.109	.536	85	-.622	.338	.929	اختلاف تباين التوزيع	صناع القرار
.169	-.109	.522	82.963	-.643			اختلاف تباين التوزيع	

المصدر: برنامج SPSS

إن دراسة الفروقات بين متوسطات فئات كل من المتغيرات الفرعية (العمر، والدرجة الأكاديمية، وسنوات العمل)، توجب تطبيق أسلوب تحليل التباين ANOVA لدراسة الفروقات الإحصائية بين متوسطات هذه المجموعات، حيث يتألف كل منها من أربعة فئات، ولا بد من اختبار تجانس تباين القيم لمتوسطات الفئات في هذه المتغيرات كشرط من شروط تطبيق تحليل التباين، ويستخدم أيضاً لتحديد الاختبار اللاحق عند دراسة التباين في حال كانت الفروقات دالة إحصائياً، ويقوم الباحث باختبار الفرضية الصفرية لاختبار Levene والتي تقول بأن التباين في مجتمع البحث بين فئات المتغير المدروس متساوي، في الجدول رقم (21).

جدول رقم (21)، اختبار تجانس تباين فئات المتغير الديموغرافي

إحصاءة Levene قيم معامل فيشر (F)	df1	df2	مستوى الدلالة	تساوي التباين
2.770	3	83	.470	متساوي التباين
2.449	3	83	.069	متساوي التباين
6.961	3	83	.000	غير متساوي التباين
1.444	3	83	.236	متساوي التباين
1.724	3	83	.168	متساوي التباين

المصدر: برنامج SPSS

بالنسبة لمتغير العمر فإن قيمة مستوى الدلالة في اختبار Levene تمكّن من قبول فرضية العدم، والقول بتجانس تباين متوسطات الفئات المختلفة، وهو من شروط تطبيق تحليل التباين، ومن جدول تحليل التباين رقم (22) يمكن القول بأن لا فروقات ذات دلالة إحصائية في استجابة مفردات البحث للتحيز النفسي المعرفي بسبب العمر، وبالتالي لا حاجة إلى استقصاء الاختبارات اللاحقة (Post hoc tests) لتحديد موضع الاختلاف.

جدول رقم (22)، تحليل التباين ANOVA لمتغير العمر

مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	معامل فيشر F	مستوى الدلالة	مربع إيتا η^2
1.662 ^a	3	.554	1.160	.330	.040
989.482	1	989.482	2071.980	.000	.961
1.662	3	.554	1.160	.330	.040
39.637	83	.478			
1415.854	87				
41.299	86				

المصدر: برنامج SPSS

وأما بالنسبة لمتغير الدرجة الأكاديمية، فإننا ومن خلال اختبار تجانس تباين القيم في الفئات، والوارد في الجدول رقم (21)، فإننا نلاحظ تحقق شرط تجانس التباين من خلال مستوى الدلالة الذي يفوق القيمة المقبولة في هذه الدراسة (0.05)، وبالتالي يعتبر تحليل التباين لمتغير الدرجة الأكاديمية، والوارد في الجدول رقم (23) محققاً لشرط تساوي التباين بين الفئات المختلفة ضمن المتغير نفسه.

جدول رقم (23)، تحليل التباين ANOVA لمتغير الدرجة الأكاديمية

مربع إيتا η^2	مستوى الدلالة	معامل فيشر F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
.027	.516	.766	.371	3	1.113 ^a	النموذج المصحح
.966	.000	2341.236	1133.532	1	1133.532	الثابت
.027	.516	.766	.371	3	1.113	الدرجة الأكاديمية
			.484	83	40.185	الخطأ
				87	1415.854	الإجمالي
				86	41.299	الإجمالي المصحح

المصدر: برنامج SPSS

ومن خلال الجدول رقم (24) لتحليل التباين لمتغير الدرجة الأكاديمية، نجد أن لا فروقات ذات دلالة إحصائية بين فئات متغير الدرجة الأكاديمية، وبالتالي لا حاجة إلى إجراء اختبارات لاحقة لتحديد موضع الاختلاف الإحصائي.

ومن جدول اختبار Levene لتجانس تباين فئات المتغير الديموغرافي رقم (21)، يُلاحظ عدم تساوي تباين متوسطات فئات متغير التخصص العلمي، وبالنظر إلى جدول رقم (24) لتحليل التباين الأحادي لمتغير التخصص، ومن خلال بند مستوى الدلالة، يكون بالإمكان قبول فرضية عدم تساوي التباين والتي تقول بعدم جوهرية الفروقات بين الفئات في متغير التخصص، وأية فروقات ملحوظة تعود إلى الصدفة.

جدول رقم (24)، تحليل التباين ANOVA لمتغير التخصص

مربع إيتا η^2	مستوى الدلالة	معامل فيشر F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
.076	.087	2.264	1.041	3	3.124 ^a	النموذج المصحح
.967	.000	2401.596	1104.581	1	1104.581	الثابت
.076	.087	2.264	1.041	3	3.124	التخصص
			.460	83	38.175	الخطأ
				87	1415.854	الإجمالي
				86	41.299	الإجمالي المصحح

المصدر: برنامج SPSS

وباستخلاص تساوي تباين متوسطات فئات متغير سنوات العمل من جدول اختبار Levene لتجانس تباين فئات المتغير الديموغرافي رقم (21)، يمكن لنا إجراء اختبار تحليل التباين للتأكد من تساوي متوسطات فئات هذا المتغير، وبالنظر إلى جدول تحليل التباين ذو الرقم (25) لفئات متغير سنوات العمل نجد أن الفروقات غير دالة إحصائياً، وبالتالي لا حاجة أيضاً إلى إجراء اختبارات لاحقة.

جدول رقم (25)، تحليل التباين ANOVA لمتغير سنوات العمل

مربع إيتا η^2	مستوى الدلالة	معامل فيشر F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
.04	.32	1.18	.56	3.00	1.690 ^a	النموذج المصحح
.97	.00	2528.78	1206.76	1.00	1206.76	الثابت
.04	.32	1.18	.56	3.00	1.69	سنوات العمل
			.48	83.00	39.61	الخطأ
				87.00	1415.85	الإجمالي
				86.00	41.30	الإجمالي المصحح

المصدر: برنامج SPSS

وبالنظر إلى جدول اختبار Levene لدراسة تجانس تباين فئات المتغير الديموغرافي، نلاحظ تساوي تباين متوسطات الفئات لمتغير الدرجة الوظيفية، وبإجراء تحليل التباين لهذا المتغير والاستدلال بمعنوية الدلالة لمعامل فيشر F من الجدول رقم (26) لتحليل التباين لمتغير الدرجة الوظيفية، فإن بإمكاننا قبول الفرضية الصفرية والقول بأن الفروقات الإحصائية بين فئات المتغير المدروس وهو الدرجة الوظيفية، هي فروقات جوهرية وذات دلالة إحصائية.

جدول رقم (26)، تحليل التباين ANOVA لمتغير الدرجة الوظيفية

مربع إيتا η^2	مستوى الدلالة	معامل فيشر F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
.171	.001	5.727	2.361	3	7.083 ^a	النموذج المصحح
.970	.000	2660.008	1096.564	1	1096.564	الثابت
.171	.001	5.727	2.361	3	7.083	الدرجة الوظيفية
			.412	83	34.216	الخطأ
				87	1415.854	الإجمالي
				86	41.299	الإجمالي المصحح

المصدر: برنامج SPSS

ونظراً لتساوي تباين متوسطات الفئات كما يرد في الجدول رقم (21)، ولعدم تساوي أطوال الفئات المختلفة في متغير الدرجة الوظيفية كما يرد في الجدول رقم (27) لتحديد موضع الفروقات بين الفئات، فإننا نستخدم اختبار Hochberg اللاحق، ونستخدم الاختبارات اللاحقة في حال تمتع معامل فيشر في تحليل التباين بالدلالة المعنوية ولم يتمكن الباحث من رفض الفرضية الصفرية، وفي حين أن تحليل التباين يشير فقط إلى وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين فئات المتغير المدروس، فإن الاختبار اللاحق يحدد موضع هذه

الفروقات ودرجتها، ومن خلال الجدول رقم (27) والذي يتضمن اختبار Hochberg لتحديد الفروقات بين الفئات، يمكن لنا القول بأن الفروقات الإحصائية في تأثر سلوك صناعة القرار الاستثماري بسبب اختلاف الدرجة الوظيفية لصانع القرار هي ذات دلالة إحصائية بين كل من الدرجات الوظيفية (المدير) وبين (الموظف، والإدارة العليا، والمشرف) ولصالح المشرفين بوسط حسابي (4.3750) ودلالة عالية جداً في المقام الأول ومن ثم الإدارة العليا (4.1538) بدلالة عالية ويليها الموظفون (3.8958) بدلالة عالية ومن ثم المديرين في عينة البحث بمتوسط حسابي (3.4663) ودلالة متوسطة إشارة إلى الفروقات ذات الدلالة في إدراكهم أو استجاباتهم لمتغير التحيز النفسي المعرفي عند القيام بخطوات صناعة القرار الاستثماري.

جدول رقم (27)، اختبار Hochberg لتحديد موضع الفروقات بين الفئات

المجموعة الفرعية		عدد مفردات الفئة	الدرجة الوظيفية	
2	1			
	3.4663	13	المدير	اختبار Hochberg
3.8958	3.8958	42	الموظف	
4.1538		13	الإدارة العليا	
4.3750		19	المشرف	
.168	.270		مستوى الدلالة	

المصدر: برنامج SPSS

وبمستوى دلالة يسمح بقبول فرضية جوهرية هذا الاختلاف بين الفئات، وبخاصة بين المديرين من جهة وغيرهم من فئات الهرم الإداري في هذه الشركات من جهة أخرى.

ويُلاحظ في جداول تحليل التباين ما يعرف بمربع معامل إيتا (η^2)، ويشرح هذا المعامل مقدار ما يفسره المتغير الديموغرافي المستقل من سلوك صناعة القرار الاستثماري وفق الأنموذج المقدّر، حيث يشير إلى أن ما يقترب من (17.7%) من القرار الاستثماري يتم تفسيره من خلال الفروقات بين فئات الدرجة الوظيفية لصانع القرار، ويليه في ذلك متغير التخصص العلمي حيث يفسّر التغير في (7.6%) من سلوك صنّاع القرار الاستثماري، ومن ثم متغير العمر (4%)، ومتغير الدرجة الأكاديمية وبما يفسر (2.7%) من سلوك صنّاع القرار الاستثماري، وبإجمالي لجميع المتغيرات الفرعية السابقة يقارب (32%) من قيمة المتغير التابع.

وينتهي هذا المبحث بعدما تم التأكّد من صدق أداة البحث وثباتها، وطبيعية التوزّع لبيانات عينة البحث، وتساوي تجانسها، مع افتراض اتباع أسلوب المعاينة العشوائي في سحب العينة أو استقصاء آراء المستثمرين والشركات والاستشاريين، وتلا ذلك إجراء الاختبارات الاستدلالية المعلمية للتأكد من جوهرية إدراك الإدارات المعنية لوجود التحيز النفسي المعرفي، وأثر هذا التحيز في عملية صناعة القرار الاستثماري، ودور المتغير الديموغرافي في هذه العلاقة.

	المبحث الثالث: النتائج والمقترحات		
126	النتائج		أولاً
126	نتائج الدراسة الإحصائية الوصفية	أ	
127	نتائج الدراسة الإحصائية الاستدلالية	ب	
128	نتائج المقابلات الأولية	ت	
130	العلاقة بين نتائج هذا البحث ونتائج الدراسات السابقة		ثانياً
132	المقترحات		ثالثاً
132	المقترحات العلميّة	أ	
133	المقترحات العمليّة	ب	

المبحث الثالث: النتائج والمقترحات

أولاً -النتائج:

في ضوء البيانات الثانويّة التي تم جمعها في سياق هذا البحث من دراسات سابقة ومقالات، والبيانات الأوليّة التي تم جمعها من مقابلات أولية قام بها الباحث مع عدد من صنّاع القرار الاستثماري من الموظفين والمستثمرين والاستشاريين، والتي ترد في الملحق رقم 3/، ومن توزيع استبانة إحصائية صممت لاستقصاء أبعاد مكوّن التحيز النفسي المعرفي في سلوك صناعة القرار الاستثماري بناءً على دراسات سابقة، إضافة إلى الاختبارات الإحصائية الواردة في المبحث الثاني من الفصل الثالث لهذه الدراسة ، فقد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج فيما يخص موضوع بحثه، وهي كالتالي:

أ- نتائج الدراسة الإحصائية الوصفية:

1. بدراسة التوزع الديموغرافي لعينة البحث، برز تساوي توزّع الجنسين، وتربطاً تقليدي مبدئي للمتغيرات الديموغرافية العمر، وسنوات الخبرة، والمؤهل العلمي، والدرجة الوظيفية، من حيث غلبة شريحة الشباب، بسنوات خبرة قليلة، يحملون الشهادات الجامعية، وفي المراكز الإدارية الأولية، وغلب خريجو أقسام المحاسبة، ثم المصارف، وأقسام إدارة الأعمال، والاقتصاد والإحصاء، ما يقابل هيكلاً هرمياً صارماً للتركيب الديموغرافي والوظيفي والعلمي لبيئة العمل.

2. تراوحت درجة الموافقة على فقرات الاستبانة بين العالية والعالية جداً، ما عكس قبولاً مبدئياً لفرضيتي إدراك أثر التحيز النفسي المعرفي في سلوك صناعة القرار الاستثماري وأثره، ما يتوافق مع نتائج الدراسة الاستدلالية التي تجد أثراً جوهرياً لهذا الارتباط من خلال الاختبارات المعلمية المتبعة.

3. بناءً على درجات الموافقة على فقرات الاستبانة فإن الباحث يستخلص تأثراً أولياً لسلوك المستثمرين عند دراسة ومعالجة البيانات خلال عملية صناعة القرار الاستثماري بتحيز الإرساء والتعديل بالدرجة الأولى، بوسط حسابي يبلغ (4.1)، ومن ثم تحيز التأطير (4.01)، يليه تحيز الثقة المفرطة (3.96)، ومن ثم تحيز المحاسبة العقلية (3.83)، وهي قيم تصف درجة تأثير عالية لسلوك صناع القرار الاستثماري بالتحيز النفسي المعرفي.

ب- نتائج الدراسة الإحصائية الاستدلالية:

1. أفادت دراسة الفرضية الأولى بقبول الفرضية البديلة "تدرك الإدارات المعنية بصناعة القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية أهمية التحيزات النفسية المعرفية على القرارات التي تتخذها بشكل جوهري"، ما يشير إلى سعي مبدئي للتعرف إلى هذه التحيزات وتطوير طرق وأساليب استخدامها ومعالجة آثارها، لرفع كفاءة صناعة القرار الاستثماري وتجويده، معبرة عن فحوى المقابلات الأولية التي أجراها الباحث لاستطلاع تقبل بعض مفردات العينة للعمل السلوكي في النظرية المالية رديفاً للنماذج الكمية.

2. نتج عن دراسة الفرضية الرئيسة الثانية قبول الفرضية البديلة، والتي تقول بقبول "الأثر الجوهرى للتحيزات النفسية المعرفية على سلوك صنّاع القرار الاستثماري"، ما ينسجم مع قبول الباحث للفرضية البديلة الأولى إحصائياً، ومع نتائج المقابلات الأولية مع عدد من مفردات البحث.

3. كما أفادت دراسة الفرضية الرئيسة الثالثة بأثر جوهري أو ذي دلالة إحصائية لمتغيري (الجنس، والدرجة الوظيفية) في استجابة مفردات عينة البحث للتحيز النفسي المعرفي عند قيامهم بعملية صناعة القرار الاستثماري بمراحلها المختلفة. وقبول عدم تأثر استجاباتهم للتحيز النفسي المعرفي بسبب كل من المتغيرات الفرعية (العمر، والحالة الاجتماعية، والتخصص الأكاديمي، وسنوات الخبرة) بشكل جوهري أو ذي دلالة إحصائية.

ت-نتائج المقابلات الأولية (ملحق رقم 3/):

1. أشارت المقابلات الأولية إلى غياب استراتيجيات، وسياسات، وإجراءات واضحة لمعالجة وخفض أثر التحيز النفسي المعرفي، وبشكل خاص كلما المستوى التنظيمي لصانع القرار، رغم إدراك الدور الكبير للعلوم السلوكية في قيادة العمل الاستثماري.

2. عدم تنوع وعمق السوق يقود إلى ضعف في ممارسات علوم المالية السلوكية، من حيث الانتقال القطاعي إلى أصول أخرى، أو الانتقال التوظيفي من أسهم إلى سندات أو غيرها من المنتجات كالمشتقات المالية.

3. ضعف الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين والشركات المؤهلة للدخول في سوق دمشق للأوراق المالية يمنع تطوير العملية الاستثمارية، حيث يُلاحظ اتجاه المستثمرين الفرديين إلى أساليب التحليل الشخصي للبيانات، بينما يقوم المستثمرون من الشركات والاستشاريين باتباع نماذج كمية بحتة مثل أنموذج الخصم Gordon Growth Model، وهو أنموذج نظري.
4. تلعب الاختلافات الثقافية دوراً كبيراً في تحديد أحجام التداول والعمليات، ومثال هذه الاختلافات، أن لا وجود لأثر يوم الاثنين أو الشهر الأول وغيرهما من التقلبات الدورية في حركة أسعار الأصول في سوق دمشق.
5. لا تستفيد المؤسسات المالية المحلية من السوق كأداة إقراض طويل الأجل، وتغيب بنوك الاستثمار وصنّاع الأسواق عن بيئة العمل الاستثماري السورية ما ينعكس سحاً في السيولة وضعفاً في استقرار وصدقية الأسعار.
6. ضيق نطاق السوق باقتصاره على الأسهم والسندات، بدلاً من التركيز على المشتقات المالية وتنمية سوقها، وضعف التوجه الإقليمي والعالمي للسوق.
7. التأكيد على ضرورة تحقيق الاستقرار في التشريع وإصدار القرارات والتعاميم الإدارية والتشغيلية، حيث يلاحظ التقلب في المتطلبات التشريعية والتنظيمية في سياق أداء الفاعلين في سوق دمشق للأوراق المالية.
8. السعي الحثيث للالتزام بالقوانين المحلية، وذلك على حساب تطوير صيغ هذه القوانين وزيادة جاذبيتها لرأس المال الدولي.

9. معارضة بعض الوسطاء لمبدأ الأبحاث العلميّة في مجال الأسواق المالية،

يعيق التوصل إلى نتائج من خلال استخدام الاختبارات الإحصائية

والمنهجية التي يغلب الطابع التجريبي أو النوعي فيها.

10. ضعف الرغبة في الاستفادة من الحقل الأكاديمي في المجال العملي،

وذلك من خلال عدم تقديم مقترحات تضيء طريق البحث الأكاديمي.

ثانياً -العلاقة بين نتائج هذا البحث ونتائج الدراسات السابقة:

تشير نتائج هذه الدراسة في علاقتها مع ما سبقها من الدراسات إلى:

أ- تقارب في طبيعة سوق العمل الاستثماري المحلية مع الأسواق المالية الأخرى من حيث الهياكل

الإدارية وتوزع الأعمار والدرجات الوظيفية والأكاديمية والتخصصات العلمية وذلك كما تفترض

دراسة (Chaffai & Medhioub, 2014)، وتباعداً عنها في توزيع متغير الجنس في هذا

الحقل حيث تعتدل نسب الإناث والذكور في عينة البحث المحلية، مقارنة بتفاوت كبير لتوزع

الجنسين في قطاع العمل ذو النمط الغربي وفق (Seguino, Berik, & Rodgers, 2010).

ب- كما تلاحظ أثراً منتظماً لكل من جنس صانع القرار ودرجته الوظيفية في صياغة عملية صناعة

القرار الاستثماري، وبذلك تطابق ما جاء به (Macmillan, 2000)، و (Lusardi, 2004)،

و (Subash, 2012) و (Baker & Nofsinger, 2010) في سياق تأكيدها لدلالة أثر

(الجنس والدرجة الوظيفية) على علاقة المتغيرين، وتختلف في نتائجها الإحصائية بعدم دلالة

(الدرجة الأكاديمية والتخصص العلمي) مع (Ortoleva & Snowberg, 2015)، وتلاحظ

أثراً للبيئة الاجتماعية والسياق الجمعي في عملية صناعة القرار وتحديد تراتبية التحيزات النفسية المعرفية المؤثرة ذات الدلالة، كما لا يتبين اختلاف جوهري في علاقة عملية صناعة القرار الاستثماري بالتحيزات النفسية جرّاء متغير العمر ما يختلف مع دراسة (Yu, et al., 2015).
ت- ورغم أنها تلتقي مع الدراسات السابقة في جوهريّة أثر التحيزات النفسية المعرفية مثل (Nofsinger, 2005) و (Lau & Levy, 1998) والكتاب المرجعي (Pompian, 2006)، فإنها تختلف معها في ترتيب أهمية وتأثير هذه المتغيرات، ما يفسّره (Ortoleva & Snowberg, 2015) باختلاف بيئة صنع القرار والمتغيرات الاجتماعية الضابطة للعمل الاستثماري من النفور من المخاطرة والثقة المفرطة وأثر اختلاف الجنس على عملية صناعة القرار الاستثماري.
ث- إن المقابلات الأولية أشارت إلى أهميّة إدراك صنّاع السياسات والمشرعين لأثر المتغيّر المعرفي في صياغة القرارات والسياسات النازمة للعمل الاستثماري، والتعامل مع تقلبات الأسواق، ما يتفق مع توجّه العديد من الدراسات السابقة ومنها (Bakar & Chui Yi, 2016) و (Muhammad , 2009).
ج- أفادت الدراسة بأن إدراك صنّاع القرار لأثر التحيز النفسي المعرفي في سلوكهم ذو دلالة إحصائية، مما يشير إلى احتمال تعرضهم لفكرة التحيز نفسه ما يقود إلى قرارات تجانب العقلانية الاقتصادية، وتفسّر التناقض الظاهر بفكرة الدلالة الإحصائية لأثر التحيزات النفسية المعرفية المدروسة على سلوك صنّاع القرار الاستثماري رغم الاستنتاج الإحصائي ذو الدلالة بإدراك مفردات البحث لوجود هذا الأثر، ما يتفق مع (Porter, 2014).

ثالثاً -المقترحات:

استكمالاً لهدف البحث في هذا المجال، وفي ضوء النتائج السابقة والدراسة العملية والمقابلات الأولية مع صناع القرار الاستثماري فيما يخص موضوع التحيزات النفسية المعرفية، فإن الباحث يرى هذا البحث تمهيداً لحقل المالية السلوكية، ويجد المقترحات التالية الأكثر تعبيراً عن آفاق تطوير بحثه:

أ- المقترحات الأكاديمية:

1. إجراء الدراسات النوعية في حقل المالية السلوكية، فتلعب توعية المستثمرين ورفع مقدار إدراكهم للتحيزات النفسية المعرفية دوراً يحتاج إلى المزيد من الاكتشاف، والاختبار، والتحقق لتجويد عملية صناعة القرار الاستثماري.
2. استكمال الربط بين العلوم السلوكية والأسواق المالية من خلال تقديم أنموذجات تدرس حركة أسعار الأصول وتأخذ بعين الاعتبار المتغيرات السلوكية من خلال دراسات تجريبية أو أبحاث نوعية تقترب من واقع العمل الاستثماري، بهدف خفض أثر التحيزات (غير المفيدة) وأخطار وقوع خسائر كارثية.
3. يفيد في مجال العلوم السلوكية اقتباس بعض الأنموذجات من المجالات الأخرى، ومثالها أنموذج AIDA والذي يدرس انتقال العملاء من مرحلة الإدراك والانتباه إلى الاهتمام ومن ثم الرغبة وأخيراً الفعل، وهو ما تحاول المدرسة السلوكية نمذجته بصورة تقبل التطبيق في الواقع الاستثماري من خلال تحليل هذه المراحل.

ب-المقترحات العملية:

1. الاعتماد على برامج التفاعل الإيجابي ضمن المجموعات، أو ما يعرف بالتدريب على التنوع (Diversity Training).
2. تشجيع إسهام المدرسة السلوكية في بناء التشريعات في ظل توجه حكومي عالمي، حيث يمكن استخدام مخرجات العلوم السلوكية لوضع وتصميم السياسات والبرامج الحكومية لخدمة الأفراد بشكل أفضل وأكثر كفاءة، ما يتوافق مع ما يرد في الأمر التنفيذي الوارد في الملحق رقم 4/، والعديد من الدراسات السابقة ومنها (Bakar & Chui Yi, 2016).
3. تطوير سياسات وإجراءات تنظيمية لخفض أثر التحيز النفسي المعرفي، وبخاصة تفعيل دراسة القرارات السابقة دراسة نقدية تحليلية، وتحسين آليات التغذية الراجعة.
4. تطوير الإرشادات والكتيبات الإرشادية للمستثمرين، بهدف تقديم المزيد من التفاصيل في المجال السلوكي لتلافي تعرضهم لأخطاء يمكنهم تجنبها.
5. تجاوز البعد المحلي لعمل سوق دمشق للأوراق المالية، من خلال جذب رأس المال الدولي (حيث تشكل فترات التضخم للعملة المحلية فرصة استثمارية)، كما إنشاء صناديق استثمارية جديدة، وتفعيل دور الصناديق السيادية الموجودة حالياً.
6. تنويع أصناف الأسهم قيد التداول للشركات المدرجة، حيث برزت في سياق البحث مشكلة ضحالة السوق المالي، حرصاً على تركيز حقوق التصويت بيد الملاك.
7. إنشاء منصات الكترونية للتفاعل المباشر وتحليل البيانات الكمية، وتبسيط إجراءات العمل، وتوفير منصات تدريبية تحاكي الواقع العملي.

المراجع:

الدراسات المحكّمة:

1. Ahmadinia, H., & Hasbaei, A. (2011). A Study on Developing of Asset Pricing Models. *International Business Research*, 139-153.
2. Allais, M. (1988). An Outline of My Main Contributions to Economic Science. 227-252: The Royal Swedish Academy of Sciences.
3. Alrabadi, D., AL-Gharaibeh, M., & Zurigat, Z. (2011). What Makes Investors Overconfident? Evidence from Amman Stock Exchange. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, pp. 28-34.
4. Bakar, S., & Chui Yi, A. (2016). The Impact of Psychological Factors on Investors' Decision Making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang. *Procedia Economics and Finance*, 319-328.
5. Bayes, T. (1763). An essay toward solving a problem in the doctrine of chances. *Philosophical Transactions of the Royal Society*, 370-418.
6. Bernoulli, D. (1738). Specimen theoriae novae de mensura sortis. *Comentarii Academiae Scientiarum Imperialis Petropolitanae*, 175-192.
7. Chaarlas, L. J., & Lawrence, A. D. (2012). Behavioral Finance a Boon to Investors. *Journal of Finance, Accounting & Management*, 32 - 44.
8. Chaffai, M., & Medhioub, I. (2014). Behavioral Finance: An Empirical Study of the Tunisian Stock Market. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 527 - 538.
9. Chaudhary, A. K. (2013). Impact of Behavioral Finance in Investment Decisions and Strategies - a Fresh Approach. *International Journal of Management and Business Strategy*, 85 - 92.
10. Cheek, N., Coe-Odess, S., & Schwartz, B. (2015). What have I just done? Anchoring, self-knowledge, and judgments of recent behavior. *Judgment and Decision Making*, 76-85.

11. Courtault, J.-M., Kabanov, Y., Bru, B., Cr  pel, P., Lebon, I., & Le Marchand, A. (2000). Louis Bachelier on the centenary of The  rie de la spe  culation. *Mathematical Finance*, 341-353.
12. De Martino, B., Kumaran, D., Seymour, B., & Dolan, R. (2006). Frames, Biases and Rational Decision-Making in the Human Brain. *Science*, 684-687.
13. Edwards, W. (1954). The Theory of Decision Making. *Psychological Bulletin*, 380-417.
14. Epley, N., & Gilovich, T. (2006). The Anchoring-and-Adjustment Heuristic. *Psychological Science*, 311-318.
15. Feix, O. (2002). Behavioral Asset Pricing. *Behavioral Finance-Workshop*, (pp. 1-17).
16. Friedman, C., & Sandow, S. (2003). Learning Probabilistic Models: An Expected Utility Maximization Approach. *Journal of Machine Learning Research*, 257-291.
17. Gigerenzer, G. (1991). How to Make Cognitive Illusions Disappear: Beyond "Heuristics and Biases". *European Review of Social Psychology*, 83-115.
18. Glaser, M., Langer, T., & Weber, M. (2012, June 25). True Overconfidence in Interval Estimates. *Journal of Behavioral Decision Making*, pp. 1-36.
19. Gonzalez, C., Dana, J., Koshino, H., & Just, M. (2005). The framing effect and risky decisions. *Journal of Economic Psychology*, 1-20.
20. Kahneman, D., & Tversky, A. (1972). Subjective Probability: A Judgment of Representativeness. *Cognition Psychology*, 430-454.
21. Kahneman, D., & Tversky, A. (1973). Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability. *Cognitive Psychology*, 207-232.
22. Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 263-292.
23. Kahneman, D., & Tversky, A. (1984, April). Choices, Values, and Frames. *American Psychologist*, pp. 341-350.
24. Kahneman, D., Wakker, P., & Sarin, R. (1997). Back to Bentham? Explorations of Experienced Utility. *The Quarterly Journal of Economics*, 375-405.

25. Larrick, R. (1993). Motivational Factors in Decision Theories: The Role of Self-Protection. *Psychological Bulletin*, 440-450.
26. Latif, M., Arshad, S., Fatima, M., & Farooq, S. (2011). Market Efficiency, Market Anomalies, Causes, Evidences, and Some Behavioral Aspects of Market Anomalies. *Research Journal of Finance and Accounting*, 1-13.
27. Lau, R. R., & Levy, J. S. (1998). Contributions of Behavioral Decision Theory in Political Science. *Applied Psychology: An International Review*, 29-44.
28. Lei, Y.-C. (2005). The Trading Volume Trend, Investor Sentiment, and stock returns. Louisiana: Graduate Faculty of the Louisiana State University and Agricultural and Mechanical College.
29. Lin, T. (2011). A Behavioral Framework for Securities Risk. Seattle: University of Florida Levin College of Law.
30. Lusardi, A. (2004). Saving and the Effectiveness of Financial Education. Dartmouth College, 1-42.
31. Mitroi, A. (2014). Behavioral finance: biased individual investment decision making; like the company but dislike the investment. *Theoretical and Applied Economics*, 63-74.
32. Muhammad, N. (2009). Behavioral Finance vs. Traditional Finance. *Advance Management Journal*, 1 - 10.
33. Nielsen, J., & Levy, J. (1994). Measuring usability: preference vs. performance. *Communications of the ACM*, 66-75.
34. Nofsinger, J., & Baker, K. (2002). Psychological Biases of Investors. *Financial Services Review*, 97-116.
35. Odean, T. (1998). Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average. *The Journal of Finance*, 1887-1934.
36. Ortoleva, P., & Snowberg, E. (2015). Overconfidence in Political Behavior. *American Economic Review*, 504-535.
37. Pan, C., & Statman, M. (2012, January 1). Questionnaires of Risk Tolerance, Regret, Overconfidence, and Other Investor Propensations. *The Journal of Investment Consulting*, pp. 54-63.

38. Payne, J., Bettman, J., & Johnson, E. (1988). Adaptive Strategy Selection in Decision Making. *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory and Cognition*, 534-552.
39. Raei, R., & Ahmadiania, H. (2011, October 4). A Study on Developing of Asset Pricing Models. *International Business Research*, pp. 139-152.
40. Razali, N., & Wah, Y. (2011). Power Comparisons of Shapiro-Wilk, Kolmogorov-Smirnov, Lihhiefors and Anderson-Darling tests. *Journal of Statistical Modeling and Analytics*, 21-33.
41. Read, D. (2004). Utility theory from Jeremy Bentham to Daniel Kahneman. London School of Economics and Political Science Department of Operational Research, 1-14.
42. Riabacke, A. (2006, November 12). Managerial Decision Making Under Risk and Uncertainty. *International Journal of Computer Science*, pp. 1-7.
43. Ricciardi, V., & Simon, H. (2000). What Is Behavioral Finance. *Business, Education and Technology Journal*, 1-9.
44. Savage, L. (1957). The Foundation of Statistics. University of Michigan, Fourth Berkeley Symposium, 575-586.
45. Schwartz, H. (2010). Heuristics or Rules of Thumb. In J. Nofsinger, & K. Baker, *Behavioral Finance* (pp. 57-72). Hoboken: John Wiley & Sons.
46. Seidenfeld, M. (2002). Cognitive Loafing, Social Conformity, and Judicial Review of Agency Rulemaking. *Cornell Law Review*, 486-548.
47. Shefrin, H., & Belotti, M. (2007). Behavioral Finance: Biases, Mean–Variance Returns, and Risk Premiums. *the Equity Research and Valuation* (pp. 4 - 12). Boston: CFA Institute.
48. Shefrin, H. (2010). Behavioralizing Finance. *Foundations and Trends in Finance*, 1-184.
49. Shefrin, H., & Statman, M. (2000). Behavioral Portfolio Theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 127-151.
50. Simon, H. (1956). Rational Choice and the Structure of the Environment. *Psychological Review*, 129-138.

51. Smith, A. (2011). Exploring the relationship between knowledge and anchoring effects: is the type of knowledge anchoring effects: is the type of knowledge? Iowa: University of Iowa.
52. Smith, A., & Windschitl, P. (2011). Biased calculations: Numeric Anchors Influence Answers to Math Equations. *Judgment and Decision Making Journal*, 139-146.
53. Smith, A., Windschitl, P., & Bruchmann, K. (2013). Knowledge matters: Anchoring effects are moderated by knowledge level. *European Journal of Social Psychology*, 97-108.
54. Smith, J., & Winterfeldt, D. (2004). Decision Analysis in Management Science. *Management Science*, 561-574.
55. Spring, T., Saltzstein, H., & Vidal, B. (2015). Using Decisional Bias as an Implicit Measure of Moral Judgment. *Archives of Scientific Psychology*, 1-7.
56. Taffler, R., & Tuckett, D. (2010). Emotional Finance: The Role of the Unconscious in Financial Decisions. (pp. 95-112). Hoboken: John Wiley & Sons.
57. Teng, B.-S., & Das, T. K. (1999). Cognitive Biases and Strategic Decision Making Process: An Integrative perspective. *Journal Management Studies*, 757-778.
58. Thaler, R. (1999). Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 183-206.
59. Todd, P., & Gigerenzer, G. (2000). Précis of Simple heuristics that make us smart. *Behavioral and Brain Sciences*, 727-780.
60. Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *American Association for the Advancement of Science*, 1124-1131.
61. Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *American Association for the Advancement of Science*, 453-458.
62. Tversky, A., & Kahneman, D. (1986). Rational Choice and the Framing of Decisions. *The Journal of Business*, 251-278.
63. Wang, Y., & Ruhe, G. (2007). The Cognitive Process of Decision Making. *Journal of Cognitive Informatics and Natural Intelligence*, 73-85.

64. Wheeler, G., & Beach, L. (1968). Subjective Sampling Distributions and Conservatism. *Organizational Behavior and Human Performance*, 36-46.
65. Yu, L., Boyle, P., Segawa, E., Leurgans, S., Schneider, J., Wilson, R., & Bennett, D. (2015). Residual decline in cognition after adjustment for common neuropathologic conditions. *American Psychological Association*, 335-343.
66. Zaiane, S., & Abaoub, E. (2009, March 2). Investor Overconfidence and Trading Volume: The Case of an Emergent Market. *International Review of Business Research Papers*, pp. 213-222.
67. Hyndman, R. (2008). *Quantitative Business Business Methods*. Monash: Monash University.
68. Korniotis, G., & Kumar, A. (2008). Do Behavioral Biases Adversely Affect the Macro-Economy? *Federal Reserve Board*, 1-54.
69. Macmillan, F. (2000). *Risk, Uncertainty and Investment Decision Making in the Upstream Oil and Gas Industry*. Aberdeen: University of Aberdeen.
70. Seguino, S., Berik, G., & Rodgers, Y. (2010). *an Investment that pays off*. Berlin: Friedrich-Ebert-Stiftung.
71. Subash, R. (2012). *Role of Behavioral Finance in Portfolio Investment Decisions: Evidence from India*. India: Faculty of Social Sciences.

الكتب:

72. Baker, K., & Nofsinger, J. (2010). *Behavioral Finance*. Hoboken: JohnWiley & Sons.
73. Bentham, J. (1781). *An Introduction to the Principles of Morals and Legislation*. Kitchener: Batoche Books.
74. Camerer, C. F. (2016). *Behavioral Economics: Past, Present, Future*. Carnegie: Mellon University.
75. Clemen, R., & Reilly, T. (2000). *Making Hard Decisions with Decision Tools*. Duxbury: Thomson Learning.
76. Festinger, L., Riecken, H., & Schachter, S. (1956). *When Prophecy Fails*. Minneapolis: University of Minneapolis Press.

77. G&C Merriam Co. (1963). Webster's Seventh New Collegiate Dictionary. Springfield: Merriam Company Publishers.
78. Gilovich, T., Griffin, D., & Kahneman, D. (2002). *Heuristics and Biases*. Cambridge: the press syndicate of the university of cambridge.
79. Hoffmann, J. (2010). *Linear Regression Analysis: Applications and Assumptions*. Provo: Brigham Young University.
80. Mills, T. (1999). *The Econometric Modelling of Financial Time Series*. Cambridge: Cambridge University Press.
81. Neumann, J., & Morgenstern, O. (1944). *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton: Princeton University Press.
82. Nofsinger, J. (2001). *Investment madness: how psychology affects your investing and what to do about it*. New York: Pearson Education.
83. Nofsinger, J. (2005). *the psychology of investing*. New Jersey: Pearson Prentice Hall.
84. Pearl, J. (1984). *Heuristics: Intelligent Search Strategies for Computer Problem Solving*. Los Angeles: Addison Wesley Publishing Company.
85. Pompian, M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management: Building Optimal Portfolios that Account for Investor Biases*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
86. Ramsey, F. (1931). *The Foundations of Mathematics and other Logical Essays*. New York: Harcourt, Brace and Company.
87. Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2009). *Research methods for business students*. Harlow: Pearson Education.
88. Shefrin, H. (2002). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. New York: Oxford University.
89. Shull, F., Delbecq, A., & Cummings, L. (1970). *Organizational Decision Making*. New York: McGraw-Hill.
90. Simon, H. (1972). Theories of Bounded Rationality. In R. R. C. B. McGuire, *Decision and Organization* (pp. 161-176). Amsterdam: North-Holland Publishing Company.

91. Thurow, L. (2005). Fortune Favors the Bold: What We Must Do to Build a New and Lasting Global Prosperity. New York: HarperCollins.

مواقع الانترنت:

92. Chase, M. (2015, June 6). When to Forget the Rearview Mirror. Retrieved from Harvard Business Review: <https://hbr.org/2015/06/when-to-forget-the-rearview-mirror>
93. Lovallo, D., & Sibony, O. (2010, March). The case for behavioral strategy. Retrieved from McKinsey&Company: http://www.mckinsey.com/insights/strategy/the_case_for_behavioral_strategy
94. Porter, J. (2014, June 10). You're More Biased Than You Think. Retrieved from FastCompany: <http://www.fastcompany.com/3036627/strong-female-lead/youre-more-biased-than-you-think>

القوانين والمراسيم التشريعية:

95. قانون الشركات الصادر بالمرسوم التشريعي رقم /29/ لعام 2011.
96. قانون سوق الأوراق المالية الصادر بالمرسوم التشريعي رقم /55/ لعام 2006.
97. قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية الصادر بالمرسوم التشريعي رقم /22/ لعام 2005.
98. Exec. Order No. 13707, 3 C.F.R. 1 (2015). Using Behavioral Science Insights to Better Serve the American People.

الملاحق

الملحق رقم /1/

قائمة بأسماء الأساتذة في قسم إدارة الأعمال، والذين دققوا استبانة البحث العلمي

الملاحظات	الأستاذ
- تعديل في رسالة الباحث إلى الجهات ذات العلاقة - تعديل في صياغة بعض الفقرات - إضافة بعض الفقرات	أ. د. طارق الخير
- تعديل مقياس ليكرت من ثلاثي إلى خماسي - تصويب صياغة بعض الفقرات	أ. م. د. رعد الصرن
- تعديل في صياغة بعض الفقرات - تعديل في نموذج البحث - حذف الفقرات المرتبطة بمشكلة سانت بطرسبورغ	أ. د. جمال اليوسف
- تعديل في صياغة بعض الفقرات - تعديل مقياس ليكرت إلى أكثر من ثلاثي الدرجات	أ. م. د. بسام الترة
- تعديل في صياغة بعض الفقرات - إضافة بعض الفقرات	د. مهند أرناؤوط

وقد تم الأخذ بجميع ملاحظات الأساتذة الواردة أسماؤهم أعلاه، وبما يحقق صدق الاستبانة

الظاهري.



استبانة

السيدات والسادة الأعزاء

تحية طيبة، وبعد:

يبنى القرار الاستثماري على درجات مختلفة من المعلومات مقترناً بمخاطر محددة تبعاً للسياق وظروف القرار نظرياً، وحيث تدرس النظرية الاقتصادية التقليدية الجانب الكمي من هذه العملية فإن الطالب علي اسماعيل يقدم دراسة عنوانها:

أثر التحيزات النفسية المعرفية في سلوك صنّاع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية

The Effect of Behavioral Cognitive Biases on the Behavior of Decision Makers

بإشراف الدكتور مجد صفور، وذلك للحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال وتنتظر إلى سلوك صنّاع القرار عملياً في معالجتهم للمعلومات المتاحة، بهدف اكتشاف محددات هذا السلوك والأخطاء المنتظمة فيه لتلافي حصولها، وبناء أنموذج لتأثيره.

وبناءً عليه نرجو الإجابة على أسئلة الاستبيان التالية لما لإجاباتكم من أهمية قصوى في سياق هذا البحث، وحيث أن إسهامكم ذو قيمة علمية وعملية كبرى، لا بد من التأكيد على سرية هذه البيانات وعدم استخدامها في أي سياق سوى البحث المعنون أعلاه.

شاكرين حسن تعاونكم

المجموعة الأولى - يُرجى الإشارة إلى الإجابة المناسبة:

1	الجنس	أنثى ☐	ذكر ☐
2	الحالة الاجتماعية	عازب/ة ☐	أخرى ☐
3	العمر	أصغر من 30 سنة ☐	من 30 سنة حتى أقل من 40 سنة ☐
4	المؤهل الأكاديمي	ثانوية أو معهد متوسط ☐	جامعي ☐
5	الاختصاص	إدارة أعمال ☐	محاسبة ☐
6	سنوات العمل في المجال الاستثماري	أقل من 5 سنوات ☐	من 5 سنوات وحتى أقل من 10 سنوات ☐
7	الدرجة الوظيفية	مركز غير إشرافي ☐	مشرف قسم وظيفي ☐

المجموعة الثانية - يُرجى الإشارة إلى مدى موافقتكم على العبارات التالية تبعاً للمقياس المرفق

	5	4	3	2	1	الدلالة
	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة	
8	☐	☐	☐	☐	☐	تتجهون غالباً إلى تداول الأوراق المالية مرتفعة السعر إلى حد كبير
9	☐	☐	☐	☐	☐	لا يؤثر حجم الصفقة في قراركم الاستثماري بشكل كبير
10	☐	☐	☐	☐	☐	إن أحكامكم في تقييم الأصول أفضل من أحكام زملائكم
11	☐	☐	☐	☐	☐	لديكم القدرة على التنبؤ بدقة تامة بنتائج التداول الذي تقومون به
12	☐	☐	☐	☐	☐	تحقق محفظة شركتكم أداءً يفوق أداء مؤشر السوق
13	☐	☐	☐	☐	☐	يتم تحقيق أرباح استثنائية بشكل ملحوظ من العمل الاستثماري بالنسبة لشركتكم
14	☐	☐	☐	☐	☐	بفرض توافر معلومات بشكل ضئيل عن أصل محدد ولاحظتم إقبالاً كبيراً على شرائه، فإن ذلك سيؤثر بشكل جوهري على قراركم الاستثماري بشراء هذا الأصل

5	4	3	2	1		
☐	☐	☐	☐	☐	إن القيم والمعتقدات الشخصية تلعب دوراً هامشياً في عملية صناعة القرار الاستثماري لديكم	15
☐	☐	☐	☐	☐	إن البيانات التاريخية للأصل هي الأساس عند اتخاذ القرار بالاستثمار فيه أو التخلص منه	16
☐	☐	☐	☐	☐	تميلون إلى تبرير أخطائكم المرتكبة أثناء صنع القرارات	17
☐	☐	☐	☐	☐	هل توافقون على ضرورة الإسراع بالتخلص من الأصل عند بدء انخفاض قيمته السوقية (انخفاض مرحلي)	18
☐	☐	☐	☐	☐	لا يمكن تصنيف الأصول في مجموعات بناءً على دراسة حركة أسعارها وفروقاتها	19
☐	☐	☐	☐	☐	تحتجز منظمتكم جزءاً كبيراً من عوائدها بهدف الاستثمار في البورصة	20
☐	☐	☐	☐	☐	تفضلون الاستثمار في شركات مقرها قريب إلى مناطق عملياتكم بشكل مباشر	21
☐	☐	☐	☐	☐	هل ستأخذون في الاعتبار إعادة الاستثمار في البورصة في حال حصولكم على مبلغ كبير من المال بشكل مفاجئ	22
☐	☐	☐	☐	☐	تحديد هدف سعري ثابت للمتاجرة بأصل من الأصول بيعاً أو شراءً قبل بدء المتاجرة	23
☐	☐	☐	☐	☐	إلى أي مدى توافقون على الاستثمار في سهم أو أصل من الأصول إن كان تقييمكم لهذا الأصل مختلفاً عن تقييم حديث اطلعتم عليه لخبير معروف في البورصة	24
☐	☐	☐	☐	☐	إلى أي مدى تعتقدون بعدم وجوب الاعتماد على الحس الشخصي في صناعة القرار	25
☐	☐	☐	☐	☐	يمكن لي في العموم أن أعرف إن كان القرار صحيحاً أو خاطئاً، بدون أن أحتاج لمعرفة السبب	26
☐	☐	☐	☐	☐	كيف تقيّمون معرفتكم النظرية بحقل جديد يدمج بين علم النفس وصناعة القرارات الاستثمارية ويدعى "حقل المالية السلوكية" على مقياس 1 (معرفة مطلقة) -5 (معرفة ضئيلة)	27
الإعلام	الخبراء	وسطاء البورصة	الأصدقاء	الحكم الشخصي	أي الخيارات التالية يعتبر مصدر معلوماتكم المفضل	28
☐	☐	☐	☐	☐	على فرض أن قطعة نقدية متوازنة رميت ست مرات وكانت النتيجة (الصورة)، فإن المرتين التاليتين ستكونان	29
كتابة ثم كتابة	كتابة ثم صورة	لا ترجيح محدد	صورة ثم كتابة	صورة ثم صورة		
☐	☐	☐	☐	☐		

30	بفرض السؤال عن وفاة المهاتما غاندي بعمر يقارب (79 سنة)، ما هو تقديركم لعمره الحقيقي	64	69	73	77	81
		☐	☐	☐	☐	☐
31	أخذاً في الاعتبار أنّ وسطي الحرارة في القطب الشمالي هو (-23°)، فإن أخفض درجات الحرارة فيه أقرب إلى	30-°	35-°	40-°	50-°	60-°
		☐	☐	☐	☐	☐
32	برأيكم ما هي درجة غليان الماء في قمة جبل إيفرست	70+	85+	100+	115+	125+
		☐	☐	☐	☐	☐
33	بفرض شرائكم لأسهم شركتين A و B بنفس السعر والعدد لكل منهما، وخلال الفترة الزمنية نفسها ارتفع سعر سهم الشركة A بمقدار (10%) وانخفض سعر سهم الشركة B بمقدار (10%)، فأَي السهمين ستبيع	بالتأكيد سهم الشركة B	أرجح بيع سهم الشركة B	كلا السهمين سواء	أرجح بيع سهم الشركة A	بالتأكيد سهم الشركة A
		☐	☐	☐	☐	☐
34	ليندا آنسة في الثلاثين من عمرها، تخصصت في الفلسفة كما نشطت في مجال الحركات الاجتماعية والمساواة، أي الاحتمالات التالية هو الأرجح برأيكم					
1	☐	تعمل كموظفة إدارية في بنك فقط، بنسبة 100%				
2	☐	تعمل كموظفة إدارية في بنك بنسبة 80%، وناشطة اجتماعية بنسبة 20%				
3	☐	تعمل كموظفة إدارية في بنك بنسبة 50%، وناشطة اجتماعية بنسبة 50%				
4	☐	تعمل كموظفة إدارية في بنك بنسبة 20%، وناشطة اجتماعية بنسبة 80%				
5	☐	هي ناشطة اجتماعية فقط، بنسبة 100%				
35	أي الطرق تفضلون لتقييم حركة الأصول والتنبؤ بها (يرجى الاختيار أو ترتيب التفضيل 1-الأكثر تفضيلاً)					
1	☐	نماذج تحليل الانحدار الشرطي متغاير التباين ARCH FAMILY (ARIMA, ARMA OR GARCH)				
2	☐	أنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونظرية المحفظة الحديثة CAPM & MODERN PORTFOLIO THEORY				
3	☐	نماذج خصم التدفقات (GORDON'S MODEL, WALTER'S MODEL OR M&M MODEL)				
4	☐	التحليل الشخصي لبيانات الأسهم التاريخية				
5	☐	غير ذلك (يرجى التحديد):				
36	وفقاً لتقييمكم الشخصي، إلى أي مدى تعتبرون قيادتكم للسيارة ممتازة مقارنة بزملائكم					
1	☐	ربما في أعلى 10%				
2	☐	على الأرجح في أفضل 25% ولكن ليس أعلى 10%				
3	☐	يمكن أن أكون في أول 50% ولكن ليس في أفضل 25%				
4	☐	في ال 50% الدنيا ولكن ليس في ال 25% الأخيرة				
5	☐	ضمن نسبة 25% الأخيرة				

37	بفرض شرائكم لمجموعة أسهم غير مدرجة وصاعدة سعرياً بقيمة (2.500.000 ل.س) ومن ثم حصل هبوط مفاجئ في القيمة بمقدار (10%) وفقاً لمعلوماتكم الخاصة، فأَي السيناريوهات التالية تفضلون		
1	☐	بيع الأسهم مقابل أول سعر وارد	
2	☐	عرض الأسهم للبيع مقابل (2.200.000 ل.س)	
3	☐	عرض الأسهم للبيع بعد خصم (10%) أي بقيمة (2.250.000 ل.س)	
4	☐	عرض الأسهم للبيع بعد خصم (5%) أي بقيمة (2.375.000 ل.س)	
5	☐	الاحتفاظ بالأسهم وفق السعر القديم لها (2.500.000 ل.س)	
38	كيف تتعاملون مع النشرات والمعلومات الواردة إليكم عن الشركات في البورصة وسوق الأوراق المالية		
1	☐	لا أقوم بالتعديل في المحفظة الاستثمارية بناءً على النشرات والمعلومات	
2	☐	أنتظر للقيام بتعديلات على المحفظة الاستثمارية حتى أتأكد من هذه النشرات والمعلومات	
3	☐	أقوم بالتعديل في المحفظة الاستثمارية بعد توالي النشرات والمعلومات عن حدث معين، وتتجه في نفس الاتجاه	
4	☐	أقوم بالتعديل في المحفظة الاستثمارية بعد دراسة وتحليل النشرات والمعلومات الأولية	
5	☐	أقوم بالتعديل في المحفظة الاستثمارية عند اللحظة الأولى لسماع هذه النشرات والمعلومات، وبناءً على التجارب السابقة	
39	في حال سحنت لكم الفرصة لزيادة عوائدكم من خلال الأخذ بالمزيد من المخاطرة فإن خياركم سيكون		
1	☐	الأخذ بمقدار مرتفع من المخاطرة بجميع الموارد المتاحة	
2	☐	الأخذ بمقدار مرتفع من المخاطرة بجزء من الموارد المتاحة	
3	☐	الأخذ بالقليل من المخاطرة بجميع الموارد المتاحة	
4	☐	الأخذ بالقليل من المخاطرة بجزء من الموارد المتاحة	
5	☐	من غير الوارد الدخول في سلوك استثماري يحتمل المخاطرة	
40	هل لديكم أي ملاحظات أو اقتراحات لتحسين البحث في العلوم المالية		
	-		
	-		
	-		

في الختام جزيل الشكر لتعاونكم وتخصيصكم الوقت لملء هذه الاستبانة، وأود التأكيد على أهمية الأجوبة التي قُدمت في سياق هذا البحث العلمي، وفائدتها في التطبيق العملي لقرارات الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، فضلاً عن سرية هذه الإجابات.

ويرحب الباحث بكل اقتراح أو تعليق على البريد الإلكتروني ali-isma3il@live.com

تقرير المقابلات الأولية

اعتمد الباحث أسلوب المقابلات الأولية لتحصيل معرفة أعمق ببيئة عمل سوق دمشق للأوراق المالية، وآراء المبحوثين من مفردات عينة البحث في البحث العلمي وإمكانية تطبيق مخرجاته في سياق تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية، وتعظيم الربح من الاستثمار في أصول الشركات المدرجة بها، كما ملاحظة الأثر السلوكي في العمل الاستثماري بشكل شخصي، وملاحظة البصمة الثقافية للبيئة المحلية في متغيرات البحث، آخذاً بالاعتبار محددات هذه الأدوات الاستقصائية، ك الرغبة التعاون لدى المبحوث وطول الوقت المطلوب لهذا العمل البحثي، مقارنة بالمعرفة المعمّقة والغنية التي تتيحها للباحث.

اتسمت المقابلات الأولية بطبيعة مفتوحة، ونصف مهيكلة، حاول الباحث فيها تحصيل معرفة أساسية بحقائق معينة من بيئة العمل، والبيانات التاريخية لها بوصف من عناصر هذه البيانات من مستثمرين عاصرو أحداثاً معينة خلال الفترات السابقة.

كان القاسم المشترك بين المبحوثين تعرفهم إلى أثر علم السلوك في صناعة القرارات الاستثمارية، وقد لاحظوا تشابهاً في بناء النماذج السلوكية ومحدداتها مع الواقع العملي لعملية صناعة القرار الاستثماري.

- المقابلات الأولية مع بعض المستثمرين:

حددوا تعظيم الربح كهدف رئيسي للعمل الاستثماري، وأشاروا إلى بساطة الأدوات المقدّمة في السوق المالية مقارنة بأسواق أخرى، وكثافة اعتمادهم على التوقعات الشخصية المستمدة من أحداث تاريخية ومعلومات خاصّة للتنبؤ بالأسعار، كما أقرّوا بدور العوامل السلوكية في السوق، ومثالها التقييم المبالغ فيه لسعر أسهم بعض الشركات عند إدراجها الأولي ومن ثم الخسائر المحققة جراء تصويب السعر.

- المقابلات الأولية مع بعض الاستشاريين:

قدم البعض توصيفاً ملخصاً يشرح فيه حادثة سوق دمشق للأوراق المالية، وضعف كفاءة المستثمرين في العلوم الكمية التي تساعد في بناء توقعات ذات موثوقية واعتمادية أعلى من الدراسة الشخصية للأحداث التاريخية التي يقوم بها المستثمرون، كما لاحظوا تشابكاً في التشريعات المطبقة في سوق دمشق، وتذبذباً في القرارات الإدارية، والتنظيمية أو تلك المتعلقة بالقيود السعرية والكمية المطبقة في السوق لأسباب وصفت بغير المفهومة، ما ينتج نوعاً من سلوك الحشد تجاه عمليات محددة، وأشاروا إلى دور هام يلعبه البحث العلمي في تحديد السمات الاستثمارية المحلية، وآفاق الاستفادة من نمذجة السلوكيات في رفع كفاءة السوق ومنع الإضرار بالمستثمرين والاقتصاد عند توفر حجم العمل الملائم.

- المقابلات مع بعض موظفي سوق دمشق للأوراق المالية:

أشاروا إلى التحسن الكبير بسبب تطبيق نظام التداول وتسجيل العمليات الالكتروني، ومزايا هذا النظام مقارنة بالعمل اليدوي سابقاً، ولكن المحدودية العملية للتطبيقات الاقتصادية المختلفة بسبب بساطة أحجام التداول في السوق مقارنة بالفترات السابقة، فضلاً عن التباطؤ المضطرب في العمليات المنفذة مقارنة بالنمو التاريخي والمتوقع سابقاً للبورصة، والأثر الكبير للبيئة الخارجية على العمل الاستثماري، وركزوا على ضرورة الدمج بين الجانب السلوكي والمعرفي للمستثمرين والاستشاريين حيث لوحظ اعتماد أغلب المستثمرين على نماذج شخصية لحركة الأسعار، حيث يكون تحليل مثل هذه النماذج لب ما تبثه المدرسة السلوكية. وقد تقبلوا فكرة دمج العلوم السلوكية في البيئة التشريعية والقانونية في سوق دمشق للأوراق المالية كمعيار مساعد على رفع كفاءة العمليات وبما يخدم التوجهات العملية لسوق الأوراق المالية.

Executive Order -- Using Behavioral Science Insights to Better Serve the American People

EXECUTIVE ORDER

USING BEHAVIORAL SCIENCE INSIGHTS TO BETTER SERVE THE AMERICAN PEOPLE

A growing body of evidence demonstrates that behavioral science insights -- research findings from fields such as behavioral economics and psychology about how people make decisions and act on them -- can be used to design government policies to better serve the American people.

Where Federal policies have been designed to reflect behavioral science insights, they have substantially improved outcomes for the individuals, families, communities, and businesses those policies serve. For example, automatic enrollment and automatic escalation in retirement savings plans have made it easier to save for the future, and have helped Americans accumulate billions of dollars in additional retirement savings. Similarly, streamlining the application process for Federal financial aid has made college more financially accessible for millions of students.

To more fully realize the benefits of behavioral insights and deliver better results at a lower cost for the American people, the Federal Government should design its policies and programs to reflect our best understanding of how people engage with, participate in, use, and respond to those policies and programs. By improving the effectiveness and

efficiency of Government, behavioral science insights can support a range of national priorities, including helping workers to find better jobs; enabling Americans to lead longer, healthier lives; improving access to educational opportunities and support for success in school; and accelerating the transition to a low-carbon economy.

NOW, THEREFORE, by the authority vested in me as President by the Constitution and the laws of the United States, I hereby direct the following:

Section 1. Behavioral Science Insights Policy Directive.

(a) Executive departments and agencies (agencies) are encouraged to:

- (i) identify policies, programs, and operations where applying behavioral science insights may yield substantial improvements in public welfare, program outcomes, and program cost effectiveness;
- (ii) develop strategies for applying behavioral science insights to programs and, where possible, rigorously test and evaluate the impact of these insights;
- (iii) recruit behavioral science experts to join the Federal Government as necessary to achieve the goals of this directive; and
- (iv) strengthen agency relationships with the research community to better use empirical findings from the behavioral sciences.

(b) In implementing the policy directives in section (a), agencies shall:

- (i) identify opportunities to help qualifying individuals, families, communities, and businesses access public programs and benefits by, as appropriate, streamlining processes that may otherwise limit or delay participation -- for example, removing administrative hurdles, shortening wait times, and simplifying forms;
- (ii) improve how information is presented to consumers, borrowers, program beneficiaries, and other individuals, whether as directly conveyed by the agency, or in setting standards for the presentation of information, by considering how the content, format, timing, and medium by which information is conveyed affects comprehension and action by individuals, as appropriate;

(iii) identify programs that offer choices and carefully consider how the presentation and structure of those choices, including the order, number, and arrangement of options, can most effectively promote public welfare, as appropriate, giving particular consideration to the selection and setting of default options; and

(iv) review elements of their policies and programs that are designed to encourage or make it easier for Americans to take specific actions, such as saving for retirement or completing education programs. In doing so, agencies shall consider how the timing, frequency, presentation, and labeling of benefits, taxes, subsidies, and other incentives can more effectively and efficiently promote those actions, as appropriate. Particular attention should be paid to opportunities to use nonfinancial incentives.

(c) For policies with a regulatory component, agencies are encouraged to combine this behavioral science insights policy directive with their ongoing review of existing significant regulations to identify and reduce regulatory burdens, as appropriate and consistent with Executive Order 13563 of January 18, 2011 (Improving Regulation and Regulatory Review), and Executive Order 13610 of May 10, 2012 (Identifying and Reducing Regulatory Burdens).

Sec. 2. Implementation of the Behavioral Science Insights Policy Directive. (a) The Social and Behavioral Sciences Team (SBST), under the National Science and Technology Council (NSTC) and chaired by the Assistant to the President for Science and Technology, shall provide agencies with advice and policy guidance to help them execute the policy objectives outlined in section 1 of this order, as appropriate.

(b) The NSTC shall release a yearly report summarizing agency implementation of section 1 of this order each year until 2019. Member agencies of the SBST are expected to contribute to this report.

(c) To help execute the policy directive set forth in section 1 of this order, the Chair of the SBST shall, within 45 days of the date of this order and thereafter as necessary, issue guidance to assist agencies in implementing this order.

Sec. 3. General Provisions. (a) Nothing in this order shall be construed to impair or otherwise affect:

(i) the authority granted by law to a department or agency, or the head thereof; or

(ii) the functions of the Director of the Office of Management and Budget relating to budgetary, administrative, or legislative proposals.

(b) This order shall be implemented consistent with applicable law and subject to the availability of appropriations.

(c) Independent agencies are strongly encouraged to comply with the requirements of this order.

(d) This order is not intended to, and does not, create any right or benefit, substantive or procedural, enforceable at law or in equity by any party against the United States, its departments, agencies, or entities, its officers, employees, or agents, or any other person.

THE WHITE HOUSE,
September 15, 2015.

Abstract:

Title: The Effect of Behavioral Cognitive Biases on the Behavior of Decision Makers (Field Study on Corporations Listed in Damascus Securities Exchange).

Researcher: Ali Ismail

Behavioral and cognitive sciences interfere in the process of investment decision making through their impact on the Human element of the process, the decision maker and the authenticator of the decision. And despite the statistical and quantitative model upon which the decision shall be based, the perception of this human element to decision environment, context in which information is received etc. play the most important role in the success of the chosen alternative, either it was on micro level for an organization or on macro level shifting whole slides of investments and wealth among groups of investors and assets.

This dissertation has studied the process of investment decision making through a specified group of cognitive behavioral biases as indeces (Overconfidence, Framing, Anchoring & adjustment and Mental accounting), where the researcher hypothesized the significance of influence of those variables, a result of reviewing theoretical background, preliminary interviews in Damascus Securities Exchange and as the nature of those biases representing a wide variety of other biases.

As a conclusion, it has been proved that investment decision maker's perception of cognitive biases influences their decisions, the impact of chosen cognitive biases on the investment decision making process and the effect of (Gender and organizational position) as statistical significant determinants of the impact of cognitive biases on the investment decision makers behavior.

Key words: Behavioral Finance, Cognitive psychology, Investment Decision Making, Castle in The Air theory, Prospect theory and Behavioral Asset Pricing Models.

Syrian Arab Republic
Ministry of Higher Education
Damascus University
Faculty of Economics
Higher Studies
Business Administration Department



The Effect of Behavioral Cognitive Biases on the Behavior of Decision Makers

(Field Study on Corporations Listed in Damascus
Securities Exchange)

Dissertation submitted in partial fulfillment for the
Master of Science Degree in Business Administration

By:

Ali Ismail

Supervision of:

Dr. Majd Sakor

Lecturer in Business Administration Department

Faculty of Economics – Damascus University

Damascus – 2017