



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم إدارة الأعمال _ ماجستير في إدارة الأعمال

أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي

(دراسة تطبيقية على المؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)

The impact of behavioral biases on the financial performance

(An applied study on private financial institutions listed in
Damascus Securities Exchange)

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال

إعداد الطالبة: آية أيهم الحمود

إشراف الأستاذ الدكتور: غذوان علي

2026

قرار لجنة الحكم

الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم إدارة الأعمال _ ماجستير في إدارة الأعمال



أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي

(دراسة تطبيقية على المؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال

إعداد الطالبة: آية أيهم الحمود

إشراف الأستاذ الدكتور: غذوان علي

نوقشت الرسالة بتاريخ 2026/6/11 وأوصت لجنة الحكم الآتية أسماؤهم بقبول هذه الرسالة والحكم بالإجماع على أهلية الطالبة لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال - قسم إدارة الأعمال.

الاسم والمرتبة العلمية	الصفة التحكيمية	التوقيع
أ.د. غذوان علي الأستاذ في قسم إدارة الأعمال_كلية الاقتصاد_جامعة دمشق	عضواً مشرفاً	
أ.د. مهند أرناؤط الأستاذ في قسم إدارة الأعمال_كلية الاقتصاد_جامعة دمشق	عضواً	
أ.د. أحمد العلي الأستاذ في قسم المصارف والتمويل_كلية الاقتصاد_جامعة دمشق	عضواً	



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم إدارة الأعمال _ ماجستير في إدارة الأعمال

تصريح الباحثة

أنا الموقعة أدناه أقرّ بأنني قد قمت بإعداد هذه الرسالة بعنوان:

أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي

(دراسة تطبيقية على المؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)

اعتماداً على جهدي الشخصي، وبالاستفادة من مصادر علمية موثوقة، وثقت حسب الأصول الأكاديمية. كما أتعهد بأن الرسالة خالية من أي شكل من أشكال الانتحال أو التزوير العلمي، وأنها لم تُقدّم سابقاً كلياً أو جزئياً، لنيل أية درجة أكاديمية في أي مؤسسة أخرى.

وأتحمل كامل المسؤولية الأكاديمية والأخلاقية عن محتوى هذه الرسالة، وأفوض الجامعة باستخدامها لأغراض التعليم والبحث العلمي، مع احترام حقوق الملكية الفكرية.

حرر في 2026/6/21

الباحثة: آية الحمود

شكر وإهداء

بفضل الله وتوفيقه الدائم لي والحمد لله الذي أعانني على إنجاز هذا العمل، راجيةً أن يكون علماً نافعاً.

يسرني أن أتقدم بخالص الشكر وعظيم التقدير إلى:

من شرفني بقبوله الإشراف على رسالتي، الأستاذ الدكتور **غذوان علي**، الذي مهما حاولت وصف فضله ودعّمه فلن توفيه الكلمات حقه. لم يكن مجرد مشرفاً أكاديمياً؛ بل مثلاً يُحتذى في العلم والأخلاق والانسانية. وقد كان لعلمه الغزير، وتواضعه الرفيع، مثلاً أطمح للاقتداء به. كما تعلمت منه معنى البحث العلمي الحقيقي، وكان لعلمه وتوجيهاته الأثر الكبير في إنجاز هذا العمل. فجزاه الله تعالى كل خير، وزاده علماً ومعرفة، ليظل منارةً للعلم والأخلاق نهدي بها.

السادة أعضاء لجنة الدفاع الكرام، القامتان العلميتان اللذان شرفاني بتفضلهما بقراءة هذا العمل وإثرائه بملاحظاتهم العلمية القيّمة، الأستاذ الدكتور **مهند أرنأوط**، والأستاذ الدكتور **القدير أحمد العلي**.

الأستاذ الدكتور **حيدر عبد الله**، الأستاذ الدكتور **بسام النزه**، الأستاذة الدكتورة **مي مخلوف**، الذين قدموا كامل الدعم والثقة والتشجيع الصادق، وكانوا معي سنداً في الشدة، ودعماً في كل خطوة، كل الشكر والامتنان.

من يبقى فضلهم أكبر من أن تختصره الكلمات وتعجز الحروف عن وصف مقدار امتناني وحبّي لهما، سندي الدائم ومصدر قوتي، اللذين كانوا ولا يزالون مصدر النور الذي يضيء طريقي، أهدي ثمرة هذا الجهد عرفاناً بحبكما وتضحياتكما التي لا تقدّر بثمن. إلى القلب الذي لا يخيب "أمي الحبيبة عبير أمين"، والسند الذي لا يميل "أبي الغالي أيهم الحمود".

إخوتي الأعزاء، الذين أجد في قربهم قوة وسنداً ويملؤون حياتي دعماً ومحبةً ودفئاً، ومصدر الفخر والاعتزاز في حياتي. إلى شريك اللحظات والدفء الذي يحيط قلبي "علي الحمود"، والسند الذي لا يغيب "محمد الحمود".

من اختارتهم الأيام عائلةً لي، جعلوا الطريق أكثر جمالاً وأخف عبئاً، وشهدوا تفاصيل هذه الرحلة خطوة بخطوة، وإلى من جمعنا الحلم وجمعتنا الصداقة "كاملة حسين، وسام الشيخ علي، مارسيل صمّلاجي، لين أبو الذهب، سومر جرجس، يمان اللبابيدي، فاطمة المقداد، سوزان كرياج، محمود الأحمد، يوسف البركة "

من شاركتني براءة الطفولة وأحلام الكبر، بحكاية بدأت صغيرة وكبرت معنا. الأقرب إلى قلبي "غرام القيم"

من شاركتني سنوات الدراسة وذاكراتها الجميلة، صاحبة القلب الطيّب، صديقتي الغالية "زينب يوسف"

من كانوا مصدر دعم وتشجيع وتعاون في كل خطوة للاستمرار في التعلم والبحث والتميّز، الأستاذة "سليمان البرّي، وسيم عيسى، ربما لطف الله السكاف، وائل الحلو"

وكل من ساهم بكلمة طيبة وتشجيع صادق من الأقارب والأصدقاء.

فهرس المحتويات	
العنوان	الصفحة
فهرس المحتويات	ب
قائمة الجداول	ث
قائمة الأشكال	ح
قائمة المعادلات	ح
ملخص الدراسة	1
الفصل الأول: الإطار المنهجي للدراسة	2
مقدمة	3
أولاً: الدراسات السابقة	4
ثانياً: التشابه والاختلاف بين هذه الدراسة والدراسات السابقة	14
ثالثاً: مشكلة الدراسة	14
رابعاً: أهداف الدراسة	16
خامساً: أصالة الدراسة	16
سادساً: أهمية الدراسة	17
سابعاً: منهجية الدراسة	17
ثامناً: متغيرات الدراسة	18
تاسعاً: نموذج الدراسة	20
عاشراً: فرضيات الدراسة	21
أحد عشر: مجتمع وعينة الدراسة	23
اثنا عشر: حدود الدراسة	24
الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة	25
المبحث الأول: المالية السلوكية والتحيزات السلوكية المنبثقة عنها	26
مقدمة	26
أولاً: نظريات المالية التقليدية والتنظيمية	27
ثانياً: المالية السلوكية والنظريات والتحيزات المنبثقة عنها	31
1-2- تعريف المالية السلوكية وأقسامها	31
2-2 نظريات المالية السلوكية	33
2-3- التحيزات السلوكية	38
خاتمة	51
المبحث الثاني: تنويع المحفظة الاستثمارية	52

52	مقدمة
52	أولاً: مفهوم تنويع المحفظة الاستثمارية
53	ثانياً: عملاء الاستثمار
55	ثالثاً: إدارة المحفظة الاستثمارية
55	1-3- تعريف إدارة المحفظة الاستثمارية
55	2-3- متطلبات إدارة المحفظة الاستثمارية
56	3-3- خطوات عملية إدارة المحفظة الاستثمارية
57	4-3- استراتيجيات بناء المحفظة الاستثمارية
60	5-3- أنواع المحافظ الاستثمارية
60	رابعاً: نظريات المحفظة الاستثمارية
70	خامساً: الاستثمار القائم على الأهداف
72	خاتمة
73	المبحث الثالث: الأداء المالي
73	مقدمة
73	أولاً: مفهوم وأهمية الأداء المالي
73	ثانياً: محددات الأداء المالي
74	ثالثاً: العوامل المؤثرة في الأداء المالي
76	رابعاً: تحليل الأداء المالي
76	1-4- مفهوم تحليل الأداء المالي وأنواعه
77	2-4- خطوات تحليل الأداء المالي
77	3-4- الأطراف المستفيدة من التحليل المالي
78	4-4- تقنيات وأدوات التحليل المالي
82	خامساً: التحيزات السلوكية المؤثرة في الأداء المالي في ظل قرار تنويع المحفظة الاستثمارية
86	سادساً: انهيار المصرف
91	خاتمة
92	الفصل الثالث: الإطار العملي للدراسة
93	مقدمة
94	المبحث الأول: وصف بيانات الدراسة والتحليل الإحصائي
94	مقدمة
95	أولاً: بيانات الدراسة وحدوها

96	ثانياً: متغيرات الدراسة ومقاييسها
98	1- المتغيرات المستقلة
102	2- المتغيرات الوسيطة
102	3- المتغيرات الضابطة
104	4- المتغير التابع
105	ثالثاً : التحليل الاحصائي لمتغيرات الدراسة
105	1-3- الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة
108	2-3- الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة
111	رابعاً: طبيعة بيانات الدراسة
117	خاتمة
118	المبحث الثاني: اختبار فرضيات الدراسة
118	مقدمة
118	أولاً: اختبار فرضيات الدراسة
118	1-1- نموذج الاختبار الأول
126	1-2- نموذج الاختبار الثاني
133	1-3- نموذج الاختبار الثالث
141	1-4- نموذج الاختبار الرابع
150	1-5- التأثيرات المباشرة وغير المباشرة
152	1-6- تحليل Sobel
154	ثانياً: النتائج
156	خاتمة
157	توصيات الدراسة والآفاق المستقبلية
158	المراجع
173	الملاحق
178	الملخص باللغة الإنكليزية

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	نظريات المالية التقليدية والتنظيمية	27
2	تصنيف التحيزات	38

3	الفرق بين نظرية المحفظة الاستثمارية ونظرية المحفظة السلوكية	65
4	تقنيات وأدوات التحليل المالي	79
5	المؤسسات المالية عينة الدراسة	95
6	مقاييس متغيرات الدراسة	96
7	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	105
8	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	108
9	نموذج الانحدار التجميعي في النموذج الأول	119
10	نموذج التأثيرات الثابتة في النموذج الأول	119
11	نموذج التأثيرات العشوائية في النموذج الأول	120
12	اختبار F في النموذج الأول	121
13	اختبار Hausman في النموذج الأول	121
14	اختبار التعددية الخطية (VIF) في النموذج الأول	122
15	نموذج انحدار Y على X	122
16	التأثيرات العشوائية للمقطع العرضي في النموذج الأول	125
17	نموذج الانحدار التجميعي في النموذج الثاني	127
18	نموذج التأثيرات الثابتة في النموذج الثاني	127
19	نموذج التأثيرات العشوائية في النموذج الثاني	128
20	اختبار F في النموذج الثاني	129
21	اختبار Hausman في النموذج الثاني	129
22	اختبار التعددية الخطية (VIF) في النموذج الثاني	129
23	نموذج انحدار M1 على X	130
24	التأثيرات الثابتة للمقطع العرضي في النموذج الثاني	132
25	نموذج الانحدار التجميعي في النموذج الثالث	134
26	نموذج التأثيرات الثابتة في النموذج الثالث	135
27	نموذج التأثيرات العشوائية في النموذج الثالث	136
28	اختبار F في النموذج الثالث	137
29	اختبار Hausman في النموذج الثالث	137
30	اختبار التعددية الخطية (VIF) في النموذج الثالث	137
31	نموذج انحدار M2 على X	138
32	التأثيرات العشوائية للمقطع العرضي في النموذج الثالث	140
33	نموذج الانحدار التجميعي في النموذج الرابع	142

143	نموذج التأثيرات الثابتة في النموذج الرابع	34
144	نموذج التأثيرات العشوائية في النموذج الرابع	35
145	اختبار F في النموذج الرابع	36
145	اختبار Hausman في النموذج الرابع	37
145	اختبار التعددية الخطية (VIF) في النموذج الرابع	38
146	نموذج انحدار Y على X من خلال M1 و M2	39
149	التأثيرات العشوائية للمقطع العرضي في النموذج الرابع	40
150	التأثيرات المباشرة وغير المباشرة	41
152	اختبار Sobel	42

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الجدول
20	النموذج المقترح للدراسة	1
64	هرم المحفظة السلوكية	2
78	أنواع أدوات التحليل المالي	3
115	اختبارات ونماذج Panel Data	4
116	نموذج الوسيط المتعدد المتوازي	5
118	نموذج انحدار Y على X	6
126	نموذج انحدار M1 على X	7
134	نموذج انحدار M2 على X	8
142	نموذج انحدار Y على X عبر M	9

قائمة المعادلات

الصفحة	عنوان المعادلة	رقم المعادلة
98	مقياس تحيز الثقة المفرطة	1
99	مقياس تحيز المحاسبة العقلية	2
101	مقياس تحيز النفور من الخسارة	3
101	مقياس تحيز سلوك القطيع	4
102	مقياس تنويع المحفظة الاستثمارية	5

103	مقياس حجم المؤسسة	6
103	مقياس الرافعة المالية	7
103	مقياس التدفق النقدي	8
104	مقياس نمو المؤسسة	9
104	مقياس الأداء المالي	10
111	نموذج الانحدار التجميعي	11
112	نموذج التأثيرات الثابتة	12
113	نموذج التأثيرات العشوائية	13
123	نتائج معادلة انحدار Y على X	14
131	معادلة انحدار M1 على X	15
139	معادلة انحدار M2 على X	16
147	نتائج معادلة انحدار Y على X عبر M	17
150	التأثير الكلي لـ X في Y	18
151	التأثير المباشر لـ X في Y	19
151	معادلة الوسيط الأول	20
151	معادلة الوسيط الثاني	21
151	تأثير X في Y عبر M1 و M2	22
151	التأثير غير المباشر عبر M1	23
151	التأثير غير المباشر عبر M2	24

ملخص الدراسة: Study summery

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر التحيزات السلوكية متمثلةً في التحيزات العاطفية (تحيز الألفة، تحيز النفور من الخسارة، تحيز سلوك القطيع) والتحيزات الإدراكية (تحيز الثقة المفرطة، تحيز المحاسبة العقلية) في الأداء المالي للمؤسسات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بشكل مباشر، وبشكل غير مباشر من خلال وساطة تنويع المحفظة الاستثمارية ببعديها (تنويع جهة الإصدار، والتنويع القطاعي)، مع التحكم في المتغيرات الضابطة (التدفق النقدي، الرافعة المالية، حجم المؤسسة، نمو المؤسسة). واعتمدت الدراسة الفلسفة الوضعية، بالتالي الاستناد إلى الأسلوب الاستنتاجي (السببي) لصياغة فرضيات قائمة على علاقات سببية بين المتغيرات المستقلة والتابعة. كما أن الاستراتيجية المتبعة هي استراتيجية التوثيق أي جمع بيانات ثانوية بطريقة كمية من بيانات البورصة وتحليلها باستخدام برنامج Eviews13. يتكون مجتمع الدراسة من المؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية جميعها، والبالغ عددها 15 مصرفاً و 6 شركات تأمين خلال الفترة الممتدة من عام 2019 إلى عام 2023. وباعتبار مجتمع الدراسة محدوداً، اعتمدت أسلوب الحصر الشامل. بيّنت الدراسة وجود أثر معنوي سلبي لكل من تحيز النفور من الخسارة، تحيز الألفة، وتحيز المحاسبة العقلية في الأداء المالي، أمّا بقية التحيزات السلوكية (تحيز الثقة المفرطة وتحيز سلوك القطيع) فلم تؤثر معنوياً في الأداء المالي، كما بيّنت النتائج أن تنويع المحفظة الاستثمارية ببعديها (تنويع جهة الإصدار والتنويع القطاعي) لم يتوسط العلاقة بين التحيزات السلوكية والأداء المالي.

الكلمات المفتاحية: التحيزات السلوكية، التحيزات الإدراكية، التحيزات العاطفية، تحيز الثقة المفرطة، تحيز المحاسبة العقلية، تحيز النفور من الخسارة، تحيز سلوك القطيع، تحيز الألفة، تنويع المحفظة الاستثمارية، تنويع جهة الإصدار، التنويع القطاعي، الأداء المالي.

الفصل الأول: الإطار المنهجي للدراسة

Study Methodology framework

مقدمة: Introduction

تطوّرت العلوم المالية تبعاً للتطورات التي يشهدها العالم وتبعاً لسعي الباحثين لسد الفجوات والثغرات التي يكتشفونها من خلال مراجعة الدراسات السابقة أو عن طريق ملاحظتهم لها في واقع الأسواق المالية والشركات والمؤسسات المالية، ولاسيما تلك الأبحاث والتطورات التي تخص علوم الإدارة المالية، حيث أنّ أغلب النظريات المالية تستند إلى المدخل التقليدي في الإدارة المالية الذي يفترض الرشد والعقلانية وتوافر المعلومات وكفاءة الأسواق، ولكن على الرغم من أهمية هذه النظريات إلا أنها أثبتت قصورها في تفسير الكثير من الظواهر الشاذة وفي تفسير عملية اتخاذ القرارات في الشركات والمؤسسات المالية. لذلك بدأت جهود الباحثين في دراسة آلية اتخاذ المستثمرين لقراراتهم بشكل أكثر واقعية باعتبار أنها ترتبط بشكل كبير في سلوكياتهم. ومن هنا دُمج علم النفس والاجتماع بعلم الاقتصاد، فظهرت نظرية المالية السلوكية التي تأخذ في الحسبان مجموعة من العوامل السلوكية، النفسية، والاجتماعية، المؤثرة في متخذي القرارات المالية عند اتخاذهم تلك القرارات، لا سيما القرارات الاستثمارية المرتبطة بتشكيل المحفظة الاستثمارية التي ستؤثر في الأداء المالي. ولكن أغلب الدراسات التي تناولت نظرية المالية السلوكية كانت تهتم بالقرار الاستثماري للفرد وقلة منها تناول المؤسسات المالية بوصفها وحدة الدراسة والتحليل.

انطلاقاً مما سبق، تقوم هذه الدراسة باختبار الدور الوسيط لتنوع المحفظة الاستثمارية (تنوع جهة الإصدار، والتنوع القطاعي) في علاقة أثر التحيزات السلوكية متمثلةً بالتحيزات العاطفية (الألفة، النفور من الخسارة، وسلوك القطيع) والتحيزات الإدراكية (الثقة المفرطة، المحاسبة العقلية) في الأداء المالي للمؤسسات المالية.

أولاً: الدراسات السابقة: Previous studies

1-1 الدراسات العربية: Arabic studies

دراسة (السعيد، 2022) بعنوان: "التحيزات السلوكية وتأثيرها في الأداء المالي بإطار التوعية المالية-دراسة تحليلية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2017-2021"

هدفت الدراسة إلى فهم وتحليل التفسيرات السلوكية التي يعاني منها معظم المديرين الماليين عند اتخاذ قراراتهم المالية من خلال محاولة الإحاطة بنظريات المالية السلوكية التي تقدّم تفسيراً للسلوكيات غير العقلانية، ومدى تأثيرها في الأداء المالي المصرفي في ظل مستوى التوعية المالية لدى متخذ القرار المالي. استخدمت الدراسة المنهج الاستنباطي لاختبار النظريات الموضوعية ومحاولة تطبيقها على عينة الدراسة بالإضافة إلى المنهج الوصفي التحليلي. واستهدفت عينة الدراسة المديرين الماليين في مجموعة من المصارف الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة 2021-2017. توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي لتحيز سلوك القطيع في الأداء المالي إلا أن العلاقة يمكن التخفيف من أثرها عندما يحصل المديرين الماليين على مستوى كافٍ من التوعية المالية التي تمكّن من اتخاذ القرارات العقلانية، بالمقابل لم تبيّن الدراسة أثراً معنوياً للثقة المفرطة في الأداء المالي، ولم يكن للتوعية المالية أثراً على العلاقة بين هذين المتغيرين.

دراسة (غالبي وبجورفة، 2021) بعنوان: "أثر التحيزات العاطفية والإدراكية على سلوك المستثمرين الأفراد عند اتخاذ القرارات المالية"

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر التحيزات السلوكية (العاطفية والإدراكية) في القرارات المالية للمستثمرين من ملاك وأصحاب المؤسسات أو من ينوب عنهم في اتخاذ القرارات من مديرين ماليين أو مسيرين، من خلال تطوير استبانة كأداة لجمع البيانات، حيث قسّمت إلى جزأين، الأول خاص بالبيانات الشخصية والثاني متعلق بمحاور الدراسة التالية: محور للتحيزات السلوكية (العاطفية والإدراكية) يمثل المتغيرين المستقلين، ومحور للأداء المالي يمثل القرارات المالية كمتغير تابع. واستخدم الباحثون نماذج الانحدار. توصلت نتائج الدراسة إلى أن التحيزات العاطفية تؤثر بشكل إيجابي في الأداء المالي بينما لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التحيزات الإدراكية والأداء المالي.

دراسة (هادي و فارس، 2018) بعنوان: "أثر الثقة والتفاؤل المفرطين وسلوك القطيع في عملية اتخاذ القرار الاستثماري - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"

هدف البحث إلى إظهار الدور الذي تلعبه التحيزات مثل الثقة المفرطة وسلوك القطيع والتفاؤل المفرط في عملية اتخاذ القرار للمستثمرين في سوق الأسهم. اعتمدت الدراسة الاستبانة كمقياس لهذه التحيزات وأجريت على عينة من

المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية. استخدم الباحثون الأساليب الإحصائية التي تساعد في الكشف عن وجود هذه التحيزات وتأثيراتها في عملية اتخاذ القرار. أظهرت النتائج الإحصائية أن الثقة المفرطة تأثير معنوي في عملية اتخاذ القرار الاستثماري في الأسواق المالية وأن المبالغة في الثقة يقود المستثمر إلى اتخاذ قرارات بخطورة غير مبررة منطقياً ومن ثم اتخاذ قرارات لا عقلانية عند تنويع المحفظة أو عند التداول أو عند تحديد مستوى المخاطرة المقبول، كما أظهرت النتائج الإحصائية أن لسلوك القطيع تأثير معنوي في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية، ويعني ذلك ميل المستثمرين لإهمال المعلومات الخاصة واتباع السلوك العام للمستثمرين، مما يعرضهم لضعف في تنويع المحفظة وإفراط في التداول.

1-2 الدراسات الأجنبية: Foreign studies

_ دراسة (Awalakki & H.N, 2024) بعنوان: "تأثير التحيز المحلي وتنويع الأسهم بين المستثمرين الأفراد الهنود: دراسة حالة منطقة Hyderabad Karantaka"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة كيفية تأثير التحيز المحلي (الألفة) في تكوين المحفظة الاستثمارية واستراتيجيات التنويع، باستخدام منهجية كمية، حيث جمعت بيانات المسح من المستثمرين عبر 6 مناطق في الهند، واستُخدمت الاختبارات الإحصائية مثل تحليل الانحدار لفحص العلاقة بين التحيز المحلي وتنويع الأسهم. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين التحيز المحلي وتنويع الأسهم، لأن الميل إلى الاستثمارات المحلية يعيق التوزيع الأمثل للمخاطر ويجعل المستثمرين أكثر تعرضاً لتقلبات السوق المحلية، ويحد هذا السلوك من العوائد المحتملة، ويزيد من قابلية التعرض للركود الاقتصادي المحلي.

_ دراسة (shah, Khan, Ahmed, Meyer & Olah 2024) بعنوان: "دليل على المستوى الجزئي لكيفية تأثير سلوك القطيع للمستثمر والمدير في الأداء المالي للشركة"

هدفت الدراسة للبحث في وجود سلوك القطيع لدى المستثمرين على مستوى الشركة بشكل خاص وعلى مستوى السوق والقطاع بشكل عام. باستخدام مؤشر سلوك القطيع لدى المستثمرين (IHRB) ومؤشر سلوك القطيع لدى المديرين (MHRB)، حيث حلل الباحثون ظهور سلوك قطيع المستثمرين والمديرين على مستوى الشركات وتأثيره المحتمل في الأداء المالي للشركات (FFP) في الدراسة بأكملها. استخدمت الدراسة البيانات على المستوى الجزئي لـ 296 شركة مدرجة في بورصة باكستان (PSX) من عام 2013 إلى عام 2017. وأظهرت النتائج التجريبية أن سلوك القطيع لدى المستثمرين والمديرين يؤثر بشكل كبير سلباً وإيجاباً في الأداء المالي في سياق السوق الباكستانية، فقد يؤدي تقليد المؤسسات الأخرى إلى انخفاض العديد من التكاليف غير المنتجة ومن ثم تعزيز الربحية، في ذات الوقت التقليد الأعمى ودون دراسة مسبقة ودقيقة تناسب المؤسسة يؤدي إلى انخفاض الربحية

وضعف الأداء المالي. وكانت النتائج قوية في ظل القياسات البديلة للأداء المالي للشركات. وعلى وجه التحديد، توصلوا إلى أنه عندما يؤثر سلوك القطيع سلباً في الأداء المالي يؤدي إلى هبوط مؤشر سوق الأوراق المالية، في حين تأثيره الإيجابي في الأداء المالي يؤدي إلى اتجاه مؤشر سوق الأوراق المالية تصاعدياً. وقد تصبح احتمالات انهيار السوق مرتفعة خاصة في ظل الظروف التي يتم فيها ملاحظة سلوك القطيع السلبي في حساب المدير والمستثمر.

دراسة (Karimi and Theuri, 2023) بعنوان: "السمات السلوكية وأداء الأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر الفردي في مقاطعة إسيولو، كينيا"

أجريت الدراسة في مقاطعة إسيولو، كينيا، وتبحث في العلاقة بين السمات السلوكية وأداء الأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمرون الأفراد في إطار المالية السلوكية. ركزت الدراسة على سمات مثل تحمل المخاطر، الثقة المفرطة، والنفور من الخسارة، واستخدمت منهجاً متعدد الأساليب يجمع بين التحليل الكمي والرؤى النوعية. كما جمعت البيانات حول السمات السلوكية للمستثمرين الأفراد من خلال الدراسات الاستقصائية والمقابلات، في حين استخدمت مقاييس مثل العوائد، والأداء المعدل حسب المخاطر، وتقلبات المحفظة لتقييم أداء الأوراق المالية. واستخدمت التقنيات الإحصائية واختبار Bartlett. توصلت نتائج الدراسة إلى أن معظم السمات السلوكية لها تأثيرات معتدلة في الأداء، مع ظهور تأثير واضح لعوامل السوق. وتشير النتائج الرئيسية إلى أن تحمل المخاطر، الثقة المفرطة، وتجنب الخسارة يؤثر بشكل كبير في قرارات الاستثمار، حيث تؤدي القدرة على تحمل المخاطر والثقة المفرطة إلى السعي لاستثمارات ذات مخاطرة عالية بينما تجنب الخسارة يؤدي إلى استثمارات منخفضة المخاطرة. ولوحظ سلوك القطيع الذي من المحتمل أن يكون مرتبطاً بالعوامل الثقافية والاجتماعية المحلية. وقد أثرت سمات التوقعات في استراتيجيات المحافظ الاستثمارية، مما قد يعيق التنويع. كما أظهر المستثمرون ذوو الثقة المفرطة نشاطاً تجارياً أعلى، مما أدى إلى زيادة تكاليف المعاملات.

دراسة (Zhang, 2023) بعنوان: "الدليل التجريبي على التحيزات المعرفية بين المستثمرين الصينيين"

هدفت الدراسة إلى تحديد التحيزات المعرفية الشائعة التي يمارسها المستثمرون الصينيون من ذوي الثروات العالية والتي تؤدي إلى عدم كفاية التنويع والتنويع الساذج في بناء المحفظة، وشرح السيناريوهات التي لا تتناسب مع النظريات المالية الكلاسيكية مثل: ما السبب ولماذا يفضل المستثمرون القاعدة العامة بدلاً من التنويع الكامل؟ وحقيقة أن الناس يتمسكون بالأسهم أو الصناديق المختارة حتى عندما لا تكون توقعاتهم مفضلة وعندما تنشأ فرص أخرى، وأن المستثمرين من نفس الخلفية الاجتماعية ككل ربما واجهوا تفضيلات معينة. استخدم البحث منهجية البحث النوعي للإجابة على هذه الأسئلة، والاستقصاء السردية والمنهج الاستقرائي للتعميم والاستنتاج للأمتثلة

الملحوظة. حظيت بعض التحيزات المعرفية باهتمام أكبر من غيرها، أو ببساطة لأنها تحدث بشكل أكبر ويسهل تفسيرها إحصائياً. في حين أنه يمكن ملاحظة الاستدلال، التأطير، سلوك القطيع، تحيز التوفر والنفور من الغموض من جانب المستثمرين والوسطاء الصينيين، وتؤدي هذه التحيزات حتماً إلى عدم كفاية التنوع والتنوع الساذج.

دراسة (Adhimbo, Melly & Mwanza, 2023) بعنوان: "العلاقة بين تنوع المحفظة والأداء المالي للمؤسسات الكبيرة في مقاطعة كيسومو، كينيا"

هدفت الدراسة إلى استكشاف العلاقة بين تنوع المحفظة والأداء المالي للشركات الكبيرة في مقاطعة كيسومو، كينيا. وكانت أسئلة البحث في الدراسة: ما العلاقة بين الأسهم والسندات والأداء المالي للمؤسسات الكبيرة في مقاطعة كيسومو، كينيا؟ ارتكزت الدراسة على المحفظة الحديثة. استخدمت الإجراءات الإحصائية لـ Yamane 1973 للحصول على حجم عينة يبلغ 225 من أصل 1283 مؤسسة كبيرة، أخذت تلك العينات عشوائياً لتسهيل العملية. وكانت أداة البحث عبارة عن دليل تحليل الوثائق. كما اعتمدت الدراسة كلاً من الإحصاء الوصفي والاستدلالي لتحليل البيانات. تتضمن الإحصائيات الوصفية استخدام التكرار، المتوسط، والانحراف المعياري. استكشفت العلاقة بين تنوع المحفظة والأداء المالي للمؤسسات الكبرى في مقاطعة كيسومو باستخدام تحليل ارتباط بيرسون وتحليل الانحدار. حيث استخدم الباحثون تحليل الانحدار لتقييم الفرضية الصفرية على وجه التحديد. أشارت النتائج إلى أن الاستثمار في الأسهم يرتبط بشكل إيجابي بالأداء المالي للمؤسسات الكبيرة في مقاطعة كيسومو. علاوة على ذلك أكدت النتائج وجود علاقة سببية بين الاستثمار في السندات والأداء المالي للمؤسسات الكبيرة في مقاطعة كيسومو. وقد وُجد أن الأداء المالي يستفيد بشكل كبير من تنوع المحفظة الاستثمارية للمؤسسات الكبيرة، كما يمثل تنوع المحفظة 72.1 % من تباين الأداء المالي للشركات الكبرى.

دراسة (Nyabiba & Kimani, 2023) بعنوان: "تنوع المحفظة والأداء المالي لمؤسسات التمويل الأصغر في مقاطعة نيروبي، كينيا"

هدفت الدراسة إلى تحديد تأثير تنوع المحفظة الاستثمارية في الأداء المالي لمؤسسات التمويل الأصغر في كينيا. ركزت الدراسة على تحديد آثار تنوع فئات الأصول، تنوع المخاطر، تنوع الدخل، والتنوع المحلي في الأداء المالي لمؤسسات التمويل الأصغر في كينيا. ودُعمت الدراسة بنظرية قابلية التحول (Shiftability Theory) ونظرية سوق رأس المال (Capital Market Theory) والنظرية القائمة على الموارد (Resource Based Theory) ونظرية بطاقة الأداء المتوازن (Balanced Score card Theory). استخدمت الدراسة تصميم بحث وصفي استهدف 57 مؤسسة تمويل أصغر تعمل في مقاطعة نيروبي ومسجلة ضمن رابطة مؤسسات التمويل الأصغر. تتألف وحدة المراقبة من موظفين في الإدارة العليا بما في ذلك المدير المالي ومدير العمليات والمدير

الرئيسي مما يجعل إجمالي المشاركين 171 شخصاً. استخدمت الدراسة منهج التعداد. واستُخدم الاستبيان لجمع البيانات الأولية بينما جُمعت البيانات الثانوية من التقارير المالية للمؤسسات المعنية. واستُخدم كل من الإحصاء الوصفي والاستنتاجي لتحليل البيانات التي جُمعت. أُنشئت الإحصائيات من خلال الحزمة الإحصائية لعلماء الاجتماع وبرنامج MS Excel. أثبتت الدراسة أن تنوع المحفظة التي تشمل فئة الأصول، تنوع المخاطر وتنوع الدخل يؤثر بشكل إيجابي وكبير في الأداء المالي لمؤسسات التمويل الأصغر العاملة في مقاطعة نيروبي، لذلك فإن تعزيز كل جوانب تنوع المحفظة يساهم في تحسين الأداء المالي للمؤسسات. ومن ناحية أخرى، كان للتنوع الجغرافي تأثير إيجابي ولكن غير مهم في الأداء المالي لمؤسسات التمويل الأصغر مما يعني أن تعزيز جوانب التنوع الجغرافي يساهم بشكل غير مهم في الأداء المالي لمؤسسات التمويل الأصغر.

دراسة (Jamal & Rizwan, 2022) بعنوان: "أثر التأثير الاجتماعي على العلاقة بين التحيزات السلوكية وتنوع المحفظة الاستثمارية"

هدفت الدراسة لمعرفة تأثير التحيزات السلوكية في تنوع محفظة المستثمرين المتداولين في بورصة باكستان (PSX) واستكشفت الدراسة أيضاً الدور المعدل للتأثير الاجتماعي في الارتباط بين التحيزات السلوكية وتنوع المحفظة الاستثمارية. التحيزات التي تمت دراستها في البحث هي الثقة المفرطة والمغالطة. وجُمعت البيانات الأولية من المستثمرين في بورصة باكستان باستخدام استبيان منظم حيث كانت العينة مكونة من 430 مستثمراً يتداولون في سوق الأوراق المالية الباكستانية. أظهرت نتائج البحث أن التحيزات السلوكية تؤثر سلباً في تنوع المحفظة. تسلط نتائج البحث الضوء أيضاً على أن التأثير الاجتماعي يخفف من الارتباط بين المغالطة وتنوع المحفظة الاستثمارية، ومع ذلك أظهرت النتائج أن التأثير الاجتماعي لا يخفف من الارتباط بين الثقة المفرطة وتنوع المحفظة الاستثمارية. حيث أظهرت النتائج أن المستثمرين الذين يدركون أن الأداء السابق للسهم سوف يتكرر (مغالطة اليد الساخنة)، فإن استثماراتهم تتركز بشكل مفرط على الأوراق المالية التي حققت أداءً جيداً في الماضي ولا يقومون بتحليل السوق المناسب قبل الاستثمار ومن ثم فإن محافظهم الاستثمارية ليست متنوعة. وكشفت نتائج البحث أيضاً أن المستثمرين المفرطين في الثقة لا يركزون على تطوير محفظة متنوعة من استثماراتهم. فعندما يشعر المستثمرون بثقة مفرطة بشأن صحة المعلومات التي يمتلكونها، فإنهم غالباً ما يبالغون في دقة تحليلهم حول أداء بعض الأسهم، وبالتالي يحتفظون بعدد قليل من الأسهم في محافظتهم، وتقتهم المفرطة في تحليلاتهم تجعلهم يفرطون في الاستثمار في الأسهم التي يعتقدون أنها ستحقق نتائج جيدة بدلاً من تطوير محفظة استثمارية متنوعة. كشفت نتائج الدراسة أيضاً أن التأثير الاجتماعي لا يخفف من تأثير الثقة المفرطة في تنوع المحفظة الاستثمارية.

دراسة (Kadhum & Saidi, 2022) بعنوان: "التحيزات السلوكية وتأثيرها في الأداء المالي في سياق التوعية المالية: مراجعة للأدبيات"

هدفت الدراسة إلى إجراء مراجعة منهجية للأدبيات التي تناولت التحيزات السلوكية وعلاقتها بالأداء المالي في ظل وجود توعية مالية أم لا، مع التركيز على الفجوة الرئيسية في الدراسات الحالية، ومن ثم البحث عن النتائج التي تحقق أفضل مستوى للأداء المالي. استخدمت الدراسة المنهج الاستقرائي من خلال إجراء مسح شامل للمقالات المنشورة للفترة (2009- 2021). الأمر الذي يتطلب تحديد الأهداف والنتائج. وبعد التعرف على الأدبيات التي استعرضت متغيرات الدراسة، وعند تتبع الأدبيات السلوكية لتفسير التحيزات وعلاقتها بالأداء المالي لمتخذي القرار في المجالات المالية، وُصفت الانحرافات المتكررة التي تؤثر جميعها في اتخاذ القرار المالي الأمثل في ظل المخاطر وعدم اليقين. عادةً ما يتم تقييد هؤلاء الأفراد بسبب ميلهم للوقوع في التحيزات العاطفية والإدراكية عند معالجة المعلومات المالية بطريقة غير عقلانية، وهذا يتطلب معرفة مستوى عالٍ من التوعية المالية (Financial literacy) للحد من التحيزات أو القضاء عليها وهذا ما تم تأكيده حسب معظم الدراسات، مما يدل على أن النتائج تشير إلى أن التحيزات السلوكية تضعف مستوى الأداء المالي، في حين أن التوعية المالية تعمل على تحسينه. كما أظهرت نتائج الدراسات السابقة التأثير الإيجابي والمعتدل للتوعية المالية في التحيزات السلوكية وعلاقتها بالأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة.

دراسة (Chang & Lin, 2022) بعنوان: "العلاقة بين الثقة المفرطة للمدير التنفيذي، هيكل الملكية والأداء المالي"

هدف البحث إلى اختبار هيكل الملكية والثقة المفرطة للمدير التنفيذي في الشركات العائلية والتحقق من أثر ذلك في الأداء المالي. اعتمدت الدراسة على السلاسل الزمنية المقطعية، حيث كانت العينة تشمل الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية التايوانية خلال الفترة من 2009 إلى 2018 بإجمالي 6612 شركة. توصلت الدراسة إلى أن الأداء المالي للشركات العائلية أسوأ من الأداء المالي للشركات غير العائلية، وثقة المدير التنفيذي المفرطة في الشركات العائلية أقل من تلك الخاصة بالشركات غير العائلية، حيث يمكن أن يحد الإشراف والسيطرة العائلية من ميل المدير إلى الثقة المفرطة. توصلت الدراسة أيضاً إلى أنه بعد انضمام المدير التنفيذي ذي الثقة المفرطة إلى شركة عائلية سيتحسن الأداء المالي للشركة، وهذا يعني أن المدير الذي يتمتع بثقة مفرطة يمكنه التعويض عن تحفظ الأسرة ويؤدي إلى زيادة أداء الشركة.

-دراسة (Farooq, Tabash, Abousamak & Habib, 2022) بعنوان: "التحيزات السلوكية في سياسة الائتمان التجاري: هل لها أهمية بالنسبة للأداء المالي؟"

هدفت الدراسة إلى تقييم دور سلوك القطيع في تحديد سياسات الائتمان التجاري للشركات وتأثيره في الأداء المالي. طبقت طريقة العزوم المعممة (GMM) لتقدير الانحدار. تتبع الدراسة المنهج الاستنباطي للبحث والتحليل المعتمد على البيانات الثانوية، حيث تتكون العينة من 13089 شركة في القطاع غير المالي من 50 دولة لمدة تتراوح من 2007 إلى 2016، استُبعدت الشركات من القطاع المالي بسبب عدم توفر الائتمان التجاري، كما استُبعدت الشركات التي لديها مراقبة مالية أقل من خمس سنوات لمتغير محدد من العينة، لأن وجود مثل هذه الشركات قد يؤدي إلى تحليل متحيز. استُخدم تصنيف الكود الصناعي القياسي (SIC)، وحصل الباحثون على المعلومات المالية للشركات من موقع Thomson Reuters Data Stream، اعتمد في تحليل الأداء المالي على ربحية الشركة التي تقاس بنسبة العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، صافي هامش الربح (NBM) ونسبة Tobin's q. كشفت النتائج التجريبية أن الشركات الكبرى تتبع بشكل فعال الشركات النظرية فيما يتعلق بسياسات الائتمان التجاري، إلا أن سلوك القطيع هذا يعيق الأداء المالي بسبب عدم التوافق مع سياسات الائتمان التجاري التي تتبعها الشركات النظرية حيث غالباً ما تقوم الشركات النظرية بتطوير سياسات الائتمان التجاري التي لا تنطبق على الشركات الكبرى.

-دراسة (Lebdaoui, Chetioui & Ghechi, 2021) بعنوان: "أثر التحيزات السلوكية في أداء الاستثمار: هل تهم التوعية المالية؟"

هدفت الورقة إلى دراسة تأثير التحيزات السلوكية والتوعية المالية في أداء الاستثمار في سياق سوق الأوراق المالية الناشئة. واستناداً إلى البيانات التي جمعت من عينة مكونة من 196 مستثمراً مغربياً يعملون في بورصة الدار البيضاء، اختُبرت فرضيات البحث باستخدام نمذجة المعادلة الهيكلية (Structural equation modeling). بينت نتائج الدراسة أنه من بين الأساليب الاستدلالية الأربعة التي اختُبرت في الإطار المفاهيمي المقترح (الثقة المفرطة، التمثيل، التثبيت، وسلوك القطيع)، فإن الثقة المفرطة والتمثيل فقط كان لهما تأثير إيجابي كبير في الأداء المالي. كما تشير النتائج إلى وجود تأثير إيجابي كبير للتوعية المالية في التمثيل، في حين وجد أنه يرتبط سلباً بالثقة المفرطة.

دراسة (Wang, Wang, Yang, Huang & Cui, 2021) بعنوان: "التحيز المعرفي الإداري، وتحول الأعمال، وأداء الشركة: دليل من الصين"

هدفت الدراسة إلى استكشاف تأثير التحيز المعرفي الإداري في استراتيجية التحول وأداء الشركة، واستخدمت نموذج هيكرمان (Heckman) لاستكشاف هذا التأثير. استخدم الباحثون بيانات من الشركات الصينية المدرجة في الفترة من 2001 إلى 2016. قاس الباحثون أداء الشركات باستخدام مؤشرات الأداء المالي ومؤشرات القيمة السوقية. أظهرت النتائج أن التحيز المعرفي الإداري يلعب دوراً هاماً في إحداث تحول الأعمال، وكلما ارتفعت درجة الثقة المفرطة والإفراط في التفاؤل الإداري زاد ميل المؤسسة إلى تنفيذ تحول الأعمال، وكشفت الدراسة الفرق الكبير بين الثقة المفرطة والتفاؤل المفرط، حيث كلما زادت ثقة المديرين المفرطة زاد احتمال اعتمادهم على كل من التنقيف الداخلي (Internal cultivation) أي تعزيز المؤسسة لعملياتها الجديدة من المرحلة البدائية إلى المرحلة النهائية، وعمليات الاندماج والاستحواذ لتحقيق تحول في أعمال الشركة، في حين أنه كلما كان المديرين أكثر تفاؤلاً بشكل مبالغ فيه زاد احتمال اعتمادهم على عمليات الاندماج والاستحواذ بدلاً من التنقيف الداخلي لتحقيق التحول في أعمال الشركة. علاوة على ذلك فإن تحويل الأعمال الذي يجريه المديرين ذوو الثقة المفرطة يساعد في تحسين الأداء المالي للشركة والقيمة السوقية في حين أن التحول الذي يجريه المديرين المفرطون في التفاؤل يساعد في تقليل كليهما.

دراسة (Kioko & Ochieng, 2020) بعنوان: "تأثير تنوع المحفظة الاستثمارية في الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية"

هدفت الدراسة إلى تحديد تأثير تنوع المحفظة الاستثمارية في الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في كينيا. وكانت المتغيرات المحددة هي استثمارات السندات، استثمارات الأسهم، صناديق الاستثمار المشتركة، الاستثمارات العقارية، والعائد على الاستثمارات لشركات الاستثمار في سوق نيروبي للأوراق المالية. اعتمدت الدراسة المنهج الوصفي في تصميم البحث. كان المجتمع المستهدف الشركات الاستثمارية الخمس المدرجة في السوق الوطنية للأوراق المالية. استخدمت الدراسة أسلوب التعداد لاختيار الشركات الاستثمارية الخمس المدرجة في السوق الوطنية للأوراق المالية. واعتمدت الدراسة البيانات الثانوية التي جُمعت من البورصة الوطنية للأوراق المالية والمواقع الإلكترونية الخاصة بشركات الاستثمار المدرجة في السوق الوطنية للأوراق المالية، حيث جُمعت البيانات على مدى 6 سنوات من 2014 إلى 2019. وتضمنت الإحصائيات الوصفية المتوسط، الوسيط والانحراف المعياري، بينما تضمنت الإحصائيات الاستدلالية الاختبارات التشخيصية ونموذج الانحدار الخطي المتعدد. أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية وغير معنوية بين استثمارات السندات والعائد على الاستثمارات لشركات الاستثمار في بورصة نيروبي للأوراق المالية، وعلاقة موجبة ومعنوية بين استثمارات الأسهم والعائد على الاستثمارات لشركات الاستثمار

في بورصة نيروبي للأوراق المالية، وكان لاستثمارات صناديق الاستثمار علاقة سلبية وغير معنوية بالعائد على استثمارات شركات الاستثمار في بورصة نيروبي للأوراق المالية، وكشفت الاستثمارات العقارية عن وجود علاقة إيجابية ومعنوية بالعائد على الاستثمارات لشركات الاستثمار في بورصة نيروبي للأوراق المالية. وخلصت الدراسة إلى أن استثمار السندات له تأثير سلبي في الأداء المالي للشركات الاستثمارية المدرجة. إن استثمار الصناديق المشتركة له تأثير سلبي في الأداء المالي للشركات الاستثمارية المدرجة. وفي المقابل، فإن الأسهم والعقارات لها تأثير إيجابي في الأداء المالي للشركات الاستثمارية المدرجة.

دراسة (Muthui & Wepukhulu, 2019) بعنوان: "تأثير تنويع المحفظة في الأداء المالي للمصارف التجارية المدرجة في NSE، كينيا"

هدفت الدراسة إلى تحديد تأثير تنويع المحفظة الاستثمارية في الأداء المالي للمصارف التجارية المدرجة في NSE في كينيا. ارتكزت الدراسة على نظرية المحفظة الحديثة، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، نظرية تسعير المراجحة، ونظرية عدم تماثل المعلومات. استخدمت الدراسة تصميم البحث الوصفي واستهدفت المصارف التجارية المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية. اعتمدت على بيانات ثانوية مصدرها البيانات المالية للمصارف الـ 11 المشاركة، بيانات NSE وتقارير الإشراف السنوية لمصرف الكويت المركزي. كما استخدمت الدراسة الأساليب الوصفية مثل التوزيع التكراري، متوسط النسب المئوية، والانحراف المعياري. طبقت تحليل الانحدار لمعرفة العلاقة بين المتغيرات في برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الإحصائية (SPSS) الإصدار 23 لتحليل البيانات. عُرِضَت النتائج من خلال الجداول والرسوم البيانية، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط قوية موجبة بين المحافظ الاستثمارية والأداء المالي للمصارف التجارية. بحسب النتائج فإن 76% من الأداء المالي للمصارف التجارية يمكن أن يعزى إلى المحافظ الاستثمارية. أظهر تحليل الفروق وجود علاقة هامة بين المحافظ الاستثمارية والأداء المالي للمصارف التجارية. وكان الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية، الاستثمار في العقارات والاستثمار في القروض كلها هامة عند مستوى ثقة 95%. أظهرت قيم بيتا أن الاستثمار في القروض كان الأكثر تأثيراً يليه الاستثمار في العقارات والاستثمار في الأوراق المالية. خلصت الدراسة إلى أن تنويع المحفظة الاستثمارية يعزز الأداء المالي للمصرف. تؤدي الاستثمارات في الأوراق المالية الحكومية والعقارات والقروض إلى زيادة الأداء المالي للمصارف، إلا أن الاستثمار في الأسهم يؤثر سلباً في الأداء المالي للمصارف.

-دراسة (Paveendra, Singh, Singh & Kumar S., 2018) بعنوان: "المالية السلوكية وأثرها في الأداء المالي الضعيف للشركات الصغيرة والمتوسطة: مراجعة"

هدفت الورقة إلى دراسة المكونات المختلفة للمالية السلوكية التي من شأنها أن تؤثر في الأداء المالي الضعيف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم. يستند البحث إلى الأدبيات السائدة حول المالية السلوكية والشركات الصغيرة والمتوسطة. قد حاول المؤلفون استخدام الأدبيات المتاحة ذات الصلة بالمالية السلوكية وضعف الأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة والتحيزات السلوكية في قرارات الاستثمار. وبعد مراجعة الأوراق البحثية المختلفة، توصل المؤلفون إلى أن المكونات السلوكية لها تأثير مباشر أو غير مباشر في القرار المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة مما يؤثر بدوره في الأداء المالي لهذه الشركات.

-دراسة (Filiz, Spiwoks, Nuahmer & Bizer, 2017) بعنوان: "تنوع المحفظة: تأثير القطيع، تحيز الوضع الراهن، ومغالطة المقامر"

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر سلوك القطيع، تحيز الوضع الراهن، ومغالطة المقامر في تنوع المحفظة. تتبع هذه التجربة النهج الذي اتبعه (Gubaydullina and Spiwoks (2015: لا يوجد سوى بديلين للاستثمار (السهم A والسهم B) واللذان لا يمكن أن يؤديا إلا إلى نتيجتين فقط، إما أن يحققوا عائداً على الدخل قدره 0 دولارات لعب أو عائداً قدره +7 دولارات لعب لكل جولة، كلا النتيجتين تحدثان باحتمال 50%. بينت النتائج أن سلوك القطيع وتحيز الوضع الراهن لا تساهم بشكل كبير في اختيارات المحافظ الاستثمارية غير المثالية (غير متنوعة)، وتلعب مغالطة المقامر دوراً مهماً في هذه القرارات. العديد من المشاركين متحمسين لملاحظة الأنماط في تاريخ الأحداث العشوائية ويستنتجون من هذه الأنماط تسلسل الأحداث المستقبلية. كما تؤدي مغالطة المقامر بشكل حاسم إلى حقيقة أن الهيكل الأمثل للمحفظة يتم أخذه بعين الاعتبار في 37.7% فقط من جميع الاختيارات التي يتخذها المستثمر.

-دراسة (Anwar, Khan & Rehman, 2017) بعنوان: "التوعية المالية والتحيزات السلوكية وتنوع محفظة المستثمرين: دراسة تطبيقية لسوق الأوراق المالية الناشئة"

هدفت الدراسة إلى التحقق من تأثير التوعية المالية (Financial literacy) والتحيزات السلوكية في تنوع محفظة المستثمرين. استخدمت الدراسة استبيان منظم لجمع البيانات من المستثمرين الذين يتداولون في سوق الأوراق المالية الباكستانية، حيث وزعت 350 استبانة على المستثمرين، استلم منها 205 استبانة، استبعدت بعض الاستبانات التي ملئت بشكل غير صحيح ولم تكن المعلومات دقيقة وفقاً لمتطلبات الدراسة، مما اعتمد 181 استبانة فقط في التحليل النهائي، كانت نسبة الاستجابة 51.71%. أشارت النتائج إلى أن التوعية المالية لها تأثير ضئيل وإيجابي

في تنويع محفظة المستثمرين، أما التحيزات السلوكية مثل تحيزات الألفة والتوافر لها تأثير ضئيل وسلب، في حين أن تحيز الثقة المفرطة له تأثير سلبي كبير في تنويع محفظة المستثمرين، كما يؤثر حجم المحفظة إيجابياً بشكل كبير في تنويع المحفظة. تشير النتائج أيضاً إلى أن تنفيذ برامج التنقيف المالي تسهل التداول على المستثمرين في الأسهم المختلفة.

ثانياً: التشابه والاختلاف بين هذه الدراسة والدراسات السابقة: Similarities and differences between this study and previous studies

تتشابه هذه الدراسة مع بعض الدراسات السابقة في تناولها لموضوع التحيزات السلوكية، ومع بعضها الآخر في موضوع تنويع المحفظة الاستثمارية، بالإضافة للاهتمام في الأداء المالي، ولكن ما يميز هذه الدراسة عما سبقها من دراسات هو تناولها لموضوع تنويع المحفظة الاستثمارية الذي يتوسط علاقة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي، كما أنها تعتمد على تحليل بيانات تاريخية لمؤسسات مُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بدلاً من استخدامها الاستبيان الذي اعتمد عليه الباحثون في معظم الدراسات السابقة، ولابد من الإشارة إلى أن سوق دمشق للأوراق المالية يُعدّ من الأسواق العربية حديثة النشأة.

ثالثاً: مشكلة الدراسة: Study problem

تعددت النظريات المالية التقليدية التي تناولت آلية اتخاذ القرارات المالية والتي تقوم على مجموعة من المبادئ أهمها العقلانية والرشد وتوافر المعلومات، ولكنها أهملت العوامل النفسية التي بدورها تؤثر في متخذي القرارات فتدفعهم لاتخاذ قرارات قد تبتعد عن العقلانية والرشد، ولا سيما تلك القرارات الاستثمارية التي يتم اتخاذها في المؤسسات المالية، والتي تكمن أهميتها من خلال انعكاسها على الأداء المالي للمؤسسات المالية، وهذا ما يميز نظرية المالية السلوكية عن نظريات المالية التقليدية من خلال تناولها لهذه العوامل السلوكية، النفسية والاجتماعية المؤثرة على متخذي القرارات.

كما تبين وجود جدلية في العلاقة بين التحيزات السلوكية والأداء المالي، حيث أن بعض الدراسات أثبتت أن لتحيز الثقة المفرطة أثر إيجابي في الأداء المالي مثل دراسة (wang, Wang, Yang, Huang & Cui, 2021) أما دراسة (السعيد، 2022) أثبتت عدم وجود تأثير لتحيز الثقة المفرطة في الأداء المالي. كما أن بعض التحيزات الأخرى كان لها أثر سلبي في الأداء المالي مثل تحيز سلوك القطيع (Farooq, Tabash, Abousamak & Habib, 2022) وأيضاً قد يكون لتحيز سلوك القطيع أثر إيجابي في الأداء المالي (Shah, Khan,) (Ahmed, Mayer & Olah, 2024) بالإضافة لعدم وجود علاقة بين التحيزات الإدراكية والأداء المالي

(غالمي وبوجورفة، 2021) كما أن دراسة (Lebdoui, Chetoui, & Ghechi, 2021) أثبتت أن تحيزين (الثقة المفرطة والتمثيل) من بين أربعة (الثقة المفرطة والتمثيل والتثبيت وسلوك القطيع) تؤثر في الأداء المالي.

فضلاً عن توافر العديد من الدراسات التي تناولت تأثير تنوع المحفظة الاستثمارية في الأداء المالي ولكن من الناحية التقليدية التي تفترض العقلانية للمستثمر، فكانت هذه الدراسات متعارضة النتائج، فقد أثبتت دراسة (Adhiambo, Melly & Mwanza, 2023) أن التنوع من خلال الاستثمار في الأسهم له أثر إيجابي في الأداء المالي، أما دراسة (Muthui & Wepukhulu, 2019) فأثبتت أن التنوع من خلال الاستثمار في الأسهم له أثر سلبي في الأداء المالي. وأيضاً بالنسبة إلى الدراسات التي تناولت تأثير التحيزات السلوكية في تنوع المحفظة الاستثمارية، فقد أثبتت بعض الدراسات وجود أثر سلبي مثل دراسة (Zhang, 2023) ودراسة (Awalakki & H.N, 2024) بينما دراسة (Filiz, Spiwoks, Nuahmer & Bizer, 2017) بينت أن بعض التحيزات لا تساهم بشكل كبير في اختيارات المحافظ غير المتنوعة.

انطلاقاً مما سبق قد تساهم هذه الدراسة في حسم جدلية العلاقة بين تنوع المحفظة الاستثمارية والأداء المالي، من خلال أخذ العوامل السلوكية بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات المتعلقة بتشكيل المحفظة الاستثمارية.

ومن هنا يمكن صياغة مشكلة الدراسة بالأسئلة التالية:

السؤال الرئيس الأول: هل تؤثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

نشق منه الأسئلة الفرعية التالية:

1- هل تؤثر التحيزات العاطفية (الألفة، النفور من الخسارة، سلوك القطيع) في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

2- هل تؤثر التحيزات الإدراكية (المحاسبة العقلية، الثقة المفرطة) في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

السؤال الرئيس الثاني: هل يؤدي تنوع المحفظة الاستثمارية دور المتغير الوسيط في علاقة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

نشتق منه الأسئلة الفرعية التالية:

- 1- هل يؤدي تنويع المحفظة الاستثمارية (تنويع جهة الإصدار، التنويع القطاعي) دور المتغير الوسيط في علاقة أثر التحيزات العاطفية (الألفة، النفور من الخسارة، وسلوك القطيع) في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
- 2- هل يؤدي تنويع المحفظة الاستثمارية (تنويع جهة الإصدار، التنويع القطاعي) دور المتغير الوسيط في علاقة أثر التحيزات الإدراكية (المحاسبة العقلية، الثقة المفرطة) في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

رابعاً: أهداف الدراسة: Study objectives

تهدف الدراسة بشكل رئيسي لاختبار نظرية موجودة سابقاً حيث تهدف للتعرف إلى أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي من خلال بيان تأثيرها في القرارات الاستثمارية، متمثلة بقرارات تشكيل المحفظة، وبالتالي تأثيرها في الأداء المالي. ولتحقيق هذا الهدف يجب الإجابة على تساؤلات مشكلة الدراسة من خلال معرفة هل تؤثر التحيزات السلوكية (التحيزات العاطفية، التحيزات الإدراكية) إيجاباً أو سلباً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. وأيضاً من خلال اختبار الدور الوسيط لتنويع المحفظة الاستثمارية (تنويع جهة الإصدار، التنويع القطاعي) في علاقة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

خامساً: أصالة الدراسة: Study originality

تستمد الدراسة أصالتها العلمية من كونها تسلط الضوء على أهمية دراسة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي للمؤسسات المالية بوصفها وحدة الدراسة والتحليل، واتخاذ تنويع المحفظة الاستثمارية كمتغير وسيط، من خلال بيان أثر تلك التحيزات في القرارات الاستثمارية المتخذة في تشكيل المحفظة الاستثمارية، ومن ثم في الأداء المالي. في الوقت الذي يُلاحظ فيه قلة في الدراسات التي تناولت موضوع هذه الدراسة، حيث أن أغلب الدراسات التي استندت إلى نظرية المالية السلوكية ركزت على دراسة أثر التحيزات السلوكية في السلوك الاستثماري للفرد، وعدم وجود دراسات تناولت تنويع المحفظة الاستثمارية كمتغير وسيط في العلاقة بين المتغيرات المدروسة على حد علم الباحثة.

سادساً: أهمية الدراسة: Study importance

❖ الأهمية العلمية:

اعتمدت هذه الدراسة على نظرية المحفظة السلوكية ونظرية تسعير الأصول الرأسمالية السلوكية المنبثقتان من نظرية المالية السلوكية، بالتالي تكمن أهميتها بما يمكن أن تضيفه إلى نظرية المالية السلوكية من خلال توسيع نطاق الدراسات التي شملتها، حيث قدّمت الدراسة نموذجاً تفصيلياً يأخذ في الحسبان أنواع مختلفة من تنويع المحفظة الاستثمارية، بالإضافة إلى كيفية تأثير التحيزات السلوكية في قرارات التنويع مما ينعكس ذلك في الأداء المالي للمؤسسات المالية بوصفها وحدة المعالجة والتحليل، بدلاً من التركيز على المستثمر كما في النظريات السابقة، وذلك باستخدام بيانات فعلية للمؤسسات المالية، مما يعني تطبيق هذه النظرية عملياً ومن ثم الحصول على نتائج أكثر دقة.

كما تكمن الأهمية العلمية لهذه الدراسة أيضاً في محاولة المساهمة في حسم جدلية العلاقة بين تنويع المحفظة الاستثمارية والأداء المالي من خلال أخذ العوامل النفسية في الحسبان، بالإضافة إلى إمكانية مساهمتها في حسم جدلية العلاقة بين التحيزات السلوكية والأداء المالي.

❖ الأهمية العملية:

تتجلى الأهمية العملية لهذه الدراسة في إمكانية الاستفادة متخذي القرارات في المؤسسات المالية من نتائجها ولاسيما القرارات التي تُتخذ لتشكيل المحفظة الاستثمارية، وفهم الدوافع الكامنة وراء هذه القرارات التي تؤثر في الأداء المالي للمؤسسات المالية، وبالتالي التحكم في سلوكياتهم وترشيد قراراتهم بكفاءة لتحسين الأداء المالي. كما يمكن للمؤسسات المالية أن تستفيد من هذه الدراسة في تحسين أدائها المالي من خلال فهم ماهية تأثير التحيزات السلوكية على متخذي القرارات الاستثمارية ثم تضع سياسات وإجراءات تحفز السلوكيات ذات النتائج الإيجابية وقوانين تضبط السلوكيات ذات النتائج السلبية.

سابعاً: منهجية الدراسة: Study methodology

فلسفة الدراسة هي الفلسفة الوضعية كون موضوع الدراسة يستند إلى نظرية موجودة مسبقاً وهي نظرية المالية السلوكية وتمت دراستها من جوانب عدّة، لكن لا زالت العلاقة جدلية في الدراسات السابقة التي تناولت التحيزات السلوكية والأداء المالي، كذلك الدراسات التي تناولت تنويع المحفظة الاستثمارية والأداء المالي، أي بعبارة أخرى الدراسات التي تناولت الظاهرة المدروسة لم تعط نتائج واحدة. واعتمدت الدراسة الأسلوب الاستنتاجي (السببي) من خلال انطلاقها من نظرية سابقة وهي نظرية المالية السلوكية لصياغة فرضيات قائمة على علاقات سببية بين

المتغيرات المستقلة والتابعة. كما أن الاستراتيجية المتبعة هي استراتيجية التوثيق أي جمع البيانات الثانوية بطريقة كمية من بيانات البورصة وتحليلها بأساليب التحليل الكمية والنوعية للوصول لنتائج تثبت أو تنفي الفرضيات.

ثامناً: متغيرات الدراسة: Study variables

تتناول الدراسة المتغيرات الآتية الأكثر شيوعاً والأكثر تأثيراً في تنويع المحفظة الاستثمارية وفي الأداء المالي وفق نظرية المالية السلوكية والدراسات السابقة فضلاً عن توافر بياناتها وإمكانية قياسها بمقاييس كمية:

❖ المتغيرات المستقلة: Independent variables

هي التحيزات السلوكية Behavioral biases وتتضمن:

• التحيزات العاطفية Emotional biases: هي التحيزات التي تنشأ من الدافع، المشاعر، الحدس أو التفكير المتهور، وتصحيحها أصعب من تصحيح الأخطاء الإدراكية (Mushahid & Yadav, 2016). وتشمل بعض التحيزات، منها:

1- تحيز الألفة Availability bias: يعني الميل إلى ما هو مألوف ومعروف، ومن أشهر أنواعه التحيز المحلي، ويتولد عنه الاستثمار في الأسهم المحلية والمألوفة لديهم، حيث ينشأ عن الاختلاف في المعلومات لصالح الأسهم المحلية مقابل الأسهم الأجنبية (Abdelkader & Belkacem, 2026).

2- تحيز النفور من الخسارة Loss aversion bias: يعني ميل المستثمرين إلى تفضيل تجنب الخسائر بدلاً من تحقيق المكاسب، حيث يشعرون بالخسائر بشكل أكثر حدة من شعورهم بمكاسب ذات حجم متماثل، مما يؤدي إلى الاحتفاظ بمحافظ ذات مخاطر أعلى مما هو مقبول بسبب بيع الاستثمارات الربحية والاحتفاظ بالخسارة. (Cui, 2025) (Abu Baker & Baker, 2025)

3- تحيز سلوك القطيع Herding behavior bias: هو سمة سلوكية شائعة لدى المستثمرين فهو سلوك مدفوع داخلياً ناجم عن البحث عن اليقين في ظروف عدم اليقين، واتباع ما يفعله الجميع وتقليد بعضهم البعض على أمل أن ذلك يحميهم (Zhang, 2025).

• التحيزات الإدراكية Cognitive biases: هي التحيزات التي تأتي من سوء فهم البيانات أو الاستدلال الخاطئ أو من خلال الحسابات الإحصائية الخاطئة أو أخطاء الذاكرة. (Mushahid & Yadav, 2016)

1- تحيز المحاسبة العقلية Mental accounting bias: تحيز في معالجة المعلومات حيث يتعامل الأشخاص مع مبلغ واحد من المال بشكل مختلف عن مبلغ آخر متساوٍ في القيمة بناءً على الحساب العقلي الذي تم تخصيص الأموال بموجبه. (Vaid and Chaudhry, 2022)

2- **تحيز الثقة المفرطة Overconfidence bias**: يعرف بأنه إيمان غير مبرر في تفكير الفرد البديهي وأحكامه وقدراته المعرفية، حيث يعتقد أنه أكثر ذكاءً ولديه معلومات أفضل مما لديه بالفعل. (Cui, Abu, 2025)

❖ المتغير الوسيط Mediating variable:

تنويع المحفظة الاستثمارية Portfolio diversification: ويعرف التنويع بأنه الميزة الأساسية لتكوين المحافظ الاستثمارية، أي قرار المستثمر في اختيار تشكيلة من الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة بهدف تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة. (صقر وعلي، 2021)

1- **تنويع جهة الإصدار Issuer diversification**: أي عدم حصر الاستثمار في عدد قليل من المؤسسات بل التنويع من خلال الاستثمار في عدة مؤسسات (زيدان، 2025)

2- **التنويع القطاعي Sectoral diversification**: أي توزيع الاستثمارات على قطاعات مختلفة، ولا يقتصر على أهميته في تخفيف المخاطر بل أيضاً يعتبر استراتيجية لتحقيق مكاسب طويلة الأجل وحماية المحافظ الاستثمارية خلال الأزمات من خلال الاستفادة من خصائص القطاعات المتنوعة (Yaman & Tuncel, 2025)

❖ المتغير التابع Dependent variable:

الأداء المالي Financial performance: هو النتيجة أو النتائج النهائية التي من خلالها يتم تحديد نقاط القوة في المؤسسة وتعزيزها، وتحديد نقاط الضعف والتغلب عليها، فهو يرتبط بفعالية ونجاح أنشطة المؤسسة مما يعكس مدى فعالية الإدارة ونجاحها في تحقيق الأهداف التي تسعى إليها. (Bouakaz & Taibi, 2024)

❖ المتغيرات الضابطة Control variables:

من خلال مراجعة الدراسات السابقة التي تناولت أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي (Shah, Khan, 2024؛ (Ahmed, Mayer & Olah, 2022؛ (Chang & Lin, 2022؛ (Farooq, Tabash, 2022؛ (Abousamak & Habib, 2022) لوحظ وجود بعض المتغيرات التي تؤثر في الأداء المالي، لذلك سنؤخذ كمتغيرات ضابطة لمعرفة التأثير الذي سيحصل في الأداء المالي من خلال التحيزات السلوكية فقط. وهذه المتغيرات هي:

1- **الرافعة المالية Financial leverage**: تشير إلى درجة اعتماد المؤسسة على الديون (Odhiambo, 2025) (Murori & Aringo, 2025) كما تقيس التغير في صافي الربح الذي يحدث نتيجة التغير في الربح التشغيلي فهو يأخذ في الحسبان الفوائد التي تدفعها المؤسسة على مصادر تمويلية ثابتة التكلفة كالسندات والقروض (العلي، 2020). أي هو تمويل قسم من أصول المؤسسة بأموال يتولد عنها معدل ثابت.

2- **حجم المؤسسة Institution size**: يقصد بحجم المؤسسة تصنيف المؤسسات إلى مؤسسات كبيرة، متوسطة وصغيرة الحجم، وقد يعبر عنها إما بعدد العاملين في المنظمة أو حجم المبيعات أو قيمة المبيعات أو القيمة المضافة من الإنتاج أو من خلال الأصول (أرناؤط، 2017).

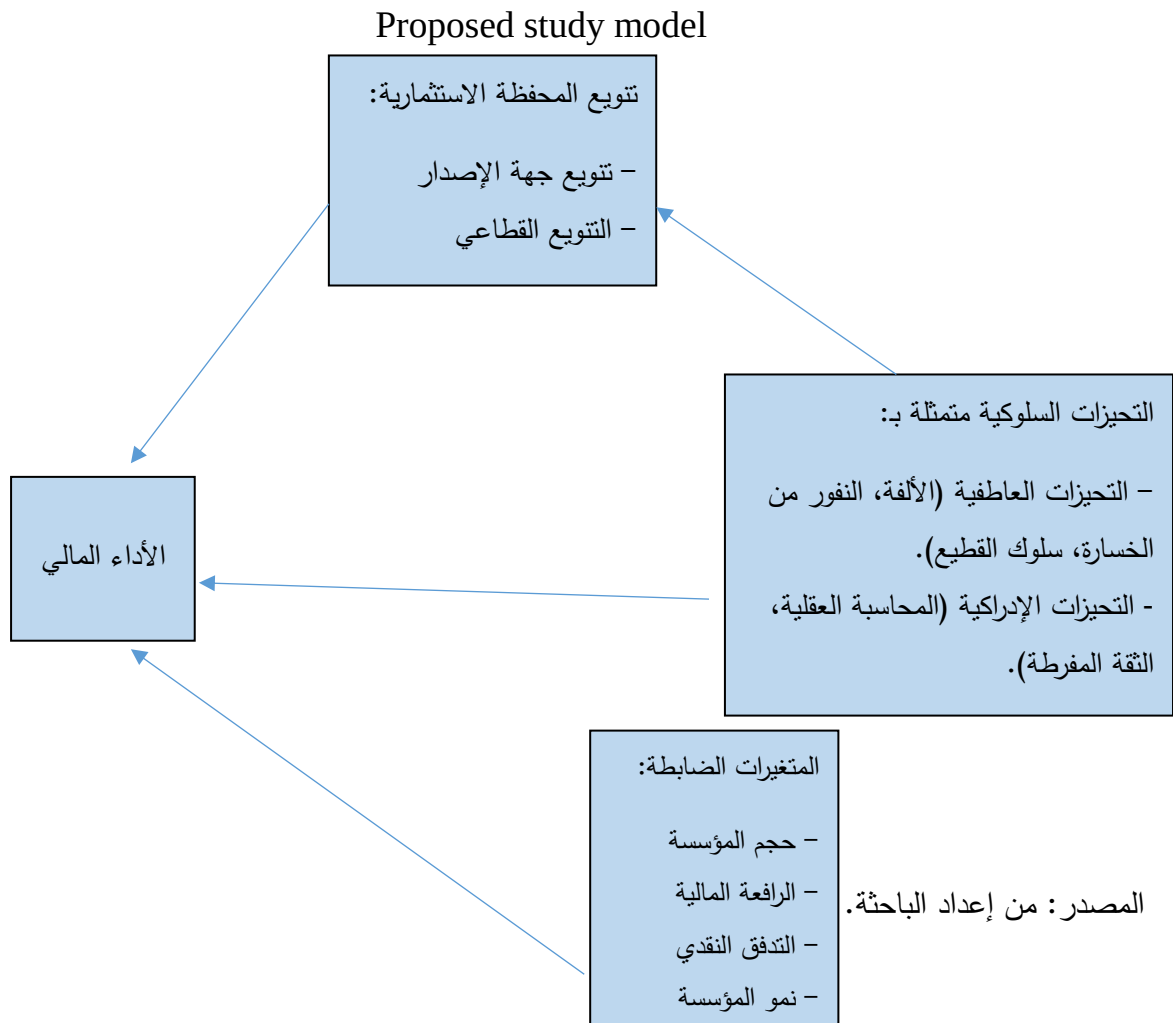
3- **التدفق النقدي Cash flow**: يشير إلى التدفقات النقدية الداخلة إلى المؤسسة والتدفقات النقدية الخارجة منها، فكلما كان التدفق النقدي جيداً، استطاعت المؤسسة الاعتماد على التمويل الداخلي بدلاً من التمويل الخارجي، مما ينعكس في القدرة على الاستثمار الاستراتيجي في المستقبل والحفاظ على استقرارها المالي (Fadilah & Achyani, 2025).

4- **نمو المؤسسة Institution growth**: يرتبط النمو بأداء المؤسسة وهو هدف من أهدافها الأساسية والذي ينتج عن النمو في موجودات المؤسسة وأصولها وأرباحها (Khalid, Mukthar & Abbas, 2025).

تاسعاً: نموذج الدراسة: Study model

الشكل التالي يمثل العلاقة بين متغيرات الدراسة التي تم ذكرها سابقاً:

الشكل رقم (1): النموذج المقترح للدراسة.



عاشراً: فرضيات الدراسة: Study hypotheses

انطلاقاً من مشكلة الدراسة وأهدافها ونتائج الدراسات السابقة يمكن وضع فرضيات الدراسة التالية:

H1: تؤثر التحيزات السلوكية متمثلة بـ (التحيزات العاطفية، التحيزات الإدراكية) بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ونشتق منها الفرضيات الفرعية التالية:

H1-1: تؤثر التحيزات العاطفية متمثلة بـ (الألفة، النفور من الخسارة، سلوك القطيع) بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ونشتق منها الفرضيات الفرعية التالية:

H1-1-1: يؤثر تحيز الألفة بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H1-1-2: يؤثر تحيز النفور من الخسارة بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H1-1-3: يؤثر تحيز سلوك القطيع بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H1-2: تؤثر التحيزات الإدراكية متمثلة بـ (المحاسبة العقلية، الثقة المفرطة) بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ونشتق منها الفرضيات الفرعية التالية:

H1-2-1: يؤثر تحيز المحاسبة العقلية بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H1-2-2: يؤثر تحيز الثقة المفرطة بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2: يؤدي تنوع المحفظة الاستثمارية دور المتغير الوسيط في علاقة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ولاختبار صحة هذه الفرضية، يجب اختبار الفرضيات التالية:

H2-1: يؤدي تنوع جهة الإصدار دور المتغير الوسيط في علاقة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ونشتق منها الفرضيات الفرعية التالية:

H2-1-1: تؤثر التحيزات السلوكية متمثلة بـ (التحيزات العاطفية، والتحيزات الإدراكية) بشكل دال معنوياً في تنوع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-1-1-1: تؤثر التحيزات العاطفية متمثلة بـ (الألفة، النفور من الخسارة، سلوك القطيع) بشكل دال معنوياً في تنوع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-1-1-1-1: يؤثر تحيز الألفة بشكل دال معنوياً في تنوع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-1-1-1-2: يؤثر تحيز النفور من الخسارة بشكل دال معنوياً في تنوع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-1-1-1-3: يؤثر تحيز سلوك القطيع بشكل دال معنوياً في تنوع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-1-1-2: تؤثر التحيزات الإدراكية متمثلة بـ (المحاسبة العقلية، الثقة المفرطة) بشكل دال معنوياً في تنوع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-1-1-2-1: يؤثر تحيز المحاسبة العقلية بشكل دال معنوياً في تنوع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-1-1-2-2: يؤثر تحيز الثقة المفرطة بشكل دال معنوياً في تنوع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-1-2: يؤثر تنوع جهة الإصدار بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-2: يؤدي التنوع القطاعي دور المتغير الوسيط في علاقة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ونشتق منها الفرضيات الفرعية التالية:

H2-2-1: تؤثر التحيزات السلوكية متمثلة بـ (التحيزات العاطفية، والتحيزات الإدراكية) بشكل دال معنوياً في التنويع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-2-1-1: تؤثر التحيزات العاطفية متمثلة بـ (الألفة، النفور من الخسارة، سلوك القطيع) بشكل دال معنوياً في التنويع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-2-1-1-1: يؤثر تحيز الألفة بشكل دال معنوياً في التنويع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-2-1-1-2: يؤثر تحيز النفور من الخسارة بشكل دال معنوياً في التنويع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-2-1-1-3: يؤثر تحيز سلوك القطيع بشكل دال معنوياً في التنويع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-2-1-2: تؤثر التحيزات الإدراكية متمثلة بـ (المحاسبة العقلية، الثقة المفرطة) بشكل دال معنوياً في التنويع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-2-1-2-1: يؤثر تحيز المحاسبة العقلية بشكل دال معنوياً في التنويع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-2-1-2-2: يؤثر تحيز الثقة المفرطة بشكل دال معنوياً في التنويع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-2-2: يؤثر التنويع القطاعي بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

أحد عشر: مجتمع وعينة الدراسة: Study population and sample

يعرف (سيكاران، 2006) مجتمع الدراسة بأنه: " مجموعة كاملة من الناس، أو الأحداث، أو الأشياء التي يهتم الباحث بدراستها". بالتالي يكون مجتمع الدراسة مكوناً من المؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية جميعها، والبالغ عددها 15 مصرفاً و 6 شركات تأمين.

أما عينة الدراسة فقد عرفها سيكاران (سيكاران، 2006) بأنها: " عبارة عن جزء أو مجموعة فرعية من المجتمع. وهي تضم بعض الأعضاء الذين تم اختيارهم منه. وبعبارة أخرى، فإن بعض العناصر وليس كل عناصر المجتمع يكونون العينة". وباعتبار مجتمع الدراسة محدوداً، اعتمدت أسلوب الحصر الشامل الذي يمكّننا من التغلب على أخطاء المعاينة.

اثنا عشر: محددات الدراسة: Study limits

تتطوي الدراسة على المحددات الآتية:

- 1- **محددات علمية:** صعوبة إيجاد مقاييس للمتغيرات المستقلة (التحيزات السلوكية) تتناسب مع بيانات هذه الدراسة، حيث أن أغلب الدراسات السابقة استخدمت الاستبيان لقياسها، الأمر الذي أدى إلى حذف بعض التحيزات التي كانت ضمن الدراسة، بالتزامن مع قلة الدراسات التي تناولت دراسة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي للمؤسسات المالية بوصفها وحدة الدراسة والتحليل، فقد ركزت أغلب الدراسات على أثر التحيزات السلوكية في السلوك الاستثماري للفرد. بالإضافة إلى عدم تعاون المؤسسات المالية عند وجود نقص في تفاصيل البيانات المنشورة، وعدم سهولة الحصول على بعض البيانات التاريخية من المواقع الرسمية مثل موقع سوق دمشق للأوراق المالية وهيئة الأسواق والأوراق المالية السورية.
- 2- **محددات مكانية:** ركزت الدراسة على سوق دمشق للأوراق المالية كونها تُعدّ من الأسواق العربية حديثة النشأة.
- 3- **محددات زمنية:** اختُبرت بيانات المصارف وشركات التأمين المختارة المنشورة من تاريخ 2019 لغاية تاريخ 2023 فقط، ويعود السبب في هذا إلى ضرورة أن تكون بيانات جميع المؤسسات المالية كاملة على طول مدة الدراسة.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

Study theoretical framework

المبحث الأول: المالية السلوكية والتحيزات السلوكية المنبثقة عنها

Behavioral finance and its behavioral biases

مقدمة: Introduction

لم تنشأ المالية السلوكية من العدم، وإنما استندت إلى أسس ونظريات سابقة استمرت إلى أعوام عديدة، وبُني عليها دراسات علمية كثيرة، لكن لم تستطع هذه النظريات تفسير الأحداث والظواهر الجديدة جميعها، مما أدى إلى تضافر جهود الباحثين وتأسيس نظريات حديثة أكثر قدرة على تفسير الواقع.

وعليه كان منتصف القرن الثامن عشر هو بداية الفترة الكلاسيكية في الاقتصاد، حيث كانت الإدارة المالية فرعاً من فروع الاقتصاد، وكانت التقارير المالية التي تعدها المحاسبة المالية تقتصر للمعلومات التحليلية، وظهر في عام 1844 مفهوم الرجل الاقتصادي العقلاني من قبل (John Stuart Mill) الذي يُعنى بتعظيم الرفاهية الاقتصادية في ظل القيود التي يواجهها، كما ظهر مفهوم المنفعة الاقتصادية الذي يعبر عن رضا الأفراد بعد استهلاكهم سلعة أو خدمة معينة، وفي أوائل القرن العشرين اتسمت الإدارة المالية بالمنهج التقليدي الذي يركز على الأحداث الرئيسية في القضايا المالية بغض النظر عن المشكلات الإدارية الروتينية التي قد تحدث، ثم بدأ الاهتمام تدريجياً بالقرارات المتعلقة بهيكل رأس المال والسيولة وعمليات التمويل، ومع التوسع الاقتصادي في أوائل الخمسينيات ظهر الاهتمام في الحسابات المدينة والدائنة والمخزون، فظهرت مجموعة من النظريات المالية التقليدية الكمية التي تقتض كفاءة الأسواق المالية وأن الشخص عقلائي رشيد بطبعه، مثل نظرية المحفظة الاستثمارية ونظرية السوق الفعالة.... ولكن النظريات التقليدية لم تستطع تفسير الظواهر المالية جميعها، فبدأ الاهتمام بالروتين الداخلي والهيكل التنظيمي الذي يميز النهج الإداري، ومن أبرز النظريات التي ظهرت في هذه المرحلة التنظيمية نظرية الوكالة، وبما أن كل مرحلة تظهر فيها مجموعة من العقبات والثغرات، فلا بد من ظهور مرحلة تليها تعمل على سد هذه الثغرات لحل المشكلات المنبثقة عنها، فظهرت بذلك نظرية المالية السلوكية التي اهتمت بالعوامل السلوكية، النفسية، والاجتماعية وليس الكمية فقط.

وبذلك يتناول هذا المبحث موجزاً عن أهم النظريات المالية التقليدية، ثم ما توصلت إليه المالية السلوكية والتحيزات المنبثقة عنها.

أولاً: نظريات المالية التقليدية والتنظيمية Traditional and regulatory financial theories

سيتم توضيح في هذا الجدول نتائج أهم النظريات التي ظهرت في المرحلة التقليدية الكمية والمرحلة التنظيمية:

جدول رقم (1): نظريات المالية التقليدية والتنظيمية

Traditional and organizational finance theories

النظرية	العام	مؤسس النظرية	أهم النتائج
نظرية المنفعة المتوقعة (Expected utility theory)	1783, 1954	Bernoulli	• يتخذ المستثمرون قراراتهم في ظل المخاطرة من خلال مقارنة قيم المنفعة المتوقعة للبدائل المتاحة وتعظيمها، كما يصنف صناع القرار إلى أشخاص محبين للمخاطرة، محايدين للمخاطرة، وأشخاص لديهم نفور من المخاطرة.
نظرية المحفظة (Portfolio theory)	1944	Von Neumann and Morgenstern	• رفض بناء المحفظة الاستثمارية على أساس العائد المتوقع فقط، لأنه يؤدي إلى تخصيص أصلين لهما عوائد مماثلة دون تحليل مخاطرها، وإنما يجب تشكيل المحفظة من خلال مجموعة من الأوراق المحفوفة بالمخاطر وبعضها الآخر خالٍ من المخاطر. • قدم مفهوم التنوع من خلال الاحتفاظ بأصول ذات مستوى ارتباط منخفض لتقليل المخاطر، أي أصول لا تتحرك بنفس الاتجاه في ظروف معينة، كأن يتم الاستثمار في شركات طاقة وأخرى في شركات استهلاكية. • وضع مفهوم الحدود الفعالة، أي المحافظ التي تجمع بين جميع الأصول وجميع المخاطر مما يسمح بتحديد أعلى مستوى من العائد وأقل مستوى من المخاطر.
نظرية تفضيل السيولة كسلوك تجاه المخاطر (liquidity preference as behavior towards risk theory)	1952	Harry Markowitz	• يختار المستثمرون المواقف التي تقع بين حالة السيولة الإجمالية ونقطة إجمالي الاستثمار في الأصول عالية المخاطر، بدلاً من اختيار موقفاً متطرفاً إما سيولة كاملة أو استثمار كلي. • تفضيل المستثمرون للسيولة. • طور ملاحظة مفادها أن المستثمرين يتخذون قراراتهم من خلال الجمع بين الأصول الخالية من المخاطر والمحفظة الموجودة عند الحدود الفعالة، مما أدى إلى نظرية الفصل التي تنص على قرار الاستثمار المستقلين: تحديد محفظة الأصول الخطرة الأكثر كفاءة، وتحديد نسبة الموارد التي سيتم تخصيصها للأصول الخالية من المخاطر والأصول الخطرة.
نظرية تفضيل السيولة كسلوك تجاه المخاطر (liquidity preference as behavior towards risk theory)	1958	Tobin	• يختار المستثمرون المواقف التي تقع بين حالة السيولة الإجمالية ونقطة إجمالي الاستثمار في الأصول عالية المخاطر، بدلاً من اختيار موقفاً متطرفاً إما سيولة كاملة أو استثمار كلي. • تفضيل المستثمرون للسيولة. • طور ملاحظة مفادها أن المستثمرين يتخذون قراراتهم من خلال الجمع بين الأصول الخالية من المخاطر والمحفظة الموجودة عند الحدود الفعالة، مما أدى إلى نظرية الفصل التي تنص على قرار الاستثمار المستقلين: تحديد محفظة الأصول الخطرة الأكثر كفاءة، وتحديد نسبة الموارد التي سيتم تخصيصها للأصول الخالية من المخاطر والأصول الخطرة.

النظرية	العام	مؤسس النظرية	أهم النتائج
تكلفة رأس المال وتمويل الشركات ونظرية الاستثمار (The cost of capital, corporation finance and the theory of investment)	1958 1963	Franco Modigliani and Merton Miller	• تكلفة رأس المال تساوي معدل الفائدة على السندات بغض النظر إذا كان مصدر الأموال هو أدوات الدين أو إصدارات الأسهم الجديدة. • القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن هيكل رأس مالها. • المؤسسات ذات الرفع المالي لا يمكنها الحصول على علاوة على الشركات التي لا تتمتع بالرفع المالي. • المؤسسة التي تتصرف بعقلانية ستدفع الاستثمار إلى النقطة التي يصبح فيها العائد الحدي على الأصول المادية مساوياً لسعر الفائدة في السوق، وهذا الاقتراح يتبع أحد المعيارين (تعظيم الأرباح، تعظيم القيمة السوقية) لاتخاذ القرار العقلاني وهما متكافئان في ظل اليقين. • في عام 1963 انتقدا نموذجهما الأساسي، وافترضوا نموذجاً جديداً لأخذ الضرائب في الحسبان (Corporate income taxes and the cost of capital: A correction)
نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Theory)	1964	William Sharpe	• يهتم بالعلاقة بين المخاطر خاصة المخاطر المنتظمة (غير القابلة للتوزيع) والعائد. • كما يقوم على مجموعة من الافتراضات منها: نفور المستثمرين من المخاطرة، توزع العوائد على الأوراق المالية بشكل طبيعي، تجانس توقعات المستثمرين، مثالية السوق بدون ضرائب وتكاليف معاملات، قابلية تقسيم الأوراق المالية، إمكانية الافتراض بحرية بمعدل فائدة خالٍ من المخاطر، والاحتفاظ بالاستثمار لفترة واحدة.
نظرية هيكل رأس المال (Capital structure theory)	1973	Krans and Litzenberger	• بما أن Modigliani و Miller أثبتا أن الاختيار بين التمويل بالدين أو التمويل بالأسهم ليس له تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة أو على تكلفة رأس المال أو توفره على الرغم من أهمية التمويل بسبب تحقيق مزايا ضريبية، وعدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة، ظهرت عدة نظريات:

النظرية	العام	مؤسس النظرية	أهم النتائج
	1984	Myers and Majluf	1. نظرية المقايضة Tradeoff theory: ظهرت عام 1973، تنص على أنَّ المؤسسات تسعى إلى مستويات دين توازن بين المزايا الضريبية المترتبة على الديون الإضافية وتكاليف الضائقة المادية المحتملة. 2. نظرية ترتيب مصادر التمويل Pecking Order Theory: ظهرت عام 1984، تنص على أنَّ المؤسسات بدايةً تفضل التمويل الداخلي على الخارجي، لكنها ستعتمد على الاقتراض بدلاً من إصدار الأسهم عند عدم كفاية التدفق النقدي الداخلي لتمويل النفقات الرأسمالية.
	1986	Michael Jensen	• نظرية التدفق النقدي الحر Free Cash Flow Theory: ظهرت عام 1986، تقول أن مستويات الدين المرتفعة بشكل كبير ستؤدي إلى زيادة القيمة من خلال تقليل التدفق النقدي الحر متاح للمديرين لكبح سلوكهم التوسعي غير المريح، وإن كان ذلك يهدد بحصول ضائقة مالية عندما يتجاوز التدفق النقدي التشغيلي للمؤسسة فرص الاستثمار المتاحة لديها بشكل كبير، لأن الالتزامات الثابتة للدين لا تتلاءم مع وفرة السيولة غير المستثمرة.
نظرية تسعير المراجعة Arbitrage pricing (theory)	1976	Steven Ross	• ينوع المستثمرون محافظهم، لكنهم سيختارون المخاطر والعوائد بناءً على العلاوات (الفرق بين العائد المتوقع والعائد الخالي من المخاطر) والحساسية اتجاه التغيرات في العوامل المخاطر الاقتصادية الكلية، وليس كما في CAPM الذي يأخذ في الحسبان العامل الوحيد وهو مستوى المخاطر الإجمالية في السوق.
نظرية هيكل أسعار الفائدة Interest rate structure (theory)	1966, 1988	Angelo Melino and Burton Malkiel	• سعر الفائدة هو نمط أسعار الفائدة على السندات ذات آجال استحقاق مختلفة. • نشر Melino and Malkiel وفقاً لنظرية "فرضية التوقعات" أن أسعار الفائدة الآجلة تتحدد من خلال توقعات المشاركين في السوق فيما يتعلق بالتطور المستقبلي في أسعار الفائدة قصيرة الأجل بالإضافة إلى علاوة المخاطر المناسبة. • يوجد نظريات أخرى حول هيكل أسعار الفائدة مثل النظرية المبنية على النماذج الخالية من المخاطر ونظرية تفضيل السيولة. • وفي عام 1967 قام كل من Modigliani and Sutch بدمج العديد من النماذج فيما يسمى فرضية المواطن المفضل، حيث أوضحوا كيف تفضل المجموعات غير المتجانسة من المقترضين والمقرضين الأوراق المالية ذات آجال الاستحقاق المختلفة.

النظرية	العام	مؤسس النظرية	أهم النتائج
نظرية أسواق رأس المال الكفاء (Efficient capital markets theory)	1970	Eugene Fama	• نفترض أن أسعار الأوراق المالية في أي وقت تعكس بالكامل جميع المعلومات المتاحة. • يمكن تعديل أسعار الأوراق المالية بناءً على ثلاث مجموعات من المعلومات ذات الصلة: - اختبارات النموذج الضعيف التي تعكس معلومات الأسعار التاريخية. - اختبارات النموذج شبه القوية التي تتكيف فيها الأسعار بكفاءة مع المعلومات الأخرى المتاحة للجمهور. - اختبارات النموذج القوي والذي يعني أن المستثمرين ليس لديهم إمكانية احتكارية للوصول إلى أية معلومات ذات صلة بتكوين الأسعار.
نظرية الوكالة (Agency theory)	1976	William Meckling and Michel Jensen	• تدور هذه النظرية حول كيفية استناد حوكمة الشركة إلى تضارب المصالح بين مالكي الشركة (المساهمين) ومديريها ومقدمي التمويل، بسبب اختلاف اهتمامات وأهداف كل مجموعة منهم. • يحتوي العقد المبرم بين الطرفين على مجموعة من الحوافز للحد من الاختلافات بين مصالحهما. • تتكون تكاليف الوكالة من تكاليف المراقبة (Monitoring expenditures) التي يتحملها المدير، تكاليف الخسارة المتبقية (Residual loss) يتحملها المساهمون عندما يتخذ المديرون قرارات لا تصب في مصلحة المساهمين بل في مصلحة المديرين فقط، وتكاليف الالتزام (Bonding expenditures) التي يتحملها الوكيل، تمثل تكاليف حوافز للمديرين للعمل بما يخدم مصالح المساهمين.
نظرية دورة الحياة (Life cycle theory)	1954, 1980, 1985	Franco Modigliani	• ظهرت لأول مرة في ورقتين كتبهما Modigliani مع طالب الدراسات العليا Brumberg عام 1954 و1980. نفترض ما يلي: • المستهلكون عقلانيون يسعون إلى تعظيم المنفعة وتخصيص مواردهم على النحو الأمثل للاستهلاك طوال حياتهم. • درجة كبيرة من العقلانية وضبط النفس للتخصيص لاحتياجات الاستهلاك عند التقاعد. • رغبة الناس بالإتفاق المستمر خلال دورة حياتهم، وقدرتهم على القيام بذلك بسهولة، وتحقيق التوازن بين الإنفاق والادخار. • السبب الوحيد وراء الادخار في سنوات العمل هو الإنفاق في سنوات التقاعد.

النظرية	العام	مؤسس النظرية	أهم النتائج
			• الدخل ورأس المال مجرد عنصرين من عناصر دورة الحياة ولا فرق بينهما. • التنبؤ الرئيسي لهذه النظرية يتلخص في ملف المدخرات مدى الحياة على شكل منحنى محدب حيث تتراكم المدخرات تدريجياً لتصل إلى الحد الأقصى ثم تتخفّض في النهاية.

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على: (Markwitz, 1952)، (Sharpe, 1964)، (Fama, 1970)، (Copur, 2015)، (Thygesen, McCauley,)، (Chandra, 2016)، (Satio, Savoia & Fama 2013)، (Modigliani & Miller, 1958)، (Deaton,)، (Modigliani, 1985)، (Jensen & Meckling, 1976)، (Ma, White, Haan, Pattipeilophy et al, 2013)، (Statman, 2019)، (Pompian, 2006)، (Myers, 2001)، (Berzkalne & Zelgalve, 2014)، (Brusove,)، (Filatova, Orekhova, Kulik, Chang & Lin, 2021)

ثانياً: المالية السلوكية والنظريات والتحيزات المنبثقة عنها Behavioral finance :and the theories and biases that arise from it

سيتم التعريف عن المالية السلوكية وما هي أقسامها ومن ثم نظرياتها للانتقال إلى التحيزات السلوكية المنبثقة عنها.

2-1 تعريف المالية السلوكية وأقسامها Definition of behavioral finance and its :divisions

الافتراضات الشائعة وراء النماذج النظرية الموضحة أعلاه، هي أن الأسواق تتسم بالكفاءة وأن الأشخاص والمؤسسات يتصرفون بعقلانية، ولكن هذا قد يكون غير صحيح في الواقع وغير ممكن، فلا يوجد أشخاص عقلانيون بالمطلق، كما أن الحالات الشاذة والثغرات التي ظهرت في الأسواق والمؤسسات أدت إلى ظهور المالية السلوكية التي تشكك في الافتراضات السابقة، ويحاول الباحثون فيها من خلال نهج متعدد الاختصاصات فهم السلوك المالي في سياق علم النفس وعلم الاجتماع والأنثروبولوجيا. وكتب المؤلفون عن التأثيرات النفسية في تقلبات السوق وتوقع المخاطر المتعلقة بالمنتجات الاستثمارية وكذلك سلوك المؤسسات المتعثرة التي تميل إلى المخاطرة، كما يرى بعض المؤلفين أن الأداء غير المرضي للنظام المالي يبرر حاجة الثورة في التفكير المالي. (Thygesen,)، (McCauley, Ma, White, Haan, Pattipeilophy et al, 2013).

لذلك ظهرت نظريات عدّة في مجال المالية السلوكية، ولكن قبل الحديث عنها لابد من التطرق إلى تعريف المالية السلوكية، حيث ظهرت تعريفات عدّة لها، نذكر منها ما يلي: (Copur, 2015, P: 24)

• عرف **Thaler 1999 المالية السلوكية**: "بأنها تكامل بين الاقتصاد الكلاسيكي والنظريات المالية والدراسات التي تبحث في علم النفس وصنع القرار."

- **بينما عرفها Stracca 2004:** بأنها "التركيز على الوصف الإيجابي لسلوك الفرد خاصةً في ظروف المخاطرة وعدم اليقين، بدلاً من التركيز على التحليل المعياري لسلوك الفرد الذي يعتبر أكثر نموذجية للنهج السائد".
- **أما Shefrin 2001 فقد عرفها:** بكيفية تأثر عملية صنع القرار المالي والأسواق المالية بعلم النفس.

ومما سبق يمكن تعريفها على أنها: العلم الذي يدرس الطريقة التي يتخذ بها المستثمر قراره في ظروف المخاطرة وعدم اليقين، وفي ظل وجود عوامل سلوكية، نفسية، واجتماعية تؤثر فيه وفي قرارته، ومن ثم تأثير هذه القرارات في الأسواق والمؤسسات المالية.

كما تدعم المالية السلوكية جانبين مهمين يتعارضان مع فرضيات المالية التقليدية، وهما المستثمر الفردي والسوق الكلي، لذلك يمكن تقسيمها إلى:

1- المالية السلوكية الجزئية (BFMI) Behavioral Finance Micro: حيث تتناول سلوك المستثمرين الأفراد وتحيزاتهم التي تميزهم عن المستثمرين في النظريات التقليدية التي تفترض أن المستثمرين عقلانيون بشكل كامل ولا يهتمون إلا بمصالحهم الذاتية، لكن لو صحّ ذلك لما وجد العمل الخيري، التضحية، والعطف على الغرباء، وبما أن العقلانية ليست الأساس الوحيد للسلوك البشري في صناعة القرار بل إنهم في الواقع يخضعون لعواطفهم الإنسانية، ومن المستحيل أن يتمتع الشخص بالمعرفة المطلقة في كل المجالات، لذلك انتقدت المالية السلوكية الجزئية هذه الافتراضات. (Cui, Abu Baker & Baker, 2025)

2- المالية السلوكية الكلية (BFMA) Behavioral Finance Macro: تتناول الحالات الشاذة في الأسواق، حيث هناك ثلاثة أنواع رئيسية لشذوذ السوق تتعارض مع فرضية كفاءة السوق التي تنص على أن المستثمرين عقلانيون وقادرون على تحقيق أقصى قدر من الأرباح من خلال تسعير الاستثمارات بشكل دقيق مما يعكس جميع المعلومات المتاحة (Pompian, 2012). وهذه الشذوذات هي:

■ **الشذوذات الأساسية Fundamental Anomalies:** فهي المخالفات التي تظهر في أداء السهم عند تقييم قيمته، فمثلاً استثمار القيمة (شراء أسهم يتم تداولها بأقل من قيمتها الحقيقية) يعتمد على حالات شاذة أساسية في فرضية كفاءة السوق، كما يبالغ المستثمرون في تقدير آفاق نمو المؤسسات ويقللون من قيمة مؤسسات أخرى غير مفضلة بالنسبة لهم، ومن الشذوذات الرئيسية الأخرى هي الأسهم ذات نسب السعر إلى القيمة الدفترية المنخفضة (دليل على أن السهم مقومًا بأقل من قيمته)، ونسب السعر إلى المبيعات المنخفضة التي قد تتفوق على الأسهم ذات نسب السعر إلى المبيعات المرتفعة، ونسبة السعر إلى الأرباح المنخفضة التي ترتبط مع الأداء المتفوق (Pompian, 2012).

■ **شذوذات فنية Technical Anomalies:** يناقض فرضية كفاءة السوق التي تجد أن الأسعار تتكيف بسرعة استجابةً لمعلومات سوق الأوراق المالية الجديدة، حيث يتضمن التحليل الفني أساليب عدّة للتنبؤ بأسعار الأوراق

المالية من خلال الاعتماد على الأسعار السابقة، مثل القوة النسبية، المتوسطات المتحركة، والدعم والمقامة (Zhang, 2025).

▪ **شذوذات التقويم Calendar Anomalies:** كتأثير كانون الثاني حيث ترتفع العوائد في هذا الشهر، وتأثير نهاية العام حيث تُباع الأسهم التي انخفضت مع اقتراب نهاية العام من أجل تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية عن طريق استخدام الخسائر لتقليل مقدار الأرباح الخاضعة للضريبة، وتأثير شهر كانون الأول وتأثير بداية الشهر (Pompian, 2012).

2-2 نظريات المالية السلوكية Behavioral finance theories:

بعد التعرف على مفهوم المالية السلوكية وأقسامها وانتقاداتها للمالية التقليدية، يمكن الانتقال للحديث عن النظريات التي ظهرت في مجال المالية السلوكية والتي تشكل إثراءً للنظريات التقليدية وتعديلها من خلال إضافة افتراضات أكثر دقة ومرونة في تفسير الواقع. وهذه النظريات هي:

❖ نظرية الاستدلال Heuristics Theory:

يشير تعريف الاستدلال إلى أنه القواعد العامة أو الاختصارات العقلية التي تساعد الناس في اتخاذ القرارات بسرعة وسهولة، لكن بالرغم من فوائده إلا أنه قد يؤدي إلى اتخاذ قرارات خاطئة (Copur, 2015). وقُدمت هذه النظرية من قبل Amos Tversky & Daniel Kahneman عام 1974، حيث وجدوا أن الأفراد يعتمدون في اتخاذ قراراتهم على عدد محدود من المبادئ الاستدلالية التي تقلل من المهام المعقدة المتمثلة في تقييم الاحتمالات والتنبؤ بالقيم إلى عمليات أبسط، فوصفوا ثلاثة قواعد استدلالية لذلك، وهذه القواعد هي التحيزات التالية: التوافر والتمثيل والرسو (Tversky and Kahneman, 1974). كما أضاف باحثون آخرون تحيزات أخرى مثل: الثقة المفرطة، التحفظ، المغالطة، النفور من الغموض، الألفة، النفور من الندم، والمحاسبة العقلية، التفاؤل.

❖ نظرية الاحتمال Prospect Theory:

وضعت من قبل Daniel Kahneman & Amos Tversky عام 1979، وهي نموذج بديل لنظرية المنفعة المتوقعة لاتخاذ القرار في ظل المخاطر، حيث انتقدت نظرية المنفعة المتوقعة التي تقوم على ثلاثة مبادئ: (Kahneman and Tversky, 1979).

- التوقع: أي أن المنفعة الإجمالية لاحتمال ما هي المنفعة المتوقعة لنتائجها.
- تكامل الأصول: الاحتمال يكون مقبولا إذا كانت المنفعة الناتجة عن دمج الاحتمال مع الأصول تتجاوز المنفعة التي تعود على تلك الأصول وحدها، وبذلك يكون مجال دالة المنفعة هو الاحتمالات النهائية لوضع الأصول وليس المكاسب أو الخسائر.
- النفور من المخاطرة، وبالتالي تفضيل الشخص للاحتتمالات المؤكدة.

كما ظهرت مجموعة من التأثيرات تبطل نظرية المنفعة وتدفع باتجاه تطوير نظرية الاحتمالات وهي (Kahneman and Tversky, 1979):

- أن الأشخاص يبالغون في وزن النتائج التي تعتبر مؤكدة نسبةً إلى النتائج الاحتمالية، وهذا ما يسمى بظاهرة "تأثير التأكد The Certainty effect" ويساهم هذا التأثير في تجنب المخاطرة لتحقيق مكسب أكيد على مكسب أكبر محتمل في المجال الإيجابي، بينما في المجال السلبي فيؤدي إلى الميل نحو المخاطرة بحثاً عن الخسائر المحتملة بدلاً من قبول خسارة أصغر مؤكدة.
 - النفور من المخاطرة في المجال الإيجابي مصحوب بالسعي إلى المخاطرة في المجال السلبي، وهذا ما يسمى بتأثير الانعكاس "The Reflection Effect".
 - تأثير العزلة "The Isolation Effect" حيث يتجاهل الناس المكونات التي تشترك فيها البدائل ويركزون على المكونات التي تميزها.
 - التأمين الاحتمالي "Probabilistic Insurance": يمثل أشكال عدّة من الإجراءات الوقائية، حيث يدفع الشخص تكلفة معينة لتقليل احتمال وقوع حدث غير مرغوب فيه، دون القضاء عليه تماماً.
- وبذلك طوّرت نظرية الاحتمال التي تميز بين مرحلتين في عملية الاختيار:

1. **مرحلة مبكرة من التحرير An early phase of editing**: تتكون من تحليل أولي للاحتمالات المعروضة والتي تنتج عن تمثيل أبسط لهذه الاحتمالات من خلال إعادة وتنظيم صياغة الخيارات من خلال: الترميز، الجمع، الفصل، الإلغاء، التبسيط، واكتشاف الهيمنة.
 2. **المرحلة اللاحقة من التقييم Subsequent phase of evaluation**: حيث تُقِيم الاحتمالات المحررة واختيار أعلى قيمة احتمال.
- وبالتالي المبادئ الأساسية لعملية الاحتمال هي:

1. الاعتماد على المرجع: وهذا ما يختلف عن نظرية المنفعة المتوقعة التي تفترض أن الناس يقدّرون النتيجة بناءً على وضع الثروة النهائي، بغض النظر عن الثروة الأولية. (Reddy, Santosh, Ananda & Desai, 2026)
2. تناقص الحساسية: فهي دالة مقعرة للمكاسب، والتي تعني شعور الناس بالرضا عند تحقيق المكاسب ولكن مضاعفة المكاسب لا يؤدي إلى مضاعفة الرضا، وبالتالي الميل إلى النفور من المخاطرة، فهم يفضلون مكسب معين قدره 1000 باحتمال 100% على مكسب 2000 باحتمال 50%، أما بالنسبة للخسائر فدالة القيمة محدبة أي أن الناس يشعرون بالألم عند الخسارة ولكن مضاعفة الخسارة لا تعني مضاعفة الألم، مما يعني ميل الناس

للبحث عن المخاطرة أكثر من الخسائر فهم يفضلون خسارة 2000 بنسبة 50% بدلاً من خسارة 1000 بنسبة مؤكدة. (Chandra, 2016)

3. النفور من الخسارة: تعني شعور الناس بالألم عند الخسارة أقوى من شعورهم بالمتعة عند تحقيق مكسب مماثل (Reddy, Santosh, Ananda & Desai, 2026).

4. التغيرات في مواقف المخاطرة: إن نظرية المنفعة لا تسمح بتغييرات موقف المخاطرة، بينما نظرية الاحتمال تسمح بذلك اعتماداً على طبيعة الاحتمال، فتظهر بأن الناس أحياناً لديهم نفور من المخاطرة وأحياناً يسعون وراء المخاطرة (Reddy, Santosh, Ananda & Desai, 2026).

5. أوزان القرار: يتم وزن النتائج من خلال أوزان القرار حيث تحسب باستخدام دالة الترجيح والتي تزيد من الاحتمالات المنخفضة وتقلل من الاحتمالات العالية، على عكس نظرية المنفعة المتوقعة التي يزن فيها الأشخاص النتائج من خلال احتمالاتهم الموضوعية (Chandra, 2016).

على الرغم من فوائد هذه النظرية باعتبارها نموذج وصفي لكيفية اتخاذ القرارات في ظل المخاطرة، إلا أنها ليست كاملة فهي لا تتعامل مع تأثير خيبة الأمل، فمثلاً احتمال عدم الفوز بأي شيء ليس مخيباً للآمال عندما يكون البديل مبلغاً متواضعاً ولكن عندما يتوقع الشخص أن يفوز بمبلغ كبير ثم يخسر فيؤدي إلى خيبة أمل كبيرة، كما أن هذه النظرية لا تفسر شعور الندم. الأمر الذي أدى إلى نشر نسخة معدلة من نظريتهم باسم "نظرية الاحتمال التراكمي" في عام 1992. (Burton and Shah, 2013).

❖ نظرية الندم Regret Theory:

في عام 1982 قُدمت ثلاثة أوراق بحثية بشكل مستقل، حيث ركزت إحدى الأوراق البحثية المقدمة من قبل Fish Burn على التوضيحات الرياضية والبدئية، وركزت الورقة الثانية المقدمة من قبل Bell على تطبيقات تحليل القرار مع الأخذ في الحسبان الندم كسمة إضافية للعواقب، بينما ركزت الورقة الثالثة التي كُتبت من قبل Loomes & Sugden على السمات المفاهيمية والتفسيرات ووصفت بشكل أوضح الوضع التجريبي والمعياري لنظرية الندم (Bleichrodt, and Wakker, 2015).

ترتكز نظرية الندم على مبدئين: (Gelberg, 2002)

- 1- يقيّم متخذو القرارات النتيجة بمجرد اتخاذهم القرار، ويشعرون بالندم إذا كانت النتيجة البديلة تحقق نتيجة أفضل، أو يفرح في حال كانت النتيجة البديلة قد تجعله أسوأ.
- 2- يتوقع الناس هذه المشاعر اللاحقة ويغيرون تفضيلاتهم قبل حدوثها.

وبالتالي تختلف نظرية الندم عن نظرية المنفعة المتوقعة التي تفترض أن قيمة النتائج المنفصلة سيتم حسابها بشكل مستقل، بينما تفترض نظرية الندم أن قيمة خيار معين لا تعتمد فقط على نتائجه الخاصة بل أيضاً على كيفية

مقارنة هذه النتائج بنتائج البدائل المحتملة. ونظراً لعدم اليقين يتم حساب "المنفعة المعدلة" من قبل صانع القرار وهي المنفعة المتوقعة زائد أو ناقص توقع الندم أو الابتهاج. كما أظهرت الدراسات أنه إذا كان نتيجة القيام بفعل ما غير مناسبة فيُندم عليه أكثر من أنه لو لم يقم بالفعل أساساً، وأن الأشخاص يشعرون بالمزيد من الندم عند اتخاذ القرار بأنفسهم مقارنةً باتخاذهم من قبل شخص آخر. للتغذية الراجعة أيضاً دور في تعديل مستوى الندم والنفور من المخاطرة لدى الأفراد. كما يوجد تحيزات تؤثر في نظرية الندم مثل التأطير، الترسيخ، والتوافر (Gelberg, 2002).

❖ نظرية دورة الحياة السلوكية The Behavioral Life Cycle Theory:

وضع Hersh Shefrin و Richard Thaler أساس هذه النظرية في عامي 1988-1981. وتقوم على مجموعة من الافتراضات وهي: (Statman, 2019)

- 1- تؤكد على ضبط النفس، التأطير، والمحاسبة العقلية، حيث يحتفظ المستهلكون بحسابات عقلية تقودهم إلى التعامل مع مكونات مختلفة من ثروتهم على أنها غير قابلة للاستبدال. (Graham and Isaac, 2016)
 - 2- تفترض أن الأسباب الكامنة وراء الادخار والإنفاق هي الحصول على الفوائد النفعية، التعبيرية والعاطفية، على عكس ما تفترضه نظرية دورة الحياة التقليدية بأن الإنفاق عند التقاعد هو السبب الوحيد للادخار. حيث إن الادخار يمكن أن يؤدي إلى فوائد تعبيرية كالمكانة الاجتماعية العالية عندما تصل المدخرات إلى ثروة كبيرة والتعبير بأننا أشخاص يهتمون بالمستقبل وليس بالحاضر فقط، وفوائد عاطفية تكمن في الشعور بالفخر وراحة البال، وإن كان ينقص من الفوائد النفعية، بينما الإنفاق يفرض تكاليف تعبيرية وعاطفية.
 - 3- كما إن عدم كفاية ضبط النفس أو الإفراط فيه يشكل أهمية أساسية في نظرية دورة الحياة السلوكية في الوقت التي تفترض فيه نظرية دورة الحياة التقليدية أن الناس يمتلكون ضبطاً تاماً للنفس وينفذون مدخراتهم وإنفاقهم بكفاءة ولديهم سهولة التغلب على مغريات أكثر مما ينبغي أو أقل مما ينبغي.
 - 4- التمييز بين رأس المال والدخل سمة أساسية من سمات نظرية دورة الحياة السلوكية والتي تنعكس في هرم مصادر الإنفاق واستخداماته بينما نظرية دورة الحياة التقليدية لا تميز بينهما.
- تتضمن نظرية دورة الحياة السلوكية:

- 1- هرم مصادر الإنفاق: هو المصدر الذي سيتم الإنفاق منه حيث تحتوي الطبقة السفلية منه على الدخل (الأجور، أرباح الأسهم والفوائد، مزايا الضمان الاجتماعي، المدفوعات من خطط التقاعد)، وفوقها طبقة تحتوي على "السحوبات من رأس المال العادي Dips into regular capital" بما في ذلك عوائد بيع الأسهم والسندات وغيرها من الاستثمارات سواء في حسابات التقاعد أو خارجها، ثم تليها طبقة "السحوبات من رأس المال الموروث

"Dips into bequest capital" التي تتكون من عوائد بيع الاستثمارات الموروثة مثل المنازل، وأخيراً طبقة من الدعم من العائلة والأصدقاء والوكالات الحكومية والمجتمعات الخيرية للذين يجب أن يعتمدوا عليهم.

2- هرم استخدامات الإنفاق: بالنسبة للبعث تحتوي الطبقة السفلية منه على الإنفاق على الضروريات (الغذاء، المأوى، دعم الأطفال) بينما للبعث الآخر تنتمي هذه الاستخدامات إلى الطبقة التقديرية الأعلى التي تتضمن أيضاً الترفيه والسفر والهدايا... كما أن المدخرات بالنسبة للبعث تنتمي إلى الطبقة السفلية من الضروريات وبالنسبة للبعث الآخر إلى الطبقة التقديرية الأعلى وفوقها طبقة من السلع الفاخرة والتبرعات الخيرية الكبيرة والصايا، ومع ذلك فقد تعتبر هذه السلع ذات المكانة الاجتماعية من الضروريات وليس من الكماليات وتنتمي إلى الطبقة الدنيا من الهرم.

وبالتالي نظرية دورة الحياة السلوكية تفترض أنه من خلال التأطير، المحاسبة العقلية، وقواعد ضبط النفس يتم التوفيق بين التعارض بين رغبة الإنفاق ورغبة الادخار، بينما نظرية دورة الحياة التقليدية تفترض عدم الحاجة لمثل هذه الأدوات لحل هذه الصراعات.

❖ نظرية SP/A:

اقترحت من قبل Lola Lopes (1987) وطورت من قبل Lopes & Oden (1999). تعتمد هذه النظرية على علم النفس للاختيار بين البدائل المحفوفة بالمخاطر، وتستند إلى ثلاثة مفاهيم: الأمان S، الإمكانات P، الطموح A. كما يعتمد صانع القرار على دالة التقييم SP التي تعكس مشاعر الخوف والأمل إلى جانب احتمالية الطموح A، حيث إن عاطفة الخوف تعمل من خلال المبالغة في ترجيح الاحتمالات المرتبطة بأسوأ النتائج نسبةً إلى أفضل النتائج (Young, Chuahay, Lee, T.Diaz, Prasetyo, Persada et all, 2022)، مما يدفع الناس إلى التصرف كما لو أنهم يستخدمون قيمة متحيزة نحو الأسفل للاستهلاك المتوقع، بينما الأمل على عكس ذلك فهو يدفع الناس لترجيح احتمالية أفضل النتائج نسبةً إلى أسوأ النتائج، بالتالي استخدام تقدير متحيز نحو الأعلى للاستهلاك المتوقع. كما تشترك هذه النظرية في بعض السمات مع معيار السلامة أولاً لـ Roy 1952 "Roy's Safety First" لاختيار المحافظ بناءً على احتمال عدم تدني قيمة العوائد لعتبة دنيا (مستوى عتبة الأمان) (Shefrin, 2008).

❖ نظرية تسعير الأصول الرأسمالية السلوكية Behavioral Capital Asset Pricing Theory:

وضعها Hersch Shefrin & Meir Statman عام 1994، حيث كانت نظرية تسعير الأصول الرأسمالية نموذجاً مكوناً من عامل واحد فقط (عامل السوق/بيتا)، ثم تطوّرت تدريجياً حتى أصبح النموذج مكوناً من خمسة عوامل (عامل السوق (بيتا)، عامل الحجم (فروقات العوائد بين أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة والقيمة السوقية الصغيرة)، عامل القيمة (فروقات العوائد بين أسهم المؤسسات ذات نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية المرتفعة "أسهم القيمة" وذات النسبة المنخفضة "أسهم النمو")، العامل القوي/الضعيف (عامل الربحية)، والعامل

المحافظ/ العدوانى (عامل الاستثمار))، وبعد ذلك انبثق عن المالية السلوكية نظرية تسعير الأصول الرأسمالية السلوكية التي أضافت عاملين آخرين (عامل المسؤولية الاجتماعية الذي يعكس أخطاء معرفية، عامل المسؤولية الاجتماعية الذي يعكس الرغبة في الحصول على فوائد تعبيرية وعاطفية)، وهذه التطورات سنذكرها بالتفصيل في المبحث الثاني لما لها من ارتباط وثيق به.

❖نظرية المحفظة السلوكية Behavioral Portfolio Theory:

طوّرت من قبل Hersh Shefrin & Meir Statman عام 2000. وطوّرت كنظرية محفظة إيجابية على أساس SP/A ونظرية الاحتمال وهما نظريتان للاختيار في ظل عدم اليقين، وهذه النظرية تتعلق بالرغبات متجاوزة عوائد المحفظة، فهي تُعنى بالفوائد العاطفية وليست النفعية لذلك فهي تتعلق بالمخاطرة لعدم تلبية الاحتياجات بدلاً من التباين في عوائد المحفظة (Statman, 2019). وهذا ما سنتطرق إليه ونتوسع فيه في المبحث الثاني أيضاً.

3-2 التحيزات السلوكية Behavioral biases:

انبثق عن النظريات السابقة ما يُعرف بالتحيزات السلوكية، حيث يعرف التحيز بأنه الميل أو التحيز لصالح وجهة نظر معينة وخاصةً الحكم الشخصي وغير المعقول الذي يمنع الحكم المحايد (Pompian, 2012)، بينما تشير التحيزات السلوكية إلى الفرق بين ما يجب فعله وما يُفعل فيما يتعلق بالمعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات ومن أين يمكن الحصول عليها وكيفية استخدامها، بالتالي تأثير هذه التحيزات السلوكية في قرارات المستثمرين (Montier, 2002)، كما يمكن وصفها بأنها ميل صنّاع القرار لاتخاذ قرارات غير عقلانية بسبب التفكير غير المنطقي أو المتأثر بالعواطف، ومن ناحية أخرى، فهي تساهم في معالجة المعلومات للوصول إلى قرارات مناسبة بسبب وجودها بعمق داخل العقل البشري، بالتالي فهم الأفراد لتأثيراتها في عمليات الاستثمار سيؤدي إلى نتائج أفضل (السعيدى، 2022). تصنّف هذه التحيزات السلوكية وفقاً لأنماط التفكير المختلفة إلى عدّة أقسام، لكن لا يوجد إجماع على عددها وتصنيفها، بينما الشائع هو تصنيفها إلى تحيزات إدراكية وتحيزات عاطفية (Pompian 2012).

فيما يلي جدول لبعض تصنيفات الباحثين للتحيزات السلوكية:

جدول رقم (2): تصنيف التحيزات

Classifying biases

الباحث	أنواع التحيزات
Kahneman & Riepe (1982)	تحيزات الحكم:
	الثقة المفرطة، التفاؤل، الإدراك المتأخر، والمبالغة في رد الفعل.
Kahneman & Riepe (1982)	أخطاء التقدير:
	الترويج غير الخطي لاحتمالات، ميل الناس إلى تقدير التغيرات، قيمة المكاسب والخسائر كدالة، شكل المقامرات وجاذبيتها، استخدام سعر الشراء كنقطة مرجعية، التأطير، الاتجاهات المتعلقة بالمقامرات المتكررة وسياسات المخاطرة، واعتماد وجهات النظر القصيرة مقابل الطويلة.

الباحث	أنواع التحيزات
	التحيزات المرتبطة بعواقب القرارات: الندم على الإهمال وارتكاب الأفعال، العلاقة بين الندم والمخاطرة.
الاستدلال:	الثقة المفرطة، المغالطة، الرسو، تجنب الغموض، والإدراك المعرفي.
Hersh Shefrin (2002)	الاعتماد على التأطير: • تجنب الخسارة، تحقيق الخسارة، وخسارة المشاريع. • المحاسبة العقلية، الاعتماد على التأطير ومواجهة المخاطر. • التسامح مع المخاطر. • ضبط النفس والأرباح. • الندم وتخصيص صندوق التقاعد. • الوهم النقدي والتضخم.
	الأسواق غير الفعالة: • التمثيل، ومعاملة السوق للفائزين والخاسرين في الماضي. • الرسو، رد فعل السوق على إعلانات الأرباح. • النفور من الخسارة، علاوة المخاطرة على الأسهم. • المشاعر، وتقلبات السوق. • الثقة المفرطة، ومحاولة استغلال التسعير الخاطئ.
	الثقة المفرطة، المحاسبة العقلية، التمثيل، الرسو والتعديل، التنافر المعرفي، التوافر، الإسناد الذاتي، وهم السيطرة، التحفظ، النفور من الغموض، التأكيد، الإدراك المتأخر، الحادثة، والتأطير.
Pompian 2006	تحيزات إدراكية:
	تحيزات عاطفية: الهبة، السيطرة على الذات، التفاؤل، النفور من الخسارة، النفور من الندم، والوضع الراهن، سلوك القطيع.
Pompian 2012	تحيزات إدراكية: • تحيزات المثابرة الاعتقادية: التحفظ، التأكيد، التمثيل، وهم السيطرة، الإدراك المتأخر، والتنافر المعرفي. • تحيزات معالجة المعلومات: الرسو والتعديل، المحاسبة العقلية، التأطير، التوافر، الإسناد الذاتي، الحادثة
	تحيزات عاطفية: النفور من الخسارة، الثقة المفرطة، السيطرة الذاتية، الوضع الراهن، الوقف، النفور من الندم، سلوك القطيع، الانتماء أو الألفة.
Meir Statman (2019)	الاختصارات والأخطاء الإدراكية: التأطير، الإدراك المتأخر، التأكيد، الرسو والتعديل، التمثيل، التوافر، الثقة المفرطة.
	الاختصارات والأخطاء العاطفية: العواطف (القلق، الإحباط، الأمل والخوف، السعادة، الحزن، الاشمئزاز) والمزاج (التفاؤل والتشاؤم) والتأثير.
	إدراكي وعاطفي: الغضب، الندم، الفخر، السيطرة على الذات، والثقة.

المصدر من إعداد الباحثة بالاستناد إلى (Pompian, 2012)، (Mirzaliyev, 2022)، (Shefrin, 2002)، (Pompian, 2006)، (Statman, 2019).

تستند هذه الدراسة إلى تصنيف Pompiam عام 2006 وبالتالي سيتم توضيح مفاهيم جميع التحيزات وفقاً لتصنيفه، ليتوسع نطاق معرفتنا عن هذه التحيزات، وإن كانت الدراسة تستند إلى بعضٍ منها. لذلك وفقاً لـ Pompiam 2006 تقسم التحيزات السلوكية إلى:

1- **تحيزات إدراكية Cognitive biases**: هي التحيزات التي تأتي من سوء فهم البيانات أو الاستدلال الخاطئ أو من خلال الحسابات الإحصائية الخاطئة أو أخطاء الذاكرة (Mushahid and Yadav, 2016). ومن أنواعها:

1-1- **تحيز الثقة المفرطة Overconfidence bias**: صنفه Pompiam تارةً ضمن التحيزات العاطفية وتارةً أخرى ضمن التحيزات الإدراكية ولكن أغلب التصنيفات الأخرى كتصنيف Statman 2019 صنف ضمن التحيزات الإدراكية لذلك سيُصنف في هذه الدراسة كتحيز إدراكي. وهو تحيز يُظهر فيه الأشخاص إيماناً غير مبرر بمنطقهم البديهي وأحكامهم وقدراتهم المعرفية نتيجة المبالغة في تقدير مستويات المعرفة لديهم وقدرتهم على الوصول إلى المعلومات، وبعنادهم أنهم أكثر ذكاءً وإطلاعاً مما هم عليه في الواقع (Cui, Abu Baker & Baker, 2025)، وحينما ينجح المستثمر في تداولاته يعزو أغلب أسباب النجاح لقدراته الذاتية ومن ثم يزداد لديه هذا التحيز، لذلك فهو عملية ديناميكية وليست ثابتة وقابلة للزيادة أو النقصان بحسب حالات الفشل أو النجاح (هادي وفارس، 2018).

كما يوجد نوعين للثقة المفرطة: (Pompiam, 2006)

• **الثقة المفرطة بالتنبؤ**: تتمثل بالثقة الزائدة في قدراتهم الاستثمارية وخاصةً في التنبؤ، فعند تقدير القيمة المستقبلية لسهم ما سوف يتوقعون انحراف ضئيل جداً في نطاق المكاسب المتوقعة وأن الارتفاع أو الانخفاض سيصل إلى 10% فقط، في حين يوضح التاريخ انحرافات معيارية أكثر جذرية، مما يقللون من تقدير المخاطر السلبية التي قد تتعرض لها محافظهم الاستثمارية بما أنهم غير مباينين بالمخاطر التصاعدية.

• **الثقة المفرطة اليقينية**: أي يكون المستثمرون على يقين مفرط بأحكامهم، فمثلاً بعد استثمارهم في مؤسسة ما لاعتقادهم أنها تمثل استثماراً جيداً متغاضين عن احتمال الخسارة فيشعرون بالدهشة أو الإحباط إذا كان الأداء سيئاً. وهذا النوع من الثقة المفرطة يجعل المستثمرين يتداولون بشكل مبالغ فيه، وقد يحتفظون بمحافظ استثمارية غير متنوعة.

وبالتالي ينتج عن هذا التحيز مجموعة من السلوكيات الضارة هي:

1. المبالغة في تقدير قدرتهم على تقييم المؤسسة كاستثمار محتمل مما يؤدي إلى الإغفال عن أية معلومات سلبية قد تشير إلى علامة تحذير بعدم إجراء عملية شراء للأسهم أو بيع أسهم اشترت بالفعل.

2. التداول بشكل مفرط لاعتقادهم أنهم يمتلكون معرفة خاصة لا يمتلكها الآخرون، مما يؤدي إلى عوائد ضعيفة مع مرور الوقت بسبب سوء اختيار بعض الأوراق المالية، وتكبد تكاليف المعاملات الكثيرة، وبالتالي تآكل صافي العوائد بشكل خطير.

3. ولعدم معرفتهم أو فهمهم أو عدم الانتباه إلى إحصاءات الأداء الاستثماري التاريخي، فيمكن أن يقللوا من المخاطر السلبية التي قد يتعرضوا لها ولذلك يعانون من ضعف أداء محافظهم الاستثمارية.

4. امتلاك محافظ استثمارية غير متنوعة، وبالتالي تحمّل المزيد من المخاطر.

1-2- تحيز المحاسبة العقلية Mental accounting bias: أطلقه أول مرة Richard Thaler عام 1985 واصفاً الطريقة التي يضع بها الشخص إطاراً ذاتياً لمعاملة ما في ذهنه حسب المنفعة التي يتلقاها أو يتوقعها، حيث يزن المستثمرون قيمة النقود على أساس مصدرها على الرغم من قيمتها المماثلة، ويتم ترميز النتائج الاقتصادية وتصنيفها وتقييمها من خلال تجميع الأصول في عدد من الحسابات العقلية غير القابلة للتبديل، ويتعاملون مع مبالغ متساوية من المال بشكل مختلف بناءً على مكان تصنيفها عقلياً (Vaid and Chaudhry, 2022) وبالتالي تتكون المحاسبة العقلية من: (Rashwan and Saqfa, 2024)

1. الترميز: ويشير إلى كيفية إدراك النتيجة واستخدامها كتجربة سابقة واتخاذ القرار والتقييم اللاحق.
2. التصنيف: أي تخصيص الأنشطة والأموال إلى حسابات عقلية محددة، وتصنيف مصادر واستخدامات هذه الأموال.
3. تكرار تقييم الحسابات: أي تقييمها أسبوعياً أو شهرياً أو سنوياً، وكلما قُيِّمت بشكل متكرر كان المستثمر أكثر قدرة على اتخاذ القرارات اللاحقة.

يوجد تفسيران للمحاسبة العقلية وهما: (Pompian, 2006)

- ينبع الأول من نظرية دورة الحياة السلوكية التي صُنِّفت إلى ثلاثة تصنيفات هي: الدخل الحالي، الأصول المتداولة، والدخل المستقبلي، حيث يتم التعامل مع المبالغ بشكل مختلف، فالاستهلاك يكون أكبر من حساب الدخل الجاري الحالي، أما المبالغ المخصصة للمستقبل فيتم التعامل معها بشكل أكثر تحفظاً.
- أما التفسير الآخر يصف كيف يمكن تقييم القرارات المالية المتميزة بشكل مشترك أو بشكل منفصل، مثلما ظهر في نظرية المحفظة السلوكية التي ظهرت في شكلين المحفظة السلوكية بحساب عقلي واحد SMA والمحفظة السلوكية بحسابات عقلية متعددة MMA.

كما يؤدي تحيز المحاسبة العقلية إلى: (Pompian, 2012)

- إهمال فرص تقليل المخاطر التي تتم من خلال التجميع بين أصول ذات ارتباطات منخفضة، فقد تنشأ استثمارات غير فعالة بسبب مراكز متعارضة في الطبقات، مما يؤدي إلى أداء المحفظة دون المستوى الأمثل.
- التمييز بشكل غير عقلاني بين العوائد المستمدة من الدخل والمستمدة من زيادة رأس المال، وبالرغم من أن أغلب الناس يشعرون بالحاجة إلى الحفاظ على زيادة رأس المال، إلا أنهم يركزون على فكرة إنفاق الدخل الذي يولده رأس المال، لذلك العديد من مؤسسات القروض تطارد مصادر الدخل مثل شراء سندات عالية العائد أو غير المرغوب فيها والتي تدفع أرباحاً عالية، ولكنها يمكن أن تعاني من خسارة كبيرة في رأس المال إذا واجهت المؤسسة المصدرة للسندات صعوبات مالية، مما يؤدي إلى تآكل رأس المال.

1-3- تحيز التمثيل Representativeness bias: قدّمه Kahneman & Tversky 1972 والذي

يعني الميل إلى مدى احتمالية حدوث شيء ما بالإشارة إلى مدى قرابه من التشابه مع شيء آخر، ويعود ذلك لثلاثة أسباب: الحفاظ على الموارد المعرفية المحدودة مقارنةً بضرورة اتخاذ مجموعة كبيرة من القرارات بشكل يومي، اعتياد المستثمرين على استخدام الفئات والنماذج الأولية لاتخاذ القرارات، والمبالغة في تقدير مدى التشابه. كما يساعد هذا التحيز على السرعة في اتخاذ القرارات، إلا أنها قد تكون قرارات خاطئة. (Zhang, 2022)

ويؤدي هذا التحيز إلى تضليل المستثمرين من خلال: (Chandra, 2016)

- الاعتقاد بأن نمو الأرباح في الماضي قد يمثل معدل نمو مرتفع في المستقبل، وعدم إدراك وجود قدر كبير من العشوائية في معدلات نمو الأرباح.
- التسرع في اكتشاف الأنماط الموجودة في البيانات التي هي في الواقع عشوائية.
- الانجذاب إلى صناديق الاستثمار المشتركة التي تتمتع بسجل جيد معتقدين أنها ذات أداء جيد، في حين أنه حتى المديرين غير الماهرين يمكنهم كسب عوائد عالية عن طريق الصدفة.
- الإفراط في التفاؤل بشأن المؤسسات والاستثمارات الرابحة مسبقاً، والإفراط في التشاؤم بشأن الخاسرة مسبقاً.
- افتراض أن المؤسسات الجيدة تمتلك أسهماً جيدة على الرغم من أنه قد يكون على العكس من ذلك فقد تكون أسهم الشركات ذات السمعة الجيدة مقومة بأكثر من قيمتها.

ويوجد نوعان من المغالطة ذات الصلة في تحيز التمثيل وهما: مغالطة المقامر المعروفة بمغالطة مونت كارلو وهي الفهم الخاطئ لاحتمال الذي يعتقد فيه الشخص أن حدثاً عشوائياً معيناً أقل احتمالاً أن يحدث بعد سلسلة من الأحداث، ومغالطة اليد الساخنة والتي تعني أن المستثمرين في الأسواق يستنبطون الاتجاهات في التنبؤ بحركة الأسعار (السعيد، 2022).

4-1- تحيز الرسو Anchoring bias: هو الميل إلى التمسك باعتقاد ما ثم تطبيقه كنقطة مرجعية ذاتية لإصدار أحكام مستقبلية (Ricciardi and Baker, 2014). حيث يبدأ الأشخاص بقيمة أولية ربما تكون اعتباطية عند تكوين التقديرات ثم يبتعدون عنها. ويتأثر الأشخاص عادةً بحركات الأسعار التاريخية للأسهم مما يعني أن الحركات الماضية هي بمثابة مرتكز لتوقعاتهم (Whitfield, 2013). وهناك تفسيران للرسو: (Chandra, 2016)

- عدم اليقين المتعلق بالقيمة الحقيقية مما يجعل متخذ القرار يقوم بتعديل إجابته بعيداً عن قيمة الرسو حتى يدخل في نطاق معقول، وعندما يكون عدم اليقين أكبر يكون النطاق أوسع، وبالتالي لن يكون التعديل كافياً للتعامل مع هذا الغموض.

- الكسل المعرفي: بما أن الابتعاد عن الرسو يتطلب جهداً، ولأن الناس كسالى معرفياً فيميلون إلى التوقف عند المعلومات السابقة.

يختلف الرسو عن التمثيل بإهمال التمثيل للمعدل الأساسي وحجم العينة بينما يؤدي الرسو إلى تأثر الناس بشكل مفرط بمعلومات العينة أو معدل الحالات.

5-1- تحيز التوافر Availability bias: وفقاً لـ Kahneman & Tversky عام 1974 فإن تحيز التوافر هو أن يقوم صانع القرار بتكرار الفئة أو احتمال وقوع حدث ما من خلال السهولة التي تتبادر بها الأحداث إلى الأذهان، وإن الأحداث الشائعة تتبادر إلى الذهن بشكل أسهل من الأحداث النادرة مما يؤدي إلى الضلال، كأن يكون اختيار الأسهم متأثراً بالصحف أو بأبحاث السماسرة، بالتالي إنه جانب أساسي لكيفية اتخاذ القرارات بسبب الميل لاستخدام المعلومات التي يمكن استرجاعها بسهولة إلى الذاكرة، ولذلك يتحمل المستثمرون المزيد من المخاطر بعد الريح والقليل من المخاطر بعد الخسارة. (Wang, 2023).

يوجد أربعة فئات لتحيز التوافر وهي: (Pompian, 2006)

1. إمكانية الاسترجاع Retrievability: أي أن الأفكار التي يتم استرجاعها بسهولة هي الأكثر مصداقية، على الرغم من أن هذا ليس هو الحال بالضرورة.

2. التصنيف Categorization: أي تصنيف واستدعاء المعلومات التي تتطابق مع مرجع معين.

3. نطاق ضيق من الخبرة Narrow of experience: يحصل هذا بسبب امتلاك الشخص إطاراً مرجعياً مقيداً يستند إليه في اتخاذ قراراته.

4. الصدى/ الرنين Resonance: مدى تكرار بعض المواقف المعينة تجاه المواقف الشخصية للأفراد ويمكن أن يؤثر على الحكم واتخاذ القرار.

للمحماية من تأثيرات تحيز التوافر يجب اتباع استراتيجية معينة، كعدم الاضطرار إلى الاعتماد على المعلومات البارزة، وللقيام بذلك سيحتاج متخذ القرار إلى فهم تاريخ عوائد الأسواق وأنواع الأصول المختلفة على فترات أطول، وتعلم كيفية استخدام مصادر بيانات أوسع من الذاكرة الخاصة (Richards, 2014)

1-6- تحيز الإسناد الذاتي Self-Attribution bias: يشير إلى ميل الأفراد إلى عزو نجاحاتهم إلى جوانب فطرية مثل الموهبة أو البصيرة، بينما عند الفشل يلقون اللوم على التأثيرات الخارجية. وهناك أربعة نتائج رئيسية لتحيز الإسناد الذاتي وهي: (Pompian, 2012)

1. اعتقاد المستثمرين بعد فترة من الاستثمار الناجح أن هذا النجاح بفضل فطنتهم كمستثمرين وليس إلى عوامل خارجة عن سيطرتهم، مما يتبع ذلك تحمل الكثير من المخاطر، حيث يصبح لديهم ثقة عالية في سلوكهم.
2. المبالغة في التداول لاعتقادهم أن الاستثمار الناجح (التداول) يُعزى إلى المهارة مقابل الحظ، مما يشكل خطر على الثروة.
3. استثمارات لا ينبغي القيام بها.
4. الاحتفاظ بمحافظ غير متنوعة خاصةً للذين يعززون نجاح أداء المؤسسة إلى مساهمتهم الخاصة على الرغم من عوامل عديدة أخرى.

يمكن تقسيم هذا التحيز إلى اتجاهين رئيسيين أو تحيزات فرعية: (Iqbal, Hassan & Kayani, 2022)

- التحيز لتعزيز الذات: حيث يمثل المطالبة بدرجة غير عقلانية لأخذ الفضل في نجاحاتهم.
- التحيز لحماية الذات: وهو الإنكار غير العقلاني وغير المبرر للمسؤولية عن الفشل.

1-7- تحيز وهم السيطرة Illusion of control bias: هو غريزة سلوكية قوية تتم من خلال إنشاء روابط غير واقعية في الأوقات المضطربة لمحاولة جعل أنفسنا كما لو أننا نسيطر على الأمور، بينما في الواقع قد لا يكون هذا محققاً. وكلما زاد تحيز وهم السيطرة زادت احتمالية خسارة الأموال، فمثلاً عند اتخاذ قرار الاستثمار بشكل نشط أو سلبي، فالأول يجعلك تشعر بأنه لديك السيطرة ولكن في الواقع قد يعرضك لجميع الطرق الجديدة لخسارة المال. لكنه مفيد أيضاً لناحية إعطاء الراحة النفسية لأن الشعور بعدم السيطرة على حياتنا هو سيء لصحتنا، ويميل الناس إلى إظهار الثقة المفرطة بالتزامن مع وهم السيطرة (Richards, 2014). يؤدي إلى الاستثمار في الاستثمارات التي يعتقدون أنها تحت سيطرتهم وفي الاستثمارات المألوفة لديهم والتي يحبونها، كما يؤدي إلى المشاركة النشطة وبالتالي المزيد من التداول، مما ينعكس سلباً على العوائد على المدى الطويل، وأيضاً ينعكس وجود هذا التحيز سلباً على تنوع المحفظة الاستثمارية. (Iqbal, Hassan & Kayani, 2022)

1-8- تحيز التحفظ Conservation bias: هو الميل إلى التشبث بقوة بوجهة نظر أو توقعات معينة، وبمجرد تحديد الموقف يجد الناس صعوبة في تغيير رأيهم، وإذا حدث ذلك يكون ببطء شديد، ويقللون من ردة فعلهم

تجاه المعلومات الجديدة (Talhartit, Jillali & Kabbouri, 2022). يمكن أن يرتبط بالصعوبة الأساسية في معالجة المعلومات الجديدة بسبب المعاناة من الضغط العقلي الناتج عن تحديث المعتقدات في ضوء البيانات المعقدة، لذلك الخيار السهل هو التمسك باعتقاد مسبق. كأن يشتري مستثمر ما ورقة مالية بناءً على علمه بأن المؤسسة تخطط لإعلان قادم بخصوص منتج جديد ثم أعلنت لاحقاً أنها واجهت مشاكل في طرح المنتج فقد يتمسك بالانطباع الأولي ويفشل باتخاذ إجراء بشأن الإعلان السلبي أو يكون بطيء في البيع (Pompian, 2012). يتعارض تحيز التحفظ مع تحيز التمثيل الذي يؤدي إلى رد فعل المستثمرين تجاه المعلومات الجديدة حيث يبالغون في المكونات الأكثر وضوحاً وغير العادية، ومع ذلك إذا لم تكن هناك صلة تمثيلية فتحيز التحفظ هو السائد مما يؤدي إلى التغاضي عن الأدلة الجديدة والتمسك بوجهات النظر السابقة (Mirzaliyev, 2022).

9-1- تحيز النفور من الغموض Ambiguity aversion bias: أول من أشار إلى تحيز النفور من الغموض هو الاقتصادي Frank Hiknight والذي يعني الميل إلى البدائل ذات الاحتمالات المعروفة بدلاً من البدائل ذات الاحتمالات غير المعروفة، مما يؤدي إلى عدم الاستثمار في استثمارات مجهولة خوفاً من النتائج المالية التي قد تحصل في المستقبل، فيظهر تحيز آخر وهو تحيز الألفة Familiarity bias أي ميل المستثمرين للاستثمار في المؤسسات التي يعملون فيها، ويشعرون أن مؤشرات الأسهم المحلية مألوفة أكثر وأقل غموضاً من الأجنبية، والمؤسسات التي تقرب منهم جغرافياً أقل غموضاً من تلك البعيدة، ومن ثم عدم الاستفادة من فوائد التنوع لتجنب الغموض مما يؤدي إلى تجاهل مبادئ نظرية المحفظة (بن سانية، نعاس، وبن الضب، 2017). كما يوجد جانب مهم لتحيز النفور من الغموض وهو تأثير الكفاءة، أي أن المستثمرين الذين يعتقدون أنهم أكثر مهارة ومعرفة في اتخاذ القرارات المالية، بالتالي عدم إدراكهم للكثير من الغموض في مواقف الاستثمار، ومن ثم يكونون مستعدين للتصرف وفقاً لأحكامهم، فقد يتداولون بشكل متكرر أكثر من الذين يشعرون أنهم أقل كفاءة (Pompian, 2006).

10-1- تحيز التأكيد Confirmation bias: ميل الأشخاص إلى إيجاد معلومات تتفق مع وجهات نظرهم الحالية وتؤكد معتقداتهم، وتجاهل أية معلومات تتعارض معهم، بدلاً من التحليل النقدي والجدلي (Jin, 2023). كما يترددون في بيع خسائرهم لأن ذلك يعني الاعتراف بأنهم ارتكبوا خطأ ما، وهذا يقلل من ثقهم. فمثلاً عندما يضيف مستثمر ما استثماراً إلى محفظته ويكون غير ملائم، يصّر المستثمر على الاحتفاظ به ويبحث بشكل مستمر عن معلومات تؤكد اعتقاده بأن هذا الاستثمار لا يزال ذا قيمة جيدة، كما أنه يؤدي إلى عدم تنويع المحفظة الاستثمارية، بالتالي زيادة التعرض للمخاطر لأنهم يقتنعون بقيمة مؤسسة واحدة وأسهمها ويتجاهلون الأخبار السيئة عنها (Pompian, 2012).

11-1- تحيز الإدراك المتأخر Hindsight bias: وهو يعني رؤية الأشخاص للأحداث الماضية أنها كانت متوقعة ويمكن التنبؤ بها، وخالية من المفاجآت، ومقارنة الأداء بما حدث فعلاً بدلاً مما هو متوقع، بالتالي عدم تطوير معرفته وعدم التعلم من أخطاء الماضي (Banerji, Alam & Kundu, 2022). كما يقلل من تقدير

التقلبات، مما يؤدي إلى سوء الاختيار في المحفظة وسوء إدارة المخاطر. يوجد ثلاثة مستويات منه وهي: الحتمية، تشويه الذاكرة، القدرة على التنبؤ (Sharma and Kumar, 2022). ينتج عن هذا التحيز سلوكيات شائعة تسبب أخطاء في الاستثمار منها: (Pompian, 2006)

- عند ارتفاع قيمة الاستثمار يميل المستثمرون المتحيزون للإدراك المتأخر إلى إعادة كتابة ذكرياتهم الخاصة لتقدير التطورات الإيجابية كما لو كانت قابلة للتنبؤ ومن ثم الإفراط في خوض المجازفة لاعتقادهم بأنهم يتمتعون بقدرات عالية على التنبؤ في حين هذا الأمر مختلف على الأرض الواقع.

- عندما يكون أداؤهم سيئاً يعيدون كتابة التاريخ ويحجبون الذكريات المتعلقة بتوقعاتهم السابقة غير الصحيحة لتخفيف الإحراج، وهذا يمثل خداع الذات الذي يشبه في بعض النواحي التنافر المعرفي مما يمنع المستثمرين من التعلم من أخطائهم.

- لوم مديري الصناديق عندما يكون أداء الصناديق سيئاً لاعتقادهم أن كل تطور في سوق الأوراق المالية لا مفر منه، فكيف يتفاجأ المدير الجدير بالاهتمام بذلك، ولكن في الواقع حتى كبار المديرين الدقيقين في تنفيذ استراتيجياتهم قد لا ينجحون في كل دورات السوق. بينما عندما يكون الأداء جيداً، يقوم المستثمرون بالثناء بشكل غير مبرر لمديري الصناديق متجاهلين احتمالية التوقيت الجيد أو الحظ الجيد.

1-12- تحيز الحداثة Recency bias: هو تحيز يجعل الأشخاص يتذكرون آخر الأحداث والملاحظات. يؤدي إلى أربعة عواقب رئيسية وهي: (Pompian, 2012)

- عدم دقة التوقعات لأنها مبنية على عينات (بيانات) تاريخية صغيرة جداً، كما يؤدي إلى الاستثمار في الأصول في الأوقات الخاطئة، ثم تحقيق الخسائر.

- تجاهل القيمة الأساسية والتركيز على الأداء التصاعدي للأسعار في الفترة الأخيرة، مما يجعلهم متأملين تحقيق الأرباح، الأمر الذي يؤدي إلى المبالغة في قيمة الأصول.

- الاهتمام بمقولة "الأمر مختلف هذه المرة" التي يعتبرها خبراء السوق أنها الأكثر خداعاً.

- الانبهار بقيمة أصول معينة وتركيز ممتلكاتهم وفقاً لذلك، متجاهلين تخصيص الأصول بشكل مناسب.

1-13- تحيز التأطير Framing bias: هو تحيز معالجة المعلومات حيث يتخذ المستثمر القرار بناءً على

طرح الخيارات بطريقة إيجابية أو سلبية (التأطير)، فالطريقة الإيجابية تجعل المستثمر يرى الفرص والأرباح المحتملة ويسعى للمخاطر، بينما في حال كانت الطريقة سلبية تولّد لدى المستثمر القلق وعدم اليقين فيتجنب المخاطرة.

فمثلاً لدى المستثمر خيارين: إما الاستثمار في المحفظة أ أو ب المتطابقتان في المخاطر والعوائد المتوقعة، لكن قيل له أن المحفظة أ توفر فرصة لتحقيق أهدافه باحتمال 70% والمحفظة ب توفر فرصة للفشل في تحقيق أهدافه

بنسبة 30%، فمن المتوقع أنه سيختار المحفظة أ بسبب طريقة السؤال الإيجابية. بالتالي يؤدي هذا التحيز إلى:

(Rizani, Rasyed, Budiarti & Sulistyawati, 2023)

• التأثير في رغبة الناس أو عدم رغبتهم في الاستثمار من خلال الطريقة المتفائلة أو المتشائمة التي تُصاغ بها توصية الاستثمار أو تخصيص الأصول.

• التأثير بمدى قبول المخاطرة وفقاً لطريقة صياغة الأسئلة.

• اختيار الاستثمارات دون المستوى الأمثل، استناداً إلى الطريقة التي قُدمت بها المعلومات، ولو حُدِّت مستويات المخاطر بشكل صحيح.

لكن وفقاً لنظرية المحفظة الحديثة، لا يمكن تقييم استثمار بمعزل عن الآخر، بل يجب أخذ المحفظة بأكملها بالحسبان. ومع ذلك هناك مستثمرون يقومون بتخصيص الأصول أو استثمار معين للتقييم من خلال إطار ضيق، مما يؤدي إلى تحقيق خسائر، لذلك يجب النظر إلى إطار أوسع أي تقييم كامل المحفظة.

14-1- تحيز التنافر المعرفي Cognitive dissonance bias: هي ظاهرة نفسية تحدث عندما تتعارض المعلومات المكتسبة حديثاً مع الفهم الموجود مسبقاً، مما يؤدي إلى معاناة الأشخاص من عدم الراحة العقلية، حيث عندما تتقاطع الإدراكات المتناقضة (المواقف، العواطف، المعتقدات، والقيم) يحدث لدى الأشخاص حالة من عدم التوازن، مما يجعلهم يحاولون تجنب المواقف المتناقضة، وتجاهل المعلومات ذات الصلة لتجنب الصراع النفسي. فمثلاً عند الاستثمار في أسهم مؤسسة ما ومن ثم انخفاض قيمتها بشكل مستمر، يتجنبون بيعها بالرغم من تحقيق الخسائر، ويلقون اللوم على سوء الحظ بدلاً من التعلم من أخطائهم، وأيضاً لتجنب الألم العقلي المرتبط باتخاذهم قراراً سيئاً. (Lekovic, 2020)

2- التحيزات العاطفية Emotional biases: هي التحيزات التي تنشأ من الدافع، المشاعر، الحدس أو التفكير المتهور، وتصحيحها أصعب من تصحيح الأخطاء الإدراكية (Mushahid and Yadav, 2016). وتشمل التحيزات التالية:

2-1- تحيز الهبة/الوقف Endowment bias: قدّمه Richard Thaler عام 1980، الذي يعني ميل المستثمرين إلى إعطاء الأصل قيمة مضافة، وتقديره أكثر عندما يمتلكون حقوق ملكية فيه. يؤثر أيضاً في اتخاذ القرارات الاستثمارية المتعلقة بالمحفظة الاستثمارية، حيث يؤدي إلى الاحتفاظ بالمحافظ الحالية وتقييم الأصول فيها بنسب أعلى من قيمتها السوقية، والتردد في البيع نتيجة الارتباط العاطفي بتلك المحافظ، ولاعتقادهم بأدائها الجيد في الماضي، مما قد يؤدي إلى الاحتفاظ في سهم معين لتحقيقه عوائد كبيرة مسبقاً، ومن ثم ضعف تنويع المحفظة الاستثمارية. (Guo, 2024)

2-2- تحيز السيطرة على الذات Self-control bias: هو تحيز يفشل فيه الأشخاص في التصرف لتحقيق أهدافهم طويلة الأجل بسبب افتقارهم إلى القدرة في السيطرة على الذات مما يجعلهم يفضلون استهلاك اليوم على المدخرات المستقبلية، حيث هناك تعارض بين الرضا على المدى القصير وتحقيق الأهداف على المدى الطويل (غالمي وبوجورفة، 2021). يؤدي هذا التحيز إلى مجموعة من السلوكيات وهي: (Pompian, 2012)

• المزيد من الإنفاق في الوقت الحالي على حساب الادخار للمستقبل، بالتالي الفشل في الاستثمار الصحيح في الأوراق المالية.

• قبول المخاطر في المحافظ الاستثمارية لتوليد عوائد مرتفعة، ومحاولة تعويض المدخرات غير الكافية، مما يشكل خطراً على رأس المال.

• مشاكل في تخصيص الأصول، فقد يُفضل البعض الأصول المدرة للدخل لتبنيهم فكرة الإنفاق اليوم، مما يمنع المحفظة من مواكبة التضخم، بينما يفضل مستثمرون آخرون فئات أصول مختلفة، مثل الأسهم على السندات لميلهم للمخاطرة وعدم قدرتهم على التحكم في سلوكهم.

2-3- تحيز التفاؤل Optimism bias: ظهر لأول مرة من قبل Weinstien عام 1980 ويعني اعتقاد المستثمرين أن الأحداث السيئة لن تحدث لهم فهي تؤدي الآخرين فقط، مما قد يلحق الضرر بالمحافظ الاستثمارية لعدم اعترافهم باحتمالية حدوث عواقب سلبية في استثماراتهم (هادي وفارس، 2018). فقد يعتقد المستثمر أنه قادر على اختيار أوراق مالية تقلل من احتمال وقوع الخسائر في محفظته أكثر مما هو في الواقع، مما يؤدي إلى عدم تحليل الاستثمارات بشكل جيد وتجاهل المعلومات السلبية أو التقليل من أهميتها، فعندما تُنشر أخبار سلبية عن مؤسسة ما، وكان المستثمر لديه استثماراً في هذه المؤسسة يتصف بتحيز التفاؤل فسوف يبقى متمسكاً باعتقاده أنها تمثل استثماراً جيداً، كما أن المستثمر المتفائل يعطي قيمة للأسهم أعلى بكثير من المستثمر المتشائم، ولكن الذين يشترون الأسهم التي يرتفع سعرها بسبب التفاؤل سوف يخسرون عندما ينحسر التفاؤل وكان هذا واضحاً في فقاعة الدوت كوم التي انفجرت عام 2000 (Whitfield, 2013). كما يؤدي إلى مجموعة من السلوكيات وهي: (Pompian, 2006)

• التركيز على أسهم مؤسسة معينة لاعتقادهم أن المؤسسات الأخرى أكثر قابلية لتعرضها لفترات الركود، والشعور بالراحة والتفاؤل تجاه أسهم أصحاب العمل والاستثمار فيه أقل خطورة من غيره.

• الاعتقاد بحصولهم على عوائد تشبه عوائد السوق بينما هم بحاجة إلى الحذر من التضخم والرسوم والضرائب وغيرها.

• قراءة الكثير من التوقعات "الوردية" مثل تقديرات أرباح المحللين أو أبحاثهم الخاصة التي أجروها، كما يفضلون الحصول على أخبار جيدة حول السوق أو استثماراتهم.

• الاستثمار بالقرب من منطقتهم الجغرافية لتفاؤلهم بأفائها.

2-4- تحيز الوضع الراهن Status quo bias: صاغه Samuelson and Zeckhauser حيث يشير إلى ميل المستثمرين إلى الحفاظ على حالتهم الحالية واختيار نفس الخيار ولو لم يكن الأمثل، وله تأثير على عملية صنع القرار، ويعاني منه الأشخاص الذين يتمتعون بخبرة أكبر لأنها تتحكم في أفكارهم، وهو نتيجة لميل الناس إلى تجنب الخسارة وعدم اليقين (Sharma and Kumar, 2022). يكشف هذا التحيز عن عيوب "استراتيجية

الشراء والاحتفاظ" البسيطة بالنسبة للمستثمرين على المدى الطويل، ولمقاومة هذا التحيز يجب عليهم اتباع استراتيجية منضبطة تقوم على نهج المحفظة الاستثمارية، كأن يطابقوا مستوى تحملهم للمخاطر مع تخصيص أصول محدد مسبقاً، قد تشمل استراتيجية توزيع الأصول هذه مجموعة متنوعة من صناديق الاستثمار المشتركة بما في ذلك الأسهم والسندات والعقارات على الصعيدين الوطني والدولي. كما يمكن التغلب على هذا التحيز من خلال إعادة التوازن للمحفظة كل سنة على الأقل، وباستخدام استراتيجية توزيع الأصول النشط عمل المستثمرون على تحويل الاستثمار في الأصول الخطرة (الأسهم) خلال الأسواق الصاعدة إلى الأصول الأكثر أماناً (السندات)، بينما أثناء الأسواق الهابطة يفعلون العكس، وعلى الرغم من أن هذه الاستراتيجية توفر مكاسب أقل صعوداً خلال صعود الأسواق إلا أنها تقلل من مخاطر هبوط الأسواق (Ricciardi and Baker, 2014)

2-5- تحيز النفور من الخسارة Loss aversion bias: توصّل إليه Kahneman & Tversky عام 1979 في نظرية الاحتمال، يحدث عندما يميل المستثمر بقوة إلى تفضيل تجنب الخسائر بدلاً من تحقيق المكاسب، حيث يؤدي إلى الاحتفاظ بمحافظ ذات مخاطر أعلى مما هو مقبول بسبب بيع الاستثمارات الربحية والاحتفاظ بالخسارة، فتجنب الخسارة في سوق الأوراق المالية يعني تجنب بيع السهم بينما يخسرون المال عليه، بالتالي الاحتفاظ بالاستثمارات الخسارة لفترة أطول بدلاً من الاستثمارات الربحية على أمل ارتفاع سعر السهم إلى سعر الشراء ولو كان هذا الاحتمال ضعيفاً أو معدوماً، وبسبب الرغبة في تحقيق الأرباح، يبيع المستثمر الأسهم الربحية لمجرد ارتفاع سعرها خوفاً من انخفاض سعرها لاحقاً وتحقيق الخسارة، مما يخسر فرصة تحقيق المزيد من المكاسب، ويسمى هذا أثر التصرف (Cui, Abu Baker & Baker, 2025). كما أن درجة النفور من الخسارة تعتمد على نتائج استثماراته السابقة، فإذا كانت مكاسب يكون نفوره من الخسارة ضعيفاً أما إذا كانت خسائر، يزداد لديهم هذا النفور (Arciola, 2022)، بالتالي يؤدي هذا التحيز إلى السلوكيات التالية: (Pompian, 2006)

- الاحتفاظ بالاستثمارات الخسارة لفترة طويلة، وهذا ما يسمى حالة التعادل على أمل أن يستعيدوا ما فقدوه ولكن هذا يؤدي إلى انخفاض عوائد المحفظة.
- بيع الأسهم الربحية في وقت مبكر خوفاً من حدوث الخسارة، مما يحد من الحصول على المزيد من المكاسب وتحسين المحفظة. كما يؤدي إلى زيادة التداول الذي يؤدي إلى انخفاض العوائد.
- تحمل المزيد من المخاطر في محافظهم مما لو قاموا بإلغاء الاستثمار الخاسر والانتقال إلى استثمار أفضل.
- الاحتفاظ بمحافظ غير متوازنة، حيث عند انخفاض قيمة العديد من المراكز ورفض المستثمر البيع، سيحدث خلل في التوازن، عدم إعادة التوازن بشكل صحيح يؤدي إلى عوائد دون المستوى الأمثل لأن التخصيص لا يتناسب مع الأهداف طويلة المدى للعميل.

2-6- تحيز النفور من الندم Regret aversion bias: يعني ميل المستثمرين إلى تجنب اتخاذ القرارات التي تؤدي إلى اتخاذ إجراءات بسبب خوفهم من سوء هذا القرار، لذلك يحاولون تجنب ألم الندم المرتبط بالقرارات

السيئة، مما قد يؤدي إلى الاحتفاظ بالمواقف لفترة طويلة جداً، وعدم بيع الاستثمارات الرباحة خوفاً من ازدياد قيمة الورقة المالية، وبالتالي سيندمون على بيعه، كما أنه يؤدي للبقاء خارج سوق الأوراق المالية عندما يحين الوقت المناسب للاستثمار، ولكن الخوف من الوصول إلى أعلى المستويات يحد من الدخول في استثمارات جديدة (Pompian, 2012). ويؤدي أيضاً إلى خلق استراتيجية استثمار ضريبية غير فعالة، حيث يمكنهم تقليل دخلهم الخاضع للضريبة من خلال تحقيق خسائر رأسمالية.

تدور نظرية الندم حول رد الفعل العاطفي للناس عند ارتكاب خطأ في الحكم، حيث يتجنب المستثمرون بيع الاستثمارات الخاسرة لتجنب الندم على القيام باستثمار سيء والاعتراف بالخسارة، كما يؤدي إلى سلوك القطيع واتباع الحشود عند انخفاض أسعار الأسهم، بالتالي تخفيف الشعور بالندم بأن كل شخص آخر يمتلكها (Vaid and Chaudhry, 2022)

يوجد نوعان من الأخطاء التي تؤدي إلى الندم وهي: (Pompian, 2006)

1. أخطاء الارتكاب Errors of commission: أي تعرض المستثمر للخسارة والندم على قراره بالاستثمار.
 2. أخطاء الإغفال Errors of omission: ضياع فرصة الاستثمار في استثمار ارتفعت قيمته فيما بعد فيندم على فشله بعدم كسب الأرباح.
- لكن الندم في الحالة الأولى أشد لأنهم يفضلون تجنب الخسائر أكثر من كسب المال، كما هو الحال في النفور من الخسارة.

2-7- تحيز الألفة Familiarity bias: لم يُذكر كتحيز مستقل ضمن تصنيف 2006 Pompian، حيث ينتج عن تحيزات عدة إما عاطفية أو إدراكية، إلا أن 2006 Pompian أشار إلى أن تحيز التفاؤل (تحيز عاطفي) يؤدي إلى التحيز المحلي، بسبب التفاؤل بمنطقتهم الجغرافية التي يألفونها. والتحيز المحلي هو أكثر أنواع تحيز الألفة دراسةً (Zhu, Qi & Jin, 2023)، وينشأ عن الاختلاف في المعلومات لصالح الأسهم المحلية مقابل الأسهم الأجنبية، ويؤدي إلى اتخاذ القرار بناءً على مدى معرفته في الاستثمار، ويتجلى في التحيز للاستثمار في الأسهم المألوفة لديهم (Abdelkader & Belkacem, 2026). كما أن 2012 Pompian صنّف "تحيز الانتماء أو الألفة Affinity bias" ضمن التحيزات العاطفية. بالإضافة إلى أن نظرية المحفظة السلوكية أشارت إلى تركيز المحافظ الاستثمارية في استثمارات الوطن الأم بسبب الرغبة في الحصول على الفوائد التعبيرية والعاطفية للألفة في "التحيز للوطن" (Statman, 2019). لذلك سيصنّف في هذه الدراسة على أنه تحيز عاطفي.

2-8- تحيز سلوك القطيع Herding bias: يعني ميل المستثمرين إلى اتباع وتقليد سلوكيات وتصرفات الحشد عند اتخاذ القرارات المالية، وعندما يتفاعل جميع المستثمرين بسرعة مع حدث ما وفي وقت واحد بسبب عقلية القطيع يؤدي ذلك إلى تقلبات شديدة في الأسهم (Reddy, Santosh, Ananda & Desai, 2026). كما أن هذا التحيز يظهر لدى المستثمرين الذين لديهم ثقة منخفضة في النفس، وأيضاً المعرفة بالآخرين الذين

يستثمرون في ورقة مالية معينة تؤثر في قرارهم وتغيره من عدم الاستثمار إلى الاستثمار في أصل معين (Zhang, 2025). يوجد نوع آخر من سلوك القطيع، وهو سلوك القطيع العقلاني، حيث عندما يتبع المستثمر سلوك القطيع يستخدم المعلومات الاجتماعية بموضوعية، فعندما يريد شراء سهم ما لا يعتمد على حجم التداول المرتفع فقط بل أيضاً على قيمة السهم الأساسية وجدارته (Ali, Amir & Shamsi, 2021). وقد يحدث نتيجةً لثلاثة دوافع: (Arciola, 2022)

1. نقص المعلومات Imperfect information: حيث يقرر المستثمر اتباع بشكل عقلائي من يظنهم أكثر علماً منه. (Sibarani & Suparno, 2024)
 2. سلوك القطيع القائم على السمعة Reputation-based herding: ويعني أنه إذا كان مدير الاستثمار غير متأكد من مدى قدرته على اختيار الأسهم المناسبة، فيتبع محترفي الاستثمار الآخرين ويخفف من عدم اليقين (Arciola, 2022).
 3. سلوك القطيع القائم على التعويضات Compensation-based herding: ينشأ عندما يعتمد المدير على أداء الآخرين كمعيار، فإذا حقق هذا المعيار أداءً جيداً في الفترة الأخيرة، فسوف يتم تقليد استراتيجياتهم، حيث يوجد حافز للأداء على قدم المساواة نسبياً مع المستثمرين الآخرين (Arciola, 2022).
- وخير مثال على ذلك فقاعة Bitcoin، فعندما بدأت العملة المشفرة تكتسب شعبية، بدأ عدد متزايد من الأشخاص في الاستثمار فيها دون خبرة أو معرفة في هذا المجال، حيث كانوا يفعلون ذلك لأن الجميع كان يستثمر فيها (Lebdaoui, Chetoui and Ghechi, 2021). وينتج من سلوكيات متعددة مثل النفور من الندم وتحيز التناظر المعرفي والتفاؤل والتشاؤم.

خاتمة Conclusion:

كانت الظواهر والحالات الشاذة صعبة التفسير الدافع وراء ظهور المالية السلوكية، بالاستناد إلى الأساسيات في نظريات المالية التقليدية، ومن ثم نقدها وتطويرها لتصبح أكثر ملاءمةً للواقع، فلا يمكن إنكار قوة هذه النظريات وهيمنتها على الكثير من الأبحاث المالية لعقود من الزمن، لكن هذا لا يعني عدم التشكيك بمدى صحتها وانتقادها خاصةً مع وجود حالات تتطلب التفسير ولم تستطع تفسيرها. كما لاحظنا بأن التحيزات السلوكية المنبثقة عن نظريات المالية السلوكية تؤثر في اتخاذ القرارات بشكل أساسي ولاسيما فيما يخص قرار تشكيل المحفظة الاستثمارية وتنويعها، لذلك ولأهمية هذا الموضوع ودوره في الشركات والمؤسسات سيكون هذا محور حديثنا في المبحث الثاني.

المبحث الثاني: تنويع المحفظة الاستثمارية diversification of portfolio

مقدمة: Introduction

تلعب المحفظة دوراً مهماً في عالم الاستثمار، خاصةً في المؤسسات المالية التي تلعب دوراً حيوياً في الاقتصاد من خلال تعزيز الكفاءة المالية ودعم النمو الاقتصادي، حيث تقوم على فكرة استثمار الأموال لتوليد العوائد على المدى الطويل لضمان استمرارها وتوفير استقرارها المالي. ولا تتم عملية الاستثمار بشكل عشوائي بل لابد من إدارتها بأساليب واستراتيجيات جيدة ومتناسبة، مما ينعكس على تحقيق العوائد بالتزامن مع مستوى مقبول من المخاطر بالنسبة للمؤسسة. بهذا الصدد يتناول هذا المبحث المحفظة الاستثمارية وكيفية إدارتها وخاصةً قرار التنويع، الذي يعد استراتيجية مالية تهدف إلى تقليل المخاطر وزيادة العوائد المحتملة بالاستناد إلى الفرضية الأساسية التي تقول عدم وضع البيض في سلة واحدة.

أولاً: مفهوم تنويع المحفظة الاستثمارية: Concept of diversification of portfolio

يشير مفهوم المحفظة الاستثمارية **Portfolio** إلى أنها أداة مركبة من الأدوات الاستثمارية التي تتكون من استثمارين أو أكثر، حيث يتم تصميمها بكفاءة لتوليد أكبر قدر من العوائد وأقل قدر من المخاطر (Saputra & Aqsari, 2025)، بإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، فإما يكون هو مالکها أو يكون معيناً من قبل مالکها، والذي يتمتع بصلاحيات متنوعة وفقاً لشروط العقد بينه وبين مالکها، بشرط أن يكون الهدف من حيازتها هو تنمية القيمة السوقية لها من خلال التوظيف الأمثل لموجوداتها. (ميكائيل والمحمود، 2022).

كما يشير تنويع المحفظة الاستثمارية **diversification of portfolio** إلى تشكيل محفظة استثمارية مكونة من استثمارات موزعة عبر فئات أصول متعددة لا ترتبط ارتباطاً وثيقاً ببعضها البعض، مما يؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطر والعوائد، بالتالي تقليل تأثير تقلبات السوق على تلك العوائد على المدى الطويل، مما ينعكس على تقليل المخاطر الإجمالية للمحفظة، حيث يمكن أن يشمل تنويع المحفظة: الاستثمار في الأسهم (تنويع جهة الإصدار)، السندات، العقارات، السلع وفئات الأصول الأخرى، بالإضافة إلى استخدام أدوات استثمارية مثل صناديق الاستثمار المشتركة وصناديق الاستثمار المتداولة (Adhimbo, Melly and Mwanza, 2023)؛ تنويع حسب تواريخ الاستحقاق؛ تنويع على مستوى خطوط الأعمال/ نوعية العملاء من أفراد، مؤسسات صغيرة، متوسطة، ومؤسسات كبيرة (صقر وعلي، 2021)؛ تنويع جغرافي؛ وتنويع حسب القطاعات (Yaman & Tuncel, 2025). يسمح هذا التنويع بامتصاص الصدمات أثناء فترات الركود في السوق والاستفادة من فرص النمو في قطاعات مختلفة وتوفير الاستقرار خلال الأوقات المتقلبة عن طريق موازنة المخاطر (Adhimbo, Melly and Mwanza, 2023).

بينما يستخدم مصطلح **تركز المحفظة الاستثمارية Concentration of portfolio**: عند الإشارة إلى مقاييس المحفظة القائمة على الوزن النسبي للأصول المختلفة داخل المحفظة أي نسبة التركيز فيها، بينما مصطلح التنوع يستخدم عادةً في بيئة المخاطر، ولكن ببساطة التركيز هو عكس التنوع (Flint, Seymour & Chikurunhe 2020).

ثانياً: عملاء الاستثمار: Investment clients

يتم التعاقد مع مديري المحافظ من قبل مجموعة واسعة من عملاء الاستثمار الذين يختلفون تبعاً لخصائصهم واحتياجاتهم المميزة، كالتمييز بين المستثمرين الأفراد والمستثمرين المؤسسيين.

1-2 المستثمرون الأفراد: Individual investors

لديهم مجموعة متنوعة من الأهداف للاستثمار وبناء المحافظ، فقد يكون الهدف قصير الأجل مثل توفير تعليم الأطفال أو الادخار لشراء منزل أو سيارة، أو بدء عمل تجاري. وقد يكون بهدف التقاعد حيث يعتبر توفير دخل في التقاعد جزءاً رئيسياً من التخطيط الاستثماري لمعظم الأفراد. كما يستثمر بعض الأفراد من أجل النمو مما يجعلهم يبحثون عن أصول لديها القدرة على تحقيق مكاسب رأسمالية. كل ذلك يعتمد على ظروفهم المالية مثل آفاق عملهم وما إذا كانوا يمتلكون مسكنهم الخاص أم لا. (McMillan, Pinto, Pirie and Venter, 2011).

2-2 المستثمرون المؤسسيون: Institutional investors

هم مؤسسات أو كيانات مالية قانونية، اكتسبت أهمية كبيرة في كثير من حالات هيمنة الأسواق المالية في مختلف أنحاء العالم، تمثل مجموعات ضخمة من الأموال، فهم وسطاء ماليين بين الأفراد وأسواق الاستثمار. تحيط التطورات في نظرية المحفظة وضغوط الأداء وأدوات الاستثمار الجديدة بمدير المحفظة المؤسسي، كل ذلك يختبر ويعزز مهارات المدير. ومن هؤلاء المستثمرون المؤسسيون: صناديق التقاعد، المؤسسات الخيرية، شركات التأمين، المصارف، شركات الاستثمار. (McMillan, Pinto, Pirie and Venter, 2011).

بما أن هذه الدراسة عن السوق السورية يقتصر حديثنا عما هو مدرج في هذه السوق من مؤسسات مالية، أي شركات التأمين والمصارف.

1-2-2 محفظة الاستثمار الخاصة بشركة التأمين Insurance companies' portfolio: تقوم شركات

التأمين باستثمار الأقساط التأمينية من خلال شراء الأوراق المالية من مؤسسات مختلفة مدرجة في أسواق الأوراق المالية، بالإضافة إلى تقديم قروض للأفراد لشراء العقارات مقابل رهنها لشركات التأمين. (صقر وعلي، 2021)

2-2-2 محفظة الاستثمار الخاصة بالمصارف Banks' portfolio: تتكون محفظة المصارف من:

• **استثمارات في القروض Investment in loans:** التي تعد المصدر الرئيسي للإيرادات ومن أهم استثمارات العمل المصرفي لارتفاع معدل العائد المتولد عنها. يمكن التوزيع فيها من خلال تصنيفها حسب تواريخ الاستحقاق إلى قروض قصيرة، متوسطة، وطويلة الأجل بفوائد تدفع مقدماً أو بنهاية تاريخ الاستحقاق، كما تصنف تبعاً للضمان (مضمونة أو غير مضمونة)، وحسب نوعية العملاء أيضاً أي مؤسسات متنوعة أو مستهلكين أفراد، ويمكن تصنيفها تبعاً لنوعية النشاط الذي يمارسه المقرض مثل قروض منشآت الأعمال، قروض تمويل التجارة الخارجية، قروض السماسرة والمتعاملين في الأوراق المالية، قروض المؤسسات المالية، قروض المصارف التجارية، القروض الزراعية، القروض العقارية، قروض المستهلكين. وبذلك يمكن تشكيل محفظة متنوعة من القروض وعدم حصرها بعدد معين من العملاء أو تواريخ استحقاقات موحدة أو مؤسسات تمارس نفس النشاط. ومن أهداف المصرف في إدارة محفظة القروض ما يلي: (صقر وعلي، 2021)

- 1- سيولة المحفظة: من الاستثمار في القروض قصيرة الأجل.
 - 2- تجنب الإفلاس: من خلال الاختلاف في طبيعة القروض الموزعة على قطاعات متعددة وبمناطق جغرافية متنوعة وبتواريخ استحقاق مختلفة.
 - 3- الحفاظ على علاقة جيدة مع كبار المودعين: من خلال إعطائهم الأولوية في الإقراض وتقديم المشورات لهم.
- **استثمارات في الأوراق المالية Securities investments:** تلعب محفظة الأوراق المالية دوراً مهماً في تحقيق أهداف الأداء المالي، وتتضمن الاستثمار في الأسهم (عادية أو ممتازة) والسندات (عامة أو خاصة، ذات عائد ثابت أو متغير، قابلة للتحويل أو غير قابلة للتحويل، دائمة أو ذات تواريخ استحقاق محددة، مضمونة أو غير مضمونة، سندات اسمية أو لحاملها أو قابلة للاستدعاء) (Maginn, Tuttle, McLeavey and Pinto, 2007). حيث تتضمن أهداف المصارف من إدارة محافظ الأوراق المالية ما يلي:

- 1- إدارة مخاطر أسعار الفائدة الإجمالية: بما أن الأوراق المالية التي تحتفظ فيها المصارف هي أدوات مالية قابلة للتداول في الأسواق ويمكن شراؤها وبيعها بسرعة، لذلك تعد آلية التعديل الطبيعية لمخاطر أسعار الفائدة، حيث يجب على المستثمرين التكيف مع ظروف السوق وتطبيق استراتيجيات مناسبة لمواجهة التحديات، على سبيل المثال، إذا كانت مدة استحقاق الأوراق المالية أعلى من المستوى المرغوب فيه، يمكن للمصرف تقصيرها عن طريق بيع الأوراق المالية طويلة الأجل وشراء الأوراق المالية قصيرة الأجل، وعندما تكون أسعار الفائدة منخفضة فتكون السندات أكثر جاذبية من الأسهم لتوفيرها دخل ثابت، بينما عند ارتفاع أسعار الفائدة فالأسهم هي الأفضل (Azis, 2025)

2- إدارة السيولة: حيث تستخدم محافظ الأوراق المالية لضمان توفر النقد الكافي لها، وذلك أيضاً بسبب قابليتها للتداول، وتحويلها إلى نقد بأقل خسارة ممكنة (وادي والجياشي، 2025)، كما أن استخدام السندات قصيرة الأجل خلال الأسواق المتقلبة يحافظ على السيولة (Azis, 2025).

3- توليد الدخل: تركز المحافظ قصيرة الأجل على الاستقرار والحفاظ على رأس المال من التقلبات في الأسواق، حيث أن بعض الأصول مثل أنواع عدة من السندات تولّد مدفوعات فائدة ثابتة، وتواريخ استحقاق محددة مسبقاً مما يوفر تدفقات نقدية ثابتة، كما أن المحافظ طويلة الأجل تساهم في نمو رأس المال وتعظيم العوائد (Azis, 2025).

4- إدارة مخاطر الائتمان: كثيراً ما تتحمل المصارف مخاطر ائتمانية كبيرة في محافظ قروضها، لاسيما عندما لا تكون محفظة القروض متنوعة بشكل كافٍ، ومن خلال تحمل مخاطر ائتمانية ضئيلة في محافظ الأوراق المالية الخاصة بها تتم موازنة تلك المخاطر (وادي والجياشي، 2025).

• **الاستثمار في الودائع Investment in deposits:** حيث تقوم المؤسسة المالية في إيداع الأموال لدى مؤسسة مالية أخرى.

ثالثاً: إدارة المحفظة الاستثمارية: portfolio management

لإدارة المحفظة الاستثمارية بشكل جيد، لا بد من معرفة مفهوم إدارة المحفظة، ماذا تتطلب؟ ماهي خطواتها، أنواعها واستراتيجياتها؟ ومن ثمّ بناؤها.

1-3 تعريف إدارة المحفظة الاستثمارية: Definition of portfolio management

هي عملية ديناميكية ونظام مستمر لتقييم مدى النجاح في تحقيق أهداف المستثمرين وتفضيلاتهم، وحل القيود المحددة بموجب هذه المعلومات من خلال مراقبة المحفظة. حيث يحاول مدير المحفظة تحقيق العائد المتوقع لصاحب المحفظة أو المستثمر مع التنويع اللازم عند مستوى مخاطر مقبول، والهدف من ذلك هو تقليل المخاطر (Akkaya, 2021).

2-3 متطلبات إدارة المحفظة الاستثمارية: portfolio management requirements

تتطلب هذه العملية تحليلاً متسلسلاً عند اتخاذ القرارات لاختيار المحفظة. من هذه المتطلبات ما يلي: (Akkaya, 2021)

- 1- تحديد سياسات الاستثمار وفقاً لتفضيل المستثمر.
- 2- تطوير استراتيجيات الاستثمار في ظل ظروف السوق.
- 3- تقييم أدوات الاستثمار والاعتبار المستمر للمستثمر.
- 4- إجراء تغييرات في تكوين المحفظة وفقاً للظروف المتغيرة.

5- إبقاء أصحاب العلاقة على اطلاع.

3-3 خطوات عملية لإدارة المحفظة الاستثمارية: Steps for portfolio management process

تتطلب عملية إدارة المحفظة القيام بمجموعة من الخطوات على الشكل الآتي:

الخطوة الأولى: التخطيط: Planning

تتضمن فهم احتياجات العميل أو المؤسسة المالية حيث بدايةً يجب فهم الاحتياجات (الأهداف والقيود)، فمن غير المرجح أن يحقق مدير المحفظة نتائج مناسبة للمستثمر دون فهماً مسبقاً لاحتياجاته، وتقييم القدرة على تحمل المخاطر، أي مدى قبول الخسائر مقابل تحقيق عوائد مرتفعة، بالتالي تحديد نسبة الأموال التي سيتم الاستثمار بها في الأسهم والسندات (Zhang, 2023). وهذا ما يسمى ببيان سياسة الاستثمار (IPS) الذي يعد وثيقة تخطيط مكتوبة تصف أهداف الاستثمار والقيود التي تنطبق على المحفظة (القيود إما داخلية مثل احتياجات السيولة المحددة والأفق الزمني أو خارجية مثل القضايا الضريبية والمتطلبات القانونية والتنظيمية). قد يذكر IPS معياراً مرجعياً مثل معدل عائد معين أو أداء مؤشر سوق معين، يمكن استخدامه في مرحلة التغذية الراجعة لتقييم أداء الاستثمارات ومدى تحقيقها للأهداف. كما يجب مراجعة IPS وتحديثها بانتظام (McMillan, Pinto, Pirie and Venter, 2011).

الخطوة الثانية: التنفيذ: Execution

تتضمن تخصيص الأصول، تحليل الأوراق المالية، وبناء المحفظة. بدايةً يضع المحلل توقعات اقتصادية ويحلل الأسواق المالية لاستخدامها في تخصيص فئات الأصول بما يتناسب مع أهداف المستثمر. يتضمن تخصيص الأصول اتخاذ القرار في التوزيع بين الأسهم والأوراق المالية ذات الدخل الثابت، النقد، وفئات الأصول الفرعية مثل سندات المؤسسات والحكومات، وتحديد الأوزان الجغرافية داخل فئات الأصول. كما قد تكون الأصول عقارات، سلع، وصناديق تحوط. من المرجح أن تؤثر الظروف الاقتصادية في العوائد على فئات الأصول، فقد تحقق الأسهم أداءً جيداً عندما يحصل نمواً اقتصادياً قوياً بشكل غير متوقع، بينما تحقق السندات أداءً سيئاً إذا زاد التضخم. لذلك من الجيد التنبؤ بهذه الظروف والقيام بالتنويع (Supraja, Dhivya, Manju & Reeta, 2025).

بعد ذلك يتم تحليل الأوراق المالية، حيث يستخدم محللو الأوراق المالية معرفتهم التفصيلية بالمؤسسات والصناعات التي يغطونها لتقييم المستوى المتوقع من العوائد ومن مخاطر التدفقات النقدية التي ستنتجها كل ورقة مالية، مما يسمح لهم بتقييم الأوراق المالية وتحديد الاستثمارات المفضلة. ومن ثم يتم بناء المحفظة مع مراعاة تخصيص الأصول المستهدفة وتحليل الأوراق المالية ومتطلبات المستثمر، كما هو موضح في الخطوتين السابقتين، وسيكون

الهدف الرئيسي هو تحقيق فوائد التنويع. ويجب اتخاذ القرارات بشأن أوزان فئات الأصول وأوزان القطاعات داخل فئة الأصول واختيار أوزان الأوراق المالية أو الأصول الأخرى، مما ينعكس على أداء المحفظة. تتضمن هذه المرحلة أيضاً التداول، حيث يقرر مدير المحفظة الأوراق المالية التي سيشتريها وبأية مبالغ (McMillan, 2011, Pinto, Pirie and Venter).

الخطوة الثالثة: التغذية الراجعة: Feedback

تتضمن مراقبة المحفظة وإعادة التوازن، ومن ثم قياس الأداء وإعداد التقارير. حيث أنه بمجرد إنشاء المحفظة يجب مراقبتها ومراجعة تكوينها بالتزامن مع تغيير تحليل الأوراق المالية بسبب التغييرات التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية والأصول نتيجة تحركات السوق، ومن ثم إعادة التوازن، كما قد تحتاج إلى المراجعة إذا تغيرت احتياجات المستثمر أو ظروفه (Supraja, Dhivya, Manju & Reeta, 2025).

وأخيراً يتم قياس الأداء وإعداد التقارير، حيث يتضمن قياس الأداء تقييم مدى تحقيق أهداف العميل أي التأكد من تحقيق العائد المطلوب ومقارنة أداء المحفظة بأي معيار مرجعي حُدِّد سابقاً. قد يشير تحليل الأداء إلى أهداف المستثمر وربما إجراء تغييرات على IPS (McMillan, Pinto, Pirie and Venter, 2011).

3-4 استراتيجيات بناء المحفظة الاستثمارية: Strategies of portfolio construction

عند بناء المحفظة يواجه المدير عدداً من الخيارات في كل مراحل بناء المحفظة، ومن هذه الخيارات:

- **الإدارة النشطة Active management:** ظهرت هذه الاستراتيجية مع ظهور أول سوق للأوراق المالية (بورصة أمستردام) في القرن السابع عشر، حيث كان من الممكن ملاحظة عيوب المضاربة خلال جنون التوليب عام 1637 التي تعتبر فقاعة المضاربة الأولى. عند اختيار المدير الإدارة النشطة يحاول التفوق على السوق باستخدام حدسه الخاص لاختيار الاستثمارات التي من المرجح أن تظهر عوائد عالية، تتغلب على المؤشر الأساسي مثل مؤشر S&P 500 أو مؤشر FTSE All-Share. يعتقد مدير المحفظة النشطة أن لديه المعرفة الكافية والقدرة على التنبؤ بشكل أفضل من المستثمرين الآخرين، بالتالي القدرة على تحديد فئات الأصول الرئيسية (الأسهم والسندات) أو القطاعات التي ستؤدي أداءً جيداً نسبياً. يتم عادةً استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM في هذه الإدارة للحصول على علاقة خطية بين العوائد المتوقعة لأصل ما وبيتا السوق للبحث عن العائد الزائد (الألفا) أي الفرق بين المحافظ مقارنة بالمعيار (Reboredo, 2019). يمكن تفسير ذلك من خلال تأثير التحيزات السلوكية كالثقة المفرطة، كما تحدثنا سابقاً في المبحث الأول.

يوجد أساليب عدّة للإدارة النشطة وهي: (Azouagh & Daoui, 2023)

- التحليل الأساسي: Fundamental analysis

يستخدم التحليل الأساسي البيانات لتقدير القيمة السوقية العادلة والقيمة المستقبلية وتوقع العوائد والمخاطر المحتملة، حيث يبدأ بتحليل البيئة الاقتصادية الكلية، تحليل القطاع والبيانات المالية لتحديد القيمة الحقيقية للمؤسسة، وتقييم أدائها المالي من خلال فحص الأسس المالية كالميزانية وقائمة الدخل والتدفقات النقدية باستخدام العديد من النسب والمؤشرات المالية. إلى جانب العثور على مؤسسات ناجحة يهدف إلى إيجاد المؤسسات التي تستحق أكثر مما يقدّرها المستثمرون الآخرون، لشراء أسهمها بقيمة أقل من قيمتها الفعلية لتحقيق مكاسب طويلة الأجل، بالإضافة إلى الاستحواذ على المؤسسات ذات النمو المستدام بأسعار مميزة.

- التحليل الفني: Technical analysis

يُستخدم للتنبؤ بتحركات الأسعار بناءً على الأسعار التاريخية من خلال طرق عدّة، مثل تحليل الرسوم البيانية، التحليل الموسمي والدوري، وأنظمة التداول التقنية المحوسبة، مما يساعد مديري المحافظ على فهم السوق بشكل أفضل وتقييم فرص الاستثمارات.

- الإدارة الكمية: Quantitative management

يعتمد هذا الأسلوب على الخوارزميات الرياضية باستخدام بيانات مالية تاريخية ضخمة، لتطوير نماذج تنبؤية من خلال تقييم الأصول المالية وتحديد المخاطر والفرص المحتملة ومن ثم اتخاذ قرارات استثمارية آلياً، إلا أنه معرض للمخاطر في حال فسّر البيانات بشكل خاطئ أو بسبب ظروف السوق غير المتوقعة، بالإضافة إلى عدم أخذه جميع العوامل التي قد تؤثر في أداء المحفظة.

• **الإدارة السلبية Passive management:** على عكس الإدارة النشطة فلا يسعى مديرو المحافظ السلبية إلى التفوق على السوق، بل يعملون كما لو كانت الأصول ذات أسعار عادلة أو أنه من غير الممكن تحقيق أرباح من أي تسعير خاطئ (البدوي، 2021). يمكن أن تأخذ الإدارة السلبية أحد الأشكال التالية:

- **استراتيجية الشراء والاحتفاظ buy-and-hold strategy:** لا يتم إدارة المحفظة أثناء الاحتفاظ بها ولا يتم إجراء أي محاولة لتغيير تركيبها، حيث يشتري المدير محفظة من الأوراق المالية ويحتفظ بها طوال مدة الاستثمار (الفترة التي سيتم الاحتفاظ بالاستثمار خلالها). كما تهدف إلى مواجهة التحيزات السلوكية التي قد تؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية دون المستوى الأمثل بسبب التأثير بتقلبات السوق قصيرة الأجل، فهي تركز على الاستثمار طويل الأجل. (Enow, 2023).

- **التغيير في المحفظة Portfolio changes:** يعدّل المدير وفق هذه الاستراتيجية تركيب المحفظة، حيث إن نسب الاستثمارات الخالية من المخاطر والمحفوفة بالمخاطر كالدائع المصرفية نسبةً إلى الأسهم تخضع للتغيير المتكرر، لكن ليس استجابةً لمحاولة المدير التفوق على السوق من خلال التنبؤ بحركات أسعار الأصول، ولا من

تنبه وجهات نظر تختلف عن إجماع السوق، وإنما يأتي ذلك استجابةً لثلاثة أنواع من التغيير وهي التغيير في سعر الفائدة الخالي من المخاطر، التغيير وفق وجهة النظر الاجتماعية بشأن خصائص المخاطر والعائد على محفظة السوق، ودرجة النفور من المخاطرة التي يبدونها المستثمرون الذين تتم إدارة المحافظ نيابةً عنهم. عند ارتفاع سعر الفائدة الخالي من المخاطر أو زيادة النفور من المخاطرة تزداد نسبة المحفظة المحتفظ بها على شكل وديعة، بينما ارتفاع العائد المتوقع وفقاً لإجماع السوق أو انخفاض توقع المخاطر من شأنه أن يدفع المدير إلى تحويل الأموال من الودائع إلى محفظة الأوراق المالية. (Redhead, 2008)

- **تتبع المؤشر Index tracking:** أي التخلي عن محاولة التفوق على مؤشر ما والقيام بدلاً من ذلك بتتبع أداء مؤشر الأسهم لضمان عدم ضعف الأداء وبقائها متنوعة بشكل جيد، نتيجة القناعة بفشل الإدارة النشطة بالتفوق على مؤشرات الأسهم. يرتبط ذلك بكفاءة السوق، حيث تستند الإدارة النشطة إلى الاقتناع بقدرة المديرين على التنبؤ بحركات السوق وأداء الأسهم الفردية نسبةً إلى السوق، ولكن إذا كانت فرضية السوق صحيحة فمن غير الممكن التنبؤ بشكل ثابت سواءً بحركات السوق الإجمالية أو بالأداء النسبي للأسهم الفردية، بالتالي يجب تجنب تكاليف المعاملات والإدارة النشطة واتباع المؤشر. (Assadi, 2021).

من مزايا المحافظ التي تتبع المؤشر أنها تتجنب مخاطر الإدارة (المخاطر النشطة). بينما أداء المحافظ النشطة يختلف بشكل كبير خلال أي فترة زمنية، فقد يتفوق بعضها على المؤشر أو يقل عنه، ويمكن أن يكون هذا الاختلاف كبيراً. لكن من الطبيعي عدم تتبع المؤشر بدقة تامة، بل قد تتحرف المحفظة عن مؤشرها بمقدار معين يسمى خطأ التتبع، وهو الفرق بين العائد الإجمالي لكل من محفظة تتبع المؤشر والمؤشر، حيث يتكون العائد الإجمالي من كل من الأرباح ومكاسب رأس المال (أو الخسائر). وقد تحتفظ المحفظة بجميع الأسهم في المؤشر مع أوزان تتوافق مع أوزان المؤشر، بالتالي ينطوي ذلك على خطأ تتبع بسيط، ولكن تكاليف معاملات كبيرة، وعندما يتم استخدام مجموعة فرعية من المؤشر تقل تكاليف المعاملات، ولكنه يزيد من خطأ التتبع.

لا بد أن تؤثر التغييرات في تكوين المؤشر على أسعار الأسهم وأداء المحفظة، فعند استخدام محافظ تتبع المؤشر على نطاق واسع، سيتم بيع الأسهم التي تغادر المؤشر بأعداد كبيرة من قبل هذه المحافظ مما ينعكس بانخفاض أسعارها ومن ثم تتلقى المحافظ أسعار غير مواتية. وعلى العكس من ذلك، سيتم شراء الأسهم التي تدخل المؤشر من قبل تلك المحافظ، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وبالتالي شرائها بسعر مرتفع. لذلك الأسهم الهامشية المعرضة للتحرك داخل وخارج المؤشر تباع بأسعار منخفضة وتشتري بأسعار مرتفعة مما يضعف أداء المحفظة.

(Redhead, 2008)

3-5 أنواع المحافظ الاستثمارية: Types of portfolio

تتنوع المحافظ الاستثمارية بحسب الهدف منها حيث تختلف أهداف الاستثمار باختلاف أولويات واحتياجات المستثمر ومقدار أمواله وغيرها من العوامل التي تؤثر بقراره ورغبته، ومن أهم أنواع المحافظ ما يلي:

أ- **محفظة الدخل Income Portfolio**: يكون الهدف من هذه المحفظة هو تحقيق دخل شهري أو سنوي للمستثمر من خلال الاستثمار في أسهم المؤسسات النامية والكبيرة والتي لا تتأثر بشكل كبير بتقلبات السوق أو في الأسهم الحكومية، بالتالي مستثمرو هذه المحافظ هم صغار المستثمرين الذين يعتمدون على دخل المحفظة كمصدر لرزقهم أو الذين لا يرغبون بالمخاطرة ولو كانت تحقق عوائد أعلى (أمنة وعمر، 2023)

ب- **محفظة النمو Growth portfolio**: تحقيق النمو المستمر في العائد هو الهدف الأساسي في هذا النوع من المحافظ التي تحقق دخل مرتفع بالتزامن مع مخاطر مرتفعة، وتشمل أشكال مختلفة من الأسهم العادية، خاصةً أسهم المؤسسات التي تزيد أرباحها من سنة إلى أخرى، والمتميزة باستثمارات جيدة ومتطورة، ولها قيمة سوقية عالية ومردود عالي بالتزامن مع قدرة تمويل ذاتي، مما يحسن القيمة السوقية للمحفظة. تتطلب هذه المحفظة إدارة ديناميكية نشطة ومراقبة ومتابعة مستمرة (زيدان، 2025)

ت- **المحفظة المختلطة Mixed portfolio**: تعد وسطاً بين محفظة الدخل ومحفظة النمو، وتُعتمد من قبل أكثرية مديري المحافظ لتمييزها بالاستقرار النسبي الذي يضمن عوائد معقولة بمخاطر مقبولة. لذلك يتم الاستثمار في استثمارات تصل إلى الحد الأدنى من مستوى الدخل الثابت، مع وجود فرصة لتحقيق مكاسب رأسمالية تتجم عن زيادة قيمة موجودات المحفظة. وتتكون من أدوات الخزائنة، شهادات الإيداع، السندات طويلة الأجل، وعدد قليل من الأسهم العادية والممتازة وموجودات أخرى (ميكائيل والمحمود، 2022).

رابعاً: نظريات المحفظة الاستثمارية: Portfolio theories

من خلال التعرف على أهم ما يخص المحفظة الاستثمارية من مفهوم وأنواع واستراتيجيات وغيرها، لوحظ إعطاء أهمية كبيرة وأساسية لتنويع المحفظة الاستثمارية، ولكن كل هذا من الناحية التقليدية والمالية الكمية، فما رأي المالية السلوكية بذلك؟ التي عدلت نظرية تسعير الأصول الرأسمالية إلى نظرية تسعير الأصول الرأسمالية السلوكية ونظرية المحفظة الاستثمارية إلى نظرية المحفظة السلوكية.

فيما يلي النظريات المرتبطة بالمحفظة الاستثمارية التقليدية منها والسلوكية:

1-4 نظرية المحفظة الاستثمارية: Portfolio theory

تعد منهجاً شاملاً متضمناً قضايا مثل منحني اللامبالاة، الحدود الفعالة، مجموعة الفرص المتاحة، والاختيار الأمثل للمحفظة، إلى جانب علاقة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية. حيث نشر Harry Markowitz عام 1952 فكرة بناء المحافظ الاستثمارية من خلال الاستثمار في تشكيلة من الأوراق المالية بعضها محفوف بالمخاطر وبعضها الآخر خالٍ من المخاطر. لكنه رفض فكرة بناء المحفظة على أساس العائد المتوقع فقط لأنه ربما يؤدي إلى تخصيص أصليين لهما عوائد مماثلة دون تحليل مخاطرها، حيث يقوم المستثمر بتعظيم العائد المتوقع مقابل قدر معين من المخاطر أو تقليل المخاطر مقابل قدر معين من العائد.

قدّم مفهوماً مهماً أصبح أساسياً ومتداولاً في كثير من الأبحاث ويطبق من قبل العديد من مديري المحافظ، إنّه مفهوم التنوع، الذي يتم من خلال الاستثمار في أصول ذات مستوى منخفض من الارتباط لتقليل المخاطر. ووضّح أيضاً أن الجمع بين جميع الأصول وجميع المخاطر يسمح بتحديد المحافظ ذات أعلى مستوى من العائد وأقل مستوى من المخاطر من بين مجموعة تحتوي على جميع المحافظ الممكنة وسميت بالحدود الفعالة (Markowitz, 1952).

2-4 نظرية المحفظة السلوكية: Behavioral portfolio theory

قبل البدء بنظرية المحفظة السلوكية، لا بد من التعرف على ماهية المحفظة السلوكية، حيث يتم تشكيل محفظة من الأوراق المالية تأخذ في الحسبان الظواهر والسلوكيات الواقعية غير العقلانية للمستثمرين (Abdelkader & Belkacem, 2026) بحيث تلبي أهدافهم المتنوعة، بما يتوافق مع العوامل النفسية والسلوكية، التي أهملتها المالية الكمية في بناء المحافظ الاستثمارية (Antony, 2019).

أما بالنسبة إلى نظرية المحفظة السلوكية، وضعها Meir Statman and Hersh Shefrin عام 2000، طوّرت كنظرية محفظة إيجابية على أساس نظرية SP/A ونظرية الاحتمال، هما نظريتان للاختيار في ظل عدم اليقين، حيث ظهرت هاتان النظريتان من الأدبيات التي تناولت لغز Friedman & Savage الذي يعني أن الأشخاص الذين يشترون وثائق التأمين غالباً ما يشترون تذاكر اليانصيب أيضاً. تشكل العلاقة بين الأهداف والخيارات محور نظرية SP/A ثنائية العوامل، يركز العامل الأولي على هدف الأمان (تجنب المخاطرة) والإمكانات (السعي للمخاطرة)، ويتواجد هذان الهدفان لدى جميع المستثمرين ولكن بدرجات متفاوتة، والعامل الثاني هو مستوى الطموح الذي يشكل نقاط مرجعية تُعتبر سمة أساسية في نظرية الاحتمال، حيث يُعد سعر شراء الأصل نقطة مرجعية أساسية لتحديد المكاسب والخسارة، وذلك من خلال الفرق بين السعر الحالي وسعر الشراء. وبما أنه في

نظرية المحفظة السلوكية تتكون المحافظ من طبقات هرمية منفصلة، يوجد لكل طبقة نقطة مرجعية ثانية تعكس هدفها المحدد، فمثلاً في الطبقة السفلية المصممة للحماية من المخاطر وضمان البقاء، نقطتها المرجعية الثانية هي الصفر، بينما الطبقة العليا المصممة لهدف الثراء، فنقطتها المرجعية الثانية هي مستوى الطموح الذي يختلف بين مستثمر وآخر. كلما كان هدفه هو تعظيم الربح سيزيد الاستثمار في الطبقة العليا (Lekovic, 2019). كما يُعتبر نموذج المحفظة الاستثمارية السلوكية متعدد الفترات مفيداً أيضاً لتحليل المخاطر وعلاقتها بتنويع الوقت، حيث يجادل أنصار التنويع الزمني بأن مخاطر الأسهم تتخفض مع زيادة الأفق الزمني في حين ينظر المعارضون لذلك بأن هذا لا يحدث، ومن شأن نموذج نظرية المحفظة السلوكية BPT متعدد الفترات أن يربط الوقت بتصورات المخاطر ويبين كيف يقوم المستثمرون بمراجعة محافظهم عندما يتم الوصول إلى التطلعات الأصلية. (Shefrin & Statman, 2000)

• يوجد نسختي إصدار لـ BPT وهما:

1- BPT-SA للحساب العقلي الفردي: أصدر بناءً على نظرية SP/A حيث تُدمج المحافظ الاستثمارية في حساب عقلي واحد من خلال النظر في التغيرات covariance. (Gervellati, Angelini & Stella, 2024)

2- BPT-MA للحسابات العقلية المتعددة: أصدر بناءً على هيكل المحاسبة العقلية في نظرية الاحتمال، حيث يقوم المستثمرون بفصل محافظهم إلى طبقات، تمثل كل طبقة حساباً عقلياً مخصصاً لإشباع رغبة ما، متجاهلين التغيرات بينها، كأن تكون الطبقات متدرجة من الحماية من الفقر إلى احتمالات الثراء، فتكون الطبقة السفلية مكونة من احتياطي نقدي، سندات حكومية، والرهون العقارية المضمونة، ثم طبقة من السندات التي تدر عوائد جذابة، تليها طبقة من الاستثمارات عالية المخاطر مثل المشتقات، أسهم النمو، وأسهم وسندات المضاربة. (Gervellati, Angelini & Stella, 2024)

كأن يضعوا الأسهم الأجنبية في حساب عقلي واحد والأسهم المحلية في حساب عقلي آخر، معتبرين أن الأسهم الأجنبية أشد خطورة لتجاهلهم التأثير الناتج عن التغيرات بين الأسهم الأجنبية والأسهم المحلية على مخاطر المحفظة التي يُنظر إليها على أنها كيان واحد متكامل. كما يتجاهل مستثمرو هذه المحفظة التغيرات بين الطبقات فقد يجمعون بين مركز قصير في ورقة مالية في طبقة واحدة مع مركز طويل في نفس الورقة المالية في طبقة أخرى (Shefrin & Statman, 2000).

يوجد عاطفتان أساسيتان تؤثران على الرغبة في خوض المخاطر هما الخوف والأمل، حيث يؤدي الخوف إلى تصرف الأفراد على أنهم متشائمون بشكل غير مبرر عند حساب المنفعة المتوقعة، ويشكل أساساً للقلق بشأن الأمان، كما يميل المستثمرون الذين يتصفون بالخوف الزائد إلى جعل حساباتهم العقلية منخفضة الطموح من خلال تكوينها من سندات خالية من المخاطر. بينما الأمل يؤدي إلى تصرفهم كما لو أنهم متفائلين بشكل غير مبرر عند حساب المنفعة المتوقعة ويشكل أساساً للقلق بشأن الإمكانات، ويميل المستثمرون الذين يتصفون بالأمل الزائد إلى

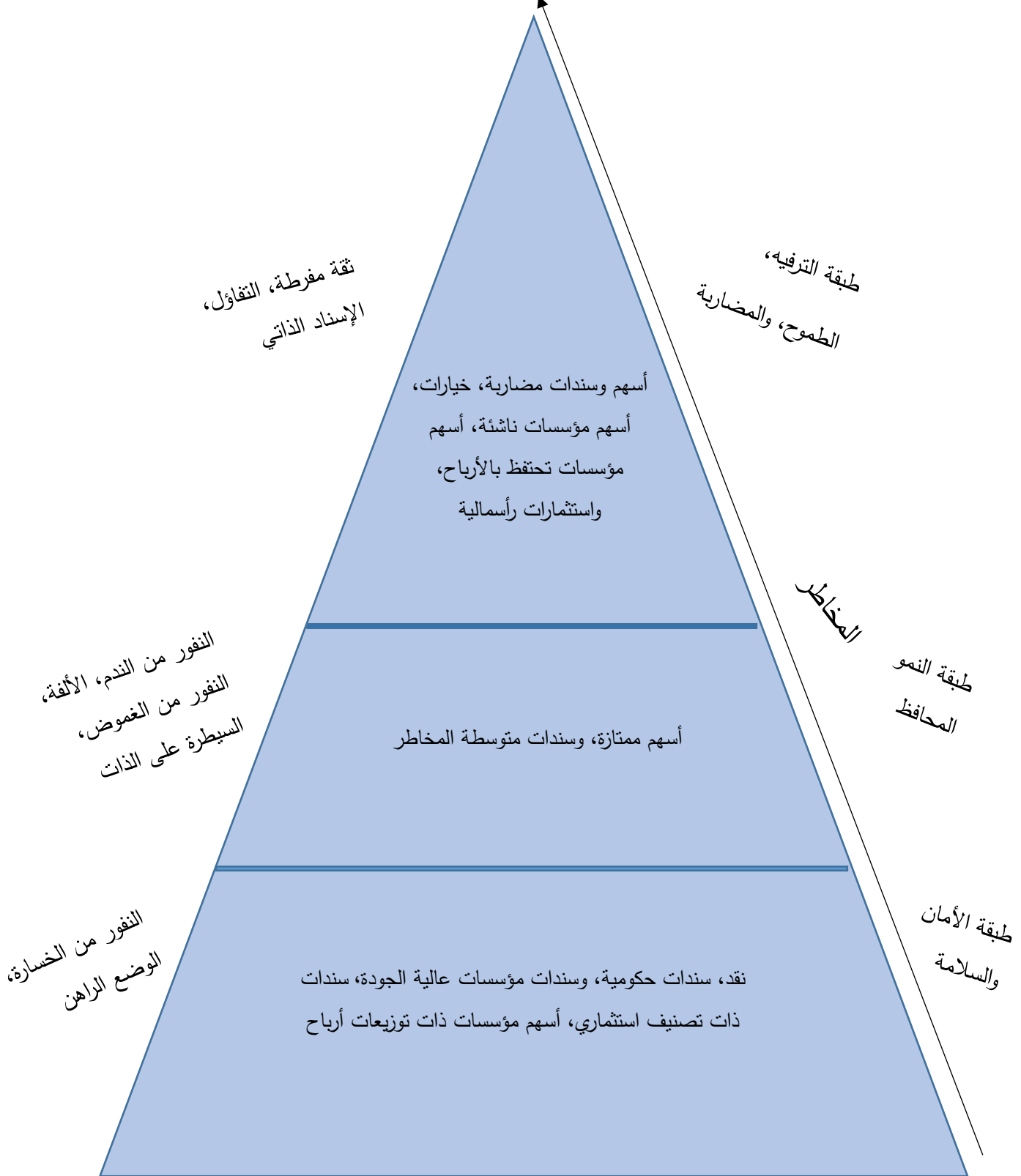
زيادة الحد الأقصى من المكاسب الممكنة في حساباتهم العقلية ذات الطموح العالي. لكن المستويات المرتفعة من النفور من المخاطرة تؤدي إلى انخفاض العوائد المتوقعة (Abdelkader & Belkacem, 2026).

• كيف تصمم المؤسسات محافظتها السلوكية؟

للإجابة على هذا السؤال يوجد العديد من العوامل التي تؤثر في تصميم المحافظ، حيث تختار الكثير من المؤسسات الاستثمار في الأسهم والسندات في تكوين المحفظة، لدورها في حل تضارب المصالح، والموازنة بين المزايا الضريبية للسندات وتكاليف الإفلاس التي قد تفرضها. لكن عند مقارنة المستثمر بين البدائل واختيار ورقة مالية معينة تحقق هدفاً محدداً، وأراد المزيد من الاستثمار، قد يستثمر في ذات الورقة المالية وقد يختار أوراق مالية أخرى، ذلك يعتمد على منحنى المنفعة، فعندما يكون أكثر تفعراً في منطقة المكاسب، يعني أن زيادة الاستثمار في هذه الورقة المالية بعد حد معين ستتناقص المنفعة الحدية، لذلك سيميل المستثمر إلى تنويع استثماراته في أوراق مالية أخرى. وبالمثل عندما يكون منحنى المنفعة أكثر انحداراً وأقل تفعراً في منطقة الخسائر، يعني أن المستثمر يدرك الخسائر بشكل أكبر والزيادة في الاستثمار في ذات الورقة يؤدي إلى الشعور بخسارة أكبر، لذلك يميل أيضاً إلى تنويع استثماراته في أوراق مالية أخرى (Antony, 2019).

فبالنسبة للأسهم تؤثر سياسة توزيع الأرباح في اختيارها، فالمؤسسات التي توزع أرباحها تؤثر سلباً في المكاسب الرأسمالية التي تكون مناسبة للطبقة العليا، لذلك تكون أسهم هذه المؤسسات ملائمة لطبقة الحماية من المخاطر، كما أنها جذابة للمستثمرين الذين لديهم نفوراً من الخسارة، حيث توفر لهم نوعاً من الاستقرار. بينما المؤسسات التي لا توزع أرباحها تكون أسهمها ملائمة لطبقة الثراء. أما بالنسبة إلى السندات، فتصنف إلى فئات مختلفة (سندات ذات درجات الاستثمار التي تتمتع بمعدل عالٍ من احتمالية السداد، وسندات ذات درجات المضاربة تتمتع بعوائد أعلى مع مخاطر أعلى باحتمال عدم السداد)، لذلك السندات ذات التصنيف الاستثماري ملائمة للطبقة السفلية بينما السندات المضاربة ملائمة للطبقة العليا، وكلما زادت النقطة المرجعية لطبقة الثراء (مستوى الطموح)، زاد اختيار أوراق مالية أكثر مضاربة. ومن العوامل الأخرى التي تؤثر في عدد الأوراق المالية، درجة المعلومات الداخلية ولو لم تكن واقعية، فعندما يعتقد المستثمر أن لديه قدرة ومعرفة في بعض الأوراق المالية سيركز استثماره فيها (Shefrin & Statman, 2000).

الشكل رقم (2): هرم المحفظة السلوكية
Behavioral portfolio pyramid



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى (Gervellati, Angelini & Stella, 2024) و (Shefrin & Statman, 2000)

• الفرق بين نظرية المحفظة الاستثمارية ونظرية المحفظة السلوكية:

مما سبق يوضح الجدول الآتي الفرق بين هاتين النظريتين:

جدول رقم (3): الفرق بين نظرية المحفظة الاستثمارية ونظرية المحفظة السلوكية

The difference between portfolio theory & behavioral portfolio theory

المحفظة السلوكية	المحفظة الاستثمارية
تصف محافظ على حدود الرغبات السلوكية للمستثمرين، الذين لديهم رغبات تتجاوز الفوائد النفعية المتمثلة في العوائد المتوقعة المرتفعة والمخاطر المنخفضة، تشمل هذه الرغبات الفوائد التعبيرية والعاطفية: تحقيق الثروة، تجنب الفقر، رعاية الأطفال، مكانة اجتماعية عالية. كما تصف المحافظ الاستثمارية على حدود الأخطاء السلوكية وتوجيه المستثمرين بعيداً عن الأخطاء السلوكية من خلال استبدال الجهل بالمعرفة والتمييز بين الرغبات والأخطاء، مما يجعل حدود الرغبات السلوكية خالية من الجهل والأخطاء المعرفية والعاطفية.	تتص على تكوين محافظ تقع على الحدود الفعالة للمستثمرين، الذين لا تتجاوز احتياجاتهم العوائد النفعية المتمثلة في العوائد المتوقعة المرتفعة والمخاطر المنخفضة التي تقاس بتباين عوائد المحفظة.
تركز المحافظ الاستثمارية في استثمارات الوطن الأم بسبب الرغبة في الحصول على الفوائد التعبيرية والعاطفية للألفة في "التحيز للوطن" مما يضع المحافظ تحت حدود متوسط التباين ولكن على حدود الرغبات السلوكية، حيث تعوض العوائد النفعية المنخفضة بالفوائد العاطفية العالية. ولكن يمكن للسفر إلى البلدان الأجنبية أن يخفف من هذا التحيز من خلال زيادة الألفة وبالتالي إجراء تغييرات في المحافظ نتيجة تغيير الرغبات أو استبدال الجهل بالمعرفة أو التغلب على الأخطاء المعرفية والعاطفية.	تتكون المحافظ الاستثمارية التقليدية من عدد قليل من الاستثمارات العديدة. حيث يشعر المستثمر بالنفور من المحافظ ذات الاستثمارات القليلة والمركزة في نوع معين من الأصول دون الأخرى.
لتكن رغبة المستثمر وحاجته هي الحصول على فرص للشراء بينما احتياجاته الثانوية هي الحماية من الفقر مما يجعله يختار محفظة مكونة من 80% أسهم و 20% سندات ثم ارتفعت أسعار الأسهم مع بقاء أسعار السندات فتصبح المحفظة مكونة من 70% أسهم و 30% سندات فسيبيعون الأسهم ويشتررون السندات لإعادة التوازن وتعود النسب كما كانت عليه.	لتكن رغبة المستثمر في العوائد والانحراف متمثلة بما يلي: 60% أسهم و 40% سندات ثم ارتفعت أسعار الأسهم مع بقاء أسعار السندات فتصبح المحفظة مكونة من 70% أسهم و 30% سندات فسيبيعون الأسهم ويشتررون السندات لإعادة التوازن وتعود النسب كما كانت عليه.
حالياً فلا داعي لإعادة التوازن. لذلك يتم إعادة التوازن عندما	

المحفظة الاستثمارية السلوكية	المحفظة الاستثمارية
تصبح المحافظ الحالية غير قادرة على تلبية الرغبات وليس عندما تبتعد عن النسب الثابتة.	
يتمثل الخطر في تباین المحفظة ككل، أي الانحراف المعياري للعوائد	يتمثل الخطر في احتمال الفشل في تلبية الرغبات على مستوى كل حساب عقلي. حيث تُبنى المحافظ السلوكية على أساس الرغبات مثل الاحترام والمكانة الاجتماعية العالية وربما تضعهم تحت الحدود الفعّالة، مما يعرضهم لمخاطر عالية فيما يتعلق بالعوائد المالية المنخفضة، في المقابل ربما تضعهم على حدود الرغبات السلوكية.

المصدر من إعداد الباحثة بالاستناد إلى (Statman, 2019)، (Abdelkader & Belkacem, 2026)، (Lekovic, 2019)

3-4 نظرية تسعير الأصول الرأسمالية: Capital assets pricing theory

إن غياب مجموعة من النظريات الاقتصادية التي تتعامل مع ظروف المخاطرة في ظل وجود مخاطر في المعاملات الرأسمالية، أدى إلى تبني نماذج لسلوك الأسعار من خلال وصف دقيق للعملية التي تتفاعل من خلالها التفضيلات الفردية والعلاقات المادية لتحديد سعر الفائدة المتوازن، ثم يتبع ذلك تحديد علاوة مخاطر السوق مع تعديل أسعار الأصول لتأخذ في الحسبان المخاطر التي تتعرض لها، خاصةً المخاطر المنتظمة (غير القابلة للتوزيع) التي يشار إليها (بمعامل بيتا) وكذلك معدل العائد الخالي من المخاطر RF وعائد السوق RM (Sharpe, 1964).

طُوّر نموذج CAPM بواسطة John Lintner 1965 & William Sharpe 1964 & Jack treynor 1961 وبني على عمل Markowitz 1952-1959 حول اختيار المحفظة وتنويعها، الغاية منه تقدير تكلفة رأس المال للمؤسسات ومعدل العائد المطلوب نظرياً من قبل المستثمرين. وأصبح معياراً لكفاءة المحفظة الاستثمارية. يقوم على مجموعة من الافتراضات منها: نفور المستثمرين من المخاطرة، توزيع العوائد على الأوراق المالية بشكل طبيعي، تجانس توقعات المستثمرين، مثالية السوق بدون ضرائب وتكاليف معاملات، قابلية تقسيم الأوراق المالية، وإمكانية الاقتراض بحرية بمعدل فائدة خالٍ من المخاطر، وأن المستثمرين بحاجة إلى تعويض عن القيمة الزمنية لأموالهم والمخاطر التي تنطوي عليها الاستثمارات، وذلك لتحديد العلاقة بين مخاطر السوق والعائد المتوقع للأوراق المالية، بالإضافة إلى الاحتفاظ بالاستثمار لفترة واحدة.

كما يشير إلى فوائد تنويع الاستثمارات المختلفة في السندات، الأسهم، العقارات، والمخاطر المرتبطة بها. ويُستخدم بشكل واسع في جميع مجالات التمويل لتسعير الأوراق المالية وتوليد العوائد المتوقعة للأصول بالنظر إلى مخاطر تلك الأصول وتكلفة رأس المال. (kioko and Ochieng, 2020)

بالإضافة إلى فوائد التنوع التي توفرها محافظ المستثمرين، أظهر هذا النموذج الدور الذي تلعبه المحافظ في تحديد علاوة المخاطر المناسبة للأصول (أي العائد الذي يتجاوز العائد الخالي من المخاطر الذي يتوقعه المستثمرون كتعويض عن مخاطر الأصول) وفقاً لنظرية سوق رأس المال. قدمت الأبحاث السابقة رؤية مفادها أنه يجب قياس مخاطر الأصول فيما يتعلق بالمخاطر المنتظمة أو غير القابلة للتنوع والتي يجب أن تكون المخاطر الوحيدة التي تؤثر في سعر الأصل، تشكل وجهة النظر هذه أساس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية. (McMillan, Pinto,) (Pirie and Venter, 2011)

4-4 نظرية تسعير الأصول الرأسمالية السلوكية: Behavioral capital assets pricing theory

وضعها Hersh Shefrin & Meir Statman عام 1994، حيث أن مراحل تطور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هي كالتالي: (Chandra, 2016)، (Statman, 2019)

1. بدايةً كان العامل الوحيد الذي يحدد عوائد الأسهم المتوقعة في نموذج تسعير الأصول القياسي هو بيتا.
2. أصبح عام 1992 يتألف من ثلاثة عوامل: عامل السوق (بيتا)، عامل الحجم (الفرق بين عوائد أسهم المؤسسات صغيرة القيمة السوقية وأسهم المؤسسات ذات قيمة سوقية كبيرة)، عامل القيمة (فروقات العوائد بين أسهم القيمة وأسهم النمو).
3. ثم حدث من قبل Eugene Fama & Kenneth French وأصبح مكوناً من خمسة عوامل، حيث أضاف عاملين هما:
 - العامل القوي _ الضعيف (Robust-weak) / عامل الربحية وهو فرق العوائد بين محفظة أسهم المؤسسات الأكثر ربحية ومحفظة أسهم المؤسسات الأقل ربحية.
 - العامل المحافظ _ العدوان (Conservative-aggressive) / عامل الاستثمار وهو فرق العوائد بين محفظة أسهم المؤسسات التي تستثمر بشكل متحفظ ومحفظة أسهم المؤسسات التي تستثمر بقوة.
4. ثم أضيف عامل سادس وأصبح نموذج F.F المعزز، هو عامل الزخم.
5. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية السلوكية أضاف عاملين من عوامل المسؤولية الاجتماعية وهما:
 - عامل المسؤولية الاجتماعية الأول الذي يعكس أخطاء معرفية ويتكون من الفارق بين عوائد أسهم المؤسسات ذات التصنيف المرتفع وعوائد أسهم المؤسسات ذات التصنيف المنخفض، ويتكون من 5 معايير وهي: المجتمع، التنوع، علاقات الموظفين، البيئة، والمنتجات.
 - عامل المسؤولية الاجتماعية الثاني يعكس الرغبة في الحصول على فوائد تعبيرية وعاطفية، ويتكون من الفرق بين عوائد أسهم المؤسسات المقبولة لدى المستثمرين المسؤولين اجتماعياً، وعوائد أسهم المؤسسات التي يتجنبونها.

إن نماذج تسعير الأصول تشبه نموذج العرض والطلب، حيث يعتمد الطلب على المنتجات، والخدمات على الفوائد المترتبة عنها، بينما نماذج تسعير الأصول الرأسمالية السلوكية تشمل فوائد وتكاليف الاستثمارات النفعية (ماذا يفعل الاستثمار لمحفظتي؟)، التعبيرية (ماذا يقول الاستثمار عني للآخرين؟)، والعاطفية (كيف يجعلني أشعر؟)، وكذلك الأخطاء المعرفية والعاطفية وليس فقط الفوائد والتكاليف النفعية التي يعتمد عليها نماذج تسعير الأصول الرأسمالية القياسية (Chandra, 2019). تركز نماذج تسعير الأصول الرأسمالية القياسية أيضاً على المخاطرة باعتبارها السمة الوحيدة والأساسية، إلا أن نماذج تسعير الأصول الرأسمالية السلوكية لا تشمل فقط التكاليف النفعية، وإنما تتضمن أيضاً فوائد وتكاليف تعبيرية وعاطفية، وأخطاء معرفية وعاطفية، حيث تكمن الفوائد العاطفية للمخاطرة باعتبارها إثارة كالتداول اليومي، أما الفوائد التعبيرية للمخاطرة تعبر عن الشجاعة ورفض الخجل، بينما يُنظر للأخطاء المعرفية والعاطفية المتعلقة بالمخاطرة على أنها تقلبات ومشاعر خوف تدفع المستثمر لبيع الأسهم في حالة انهيار سوق السهم. بالتالي الارتباط بين خصائص الاستثمار وسعره أو عائده المتوقع والذي هو دالة على الرغبة في الحصول على فوائد نفعية مثل انخفاض المخاطر، والرغبة في الحصول على فوائد تعبيرية وعاطفية كالبقاء وقيماً للقيم من خلال الاحتفاظ بأموال مسؤولة اجتماعياً أو الاستثمار في صناديق التحوط أو تداول الأسهم للاستمتاع بالإثارة، والأخطاء المعرفية والعاطفية مثل الاعتقاد بأن أسهم المؤسسات الجيدة هي أسهم جيدة. (Lekovic, 2019)

5-4 نموذج Black-Litterman

طوّر من قبل Fischer Black and Robert Litterman عام 1990 في Goldman Sachs للتغلب على عيوب نظرية المحفظة الحديثة، ودمج أفكارها مع نظرية تسعير الأصول الرأسمالية، حيث يرى أن إدراج الأسهم والسندات والعملات المتوازنة العالمية لـ CAPM يمكن أن يحسن بشكل كبير سلوك نماذج تخصيص الأصول النوعية.

يستخدم نموذج BL النهج البايزي (Bayesian approach) لاستنتاج توزيع احتمالات العوائد المتوقعة للأصول. يساعد أيضاً في الجمع بين آراء المستثمر والعوائد الزائدة المتوقعة، بالتالي توليد أوزان محفظة مثالية للأوراق المالية المعنية. مما يساعد المستثمرين على الجمع بين وجهات نظرهم الفريدة فيما يتعلق بأداء الأصول المختلفة وتوازن السوق بطريقة تؤدي إلى محافظ بديهية ومتنوعة (kioko and Ochieng, 2020).

4-6 نظرية تسعير المراجعة مقابل متداولي الضوضاء: Arbitrage pricing theory vs noise traders

تعني المراجعة ممارسة الشراء والبيع المتزامن لأصل ما في بورصات مختلفة والاستفادة من التباينات الطفيفة في الأسعار لتأمين ربح خالٍ من مخاطر التداول، لكنها في نظرية تسعير المراجعة APT لا تعد هذه العملية خالية من المخاطر تماماً، إلا أنها توفر احتمالاً كبيراً للنجاح. طوّر هذا النموذج بناءً على نموذج CAPM، لكنه لا يفترض أن المستثمرين يمتلكون محافظ فعالة كما في CAPM بل يفترض ما يلي: (Alam, 2022)

1. مبدأ كفاءة سوق رأس المال، بالتالي جميع المستثمرين يتداولون بقصد الربح.
2. عدم وجود تكاليف للمعاملات والضرائب، إمكانية البيع على المكشوف، ووجود عدد لا نهائي من الأوراق المالية.
3. تفسير عوائد الأصول من خلال عوامل منهجية.
4. إمكانية بناء محفظة متنوعة جيداً للقضاء على مخاطر معينة، بالإضافة إلى عدم وجود فرص للمراجعة بين تلك المحافظ المتنوعة، وعند وجود أي فرصة للمراجعة سوف يستغلها المستثمرون.

كما أن نموذج APT هو نموذج متعدد العوامل لذلك يتم حساب العوائد المتوقعة مع الأخذ في الحسبان جميع العوامل المختلفة التي قد تؤثر في سعر السهم بشكل كبير. ولا يتطلب أي افتراض حول توزيع محدد لعوائد الأصول، فهو مرن وأقل تقييداً على عكس CAPM الذي يفترض أن عوائد الأسهم تتبع توزيعاً طبيعياً.

يتداول المراجحون لضمان وجود بديل مثالي للأوراق المالية، كوجود محفظة من الأوراق المالية تحقق نفس العوائد، أي سعر الورقة المالية يساوي سعر تلك الموجودة في المحفظة البديلة، فإذا انخفض سعر الورقة المالية إلى ما دون سعر المحفظة البديلة سيبيع المراجحون المحفظة ويشتررون الورقة المالية حتى تتعادل الأسعار والعكس صحيح. (Burton & Shah, 2013)

لكن هل جميع المستثمرين عقلانيون تماماً والأسواق المالية فعالة؟ هذا ما أدى لاختلاف الباحثين وظهور مصطلح متداولي الضوضاء، لكن بعض الباحثين يرى أن متداولي الضوضاء لا أهمية لهم ولا يؤثر في الأسعار ولا يفعلون شيئاً سوى خسارة الأموال. بينما يرى آخرون أهمية متداولي الضوضاء وتأثيرهم الكبير على تحركات الأسعار، مما قد يؤدي إلى إفلاس المراجحين عند ابتعاد الأسعار عما كانت عليه، بينما ينتظرون تصحيح أسعار السوق، مما يعني الابتعاد عن فرضية الأسواق الفعالة التي تفترض أن أسعار السوق فعالة في أغلب الأوقات ويتم تصحيح الانحرافات عن الأسعار الأساسية بسرعة. هذا يعني وجود بعض الافتراضات: (Burton & Shah, 2013)

1. عدم عقلانية جميع المستثمرين بشكل تام ويتأثر طلبهم على الأصول الخطرة بمعتقداتهم ومشاعرهم.

2. المراجعة التي تعني التداول من قبل مستثمرين عقلانيين لا يخضعون لمثل هذه المشاعر، محفوفة بالمخاطر وبالتالي فهي محدودة.

وجود الافتراضين معاً يؤدي إلى أن التغيرات في مشاعر المستثمرين لا يقاومها المراجعون بشكل كامل فهي تؤثر في عوائد الأوراق المالية.

3. ليس بالضرورة أن يلغي متداولو الضوضاء بعضهم البعض كأن يكون بعضهم متفانلاً للغاية وبعضهم متشائماً للغاية، حيث أنه قد يكون هناك نشاط سلوك القطيع الذي يؤدي إلى تصرف مجموعة كبيرة من متدولي الضوضاء أو مجموعة صغيرة تمتلك قدر كبير من الأصول، على نحو مماثل.

مما سبق نجد أن المستثمرين يميلون إلى إدارة محافظ شديدة التركيز ولا يوجد تنوع بشكل كبير، وخطأ التتبع ليس له أي معنى. وهذا على نقيض تصريحات المالية الكلاسيكية. حيث أن افتراض الأمان أولاً يتلخص في خوض مقامرة صغيرة في عدد كبير من المؤسسات المختلفة، فقد لا يمتلك أي معلومات للوصول إلى حكم جيد، مقارنة بحصة كبيرة في مؤسسة ما، عندما تكون معلومات المرء كافية. وهذه هي وجهة نظر Loeb التي شاركها في كتابه الكلاسيكي "معركة بقاء الاستثمار" فقد قال: "إن التنوع هو اعتراف بعدم معرفة ما يجب القيام به، ومحاولة الوصول إلى المتوسط". (Montier, 2007, PP: 330)

خامساً: الاستثمار القائم على الأهداف: Goals-based investing

ظهر نوع جديد من الاستثمار بالاعتماد على كل من مبادئ الاستثمار التقليدية والمالية السلوكية، وهو إطار عمل مفيد للمستشارين الماليين لإدارة استثمارات العملاء. والمبدأ المعني في المالية السلوكية هو المحاسبة العقلية، حيث يتم تقسيم الأموال إلى حسابات منفصلة، إما بشكل مجموعات أصول متحيزة ومنفصلة بشكل ملحوظ أو قد يكون الفصل مجرد في ذهن المستثمر. يكون لكل حساب محفظة خاصة ترتبط بهدف معين، ومن المرجح أن يكون لكل حساب أفق استثماري خاص، مما يساهم في الوصول إلى رؤية شاملة للوضع المالي للعملاء، بالإضافة إلى الجوانب غير الاستثمارية مثل التخطيط للوصايا واحتياجات التأمين على الحياة (Gervellati, Angelini & Stella, 2024)

يقترح Nevins عام 2004 مقاييس للمخاطر تختلف عن المقاييس التقليدية للانحراف المعياري، حيث يشير إلى أن نظرية التوقعات ترى أن الناس يكرهون الخسارة وليس المخاطرة، من جهة أخرى ينبغي قياس المخاطر من حيث احتمال تحقيق الخسائر وشدتها. إن مقياس الانحراف المعياري التقليدي يتعلق بفترة زمنية واحدة متجاهل تحركات الأسعار خلال الفترة والتأثير التراكمي المحتمل للخسائر في فترات متتالية، كما تتعلق مقاييس العائد والمخاطر التقليدية بالمقاييس السنوية، في حين المقياس المتعلق بأفق الاستثمار بأكمله قد يكون أكثر ملاءمة.

بينما إذا قيسَت المخاطر من حيث انتهاك أهداف المستثمر، قد يتجاوز تحقيق الأهداف في المستقبل المواقف تجاه المخاطر. لذلك لا يحتاج المستثمر الذي لديه قبول للمخاطر أن يحتفظ بمحفظة محفوفة بالمخاطر في حين المحفظة المحافظة قادرة على تحقيق هدفه، وعلى العكس من ذلك، عندما لا تتمكن المحفظة المحافظة من تحقيق هدفه فيجب قبول محفظة محفوفة بالمخاطر ذات عائد أعلى ولو كان لديه نفور شديد من المخاطر والخسارة (Redhead, 2008).

هناك حاجة إلى قياسات عدّة للمخاطر في حالة الاستثمار القائم على الأهداف، حيث يكون لكل حساب عقلي قياس واحد مرتبط بهدف محدد، يتم قياسه مقابل قيمة مرجعية يُعبر عنها من حيث الهدف، فلكل هدف استثمار مختلف، كأن يتم تمويل الاحتياجات الأساسية باستثمارات منخفضة المخاطر، بينما الرغبات الرفاهية تسمح بالاستثمارات المخاطرة. بذلك لا يُنظر إلى المخاطر من منظور تقلبات المحفظة فحسب بل أيضاً في سياق الفشل في تحقيق الأهداف المحددة. كأن يكون الهدف هو الادخار للتقاعد فيتم قياس المخاطر من حيث الانحراف عن المستوى المطلوب لدخل التقاعد (Gervellati, Angelini & Stella, 2024).

تبنى Chhabra عام 2005 وجهة نظر مفادها أن المستثمرين يقسمون محافظهم وفقاً لثلاثة أنواع من المخاطر ألا وهي: المخاطر الشخصية المتعلقة بتجنب الخسارة، مخاطر السوق في النظرية التقليدية، مخاطر الطموح المتعلقة باحتمال التخلف عن الآخرين من حيث الثروة. بذلك قد يكون هناك حياة لأصول خالية من المخاطر لتلبية مخاطر السلامة، ومحفظة متوازنة لتلبية مخاطر السوق، ومحفظة عدوانية تحقق النمو المرتفع لتلبية مخاطر الطموح. كما يقترح أنه يجب تخصيص المخاطر قبل تخصيص الأصول (Redhead, 2008).

بينما اقترح Brunel عام 2003 وجود أربعة أهداف أساسية وهي: السيولة، الدخل، الحفاظ على رأس المال، والنمو. مما يتطلب إنشاء محافظ فرعية منفصلة لتلبية كل من الأهداف الرئيسية الأربعة، فمثلاً يمكن تحقيق هدف السيولة من خلال وديعة مصرفية، وتحقيق هدف الدخل من خلال مزيج من أسهم القيمة والسندات المؤسسية، وبالنسبة لتحقيق هدف الحفاظ على رأس المال يتم من خلال السندات الحكومية، أمّا تحقيق هدف النمو من خلال محفظة من أسهم القيمة وأسهم النمو. ونسب هذه المحافظ الفرعية من المحفظة الإجمالية تعكس أهداف المستثمر وموقفه من المخاطرة. (Redhead, 2008)

لكن كغيره من الاستثمارات لا يخلو من المشاكل فإنه يتصف بالتعقيد، فقد يحتاج إلى إجراء العديد من استراتيجيات الاستثمار.

خاتمة Conclusion:

قرار تشكيل المحفظة الاستثمارية وتنويعها هو قرار استثماري مهم جداً، لذلك لا بد من معرفة جميع الاستراتيجيات، المراحل، الخطوات، والمتطلبات اللازمة لتكوين المحفظة الاستثمارية وإدارتها، واختيار ما إذا كان سيتم التنويع أم التركيز، وهذا ما تحدثنا عنه في هذا المبحث، بالإضافة إلى الدور الأساسي للمالية السلوكية في اتخاذ قرار تنويع المحفظة الاستثمارية والذي يختلف بشكل كبير عما نصّت عليه المالية التقليدية، كما لاحظنا أن هذا القرار الاستثماري والمتأثر بالتحيزات السلوكية، ينعكس على العوائد والأداء المالي للمؤسسات المالية، وهذا ما سنتحدث عنه في المبحث الثالث.

المبحث الثالث: الأداء المالي Financial Performance

مقدمة: Introduction

يشكل الأداء المالي محوراً أساسياً لدى جميع المؤسسات المالية، والاهتمام به ومراقبته بعناية وحذر أمر ضروري ولا بد منه. فهو مؤشراً أساسياً لتقييم قدرة المؤسسات المالية على تحقيق الإيرادات والأهداف ومدى فعالية وكفاءة المؤسسة في إدارة مواردها وقوتها بشكل عام، مما يعزز مستوى المنافسة لديها والقدرة على التكيف مع التغيرات الاقتصادية والبيئية خاصة بيئة الأعمال التي تتسم بالتعقيد والتغيير السريع، بالتالي من الضروري أن يتوفر لدى المؤسسات أدوات فعالة لتقييم ومتابعة أدائها المالي حتى تتمكن من اتخاذ قرارات استراتيجية تعزز قدرتها على النمو والاستدامة.

لذلك يتناول هذا المبحث الجوانب الأساسية للأداء المالي من أدوات ومحددات ومكونات، وكذلك أهم العوامل المؤثرة فيه خاصة التحيزات السلوكية والقرارات الاستثمارية المتعلقة في المحفظة الاستثمارية.

أولاً: مفهوم وأهمية الأداء المالي: The concept and importance of financial performance

كل مؤسسة تسعى إلى النمو والاستقرار ومواجهة جميع العقبات والعثرات والظروف الاقتصادية والبيئية التي تواجهها، وتحقيق هذا الهدف يرتبط بشكل أساسي بأدائها الكلي بشكل عام وبأدائها المالي بشكل خاص، الذي يرتبط بقدرة المؤسسة على استخدام مواردها بكفاءة وفعالية، مما يضمن تحقيق الأهداف والإيرادات المرجوة للمؤسسة وبأقل التكاليف. (محمود، 2021)

لا تقتصر أهمية الأداء المالي على مستوى المؤسسة فقط بل على مستوى القطاع المالي بأكمله، حيث يلعب دوراً مباشراً في تطويره ومن ثم نجاح السوق. يشير القطاع المالي المنظم جيداً إلى التوزيع الماهر والفعال للأموال، بالتالي أداءً مالياً جيداً (Khan, Nouman & Khan, 2015). لذلك تدهور الأداء المالي للمؤسسات المالية سيكون له تأثير على الاقتصاد بأكمله، مما يتطلب من المؤسسات مراقبة كافة الجوانب الاقتصادية والمالية لقياس إدارة المخاطر (Mamo, Feyisa & Yitayaw, 2022).

فهم الأداء المالي والقدرة على تقييمه بدقة مهم جداً ليس فقط للمؤسسة ذاتها بل أيضاً للعملاء والمستثمرين والراغبين في الاستثمار في هذه المؤسسة بالإضافة إلى المؤسسات المنافسة لها.

ثانياً: محددات الأداء المالي: Determinants of financial performance

تنقسم محددات الأداء المالي إلى محددات داخلية خاصة بالمؤسسة وأنشطتها ومحددات خارجية، على النحو التالي: (Tudose, Rusu & Avasilcai, 2022)

1- المحددات الداخلية: Internal determinants

- محدّدات مالية financial determinants: سيولة الأعمال، هيكل رأس المال وكثافته، حجم المؤسسة أو الأصول، طبيعة الأصول، رأس المال العامل، الحصة السوقية والاستدامة المالية.
- محدّدات غير مالية Non-financial determinants: ممارسات إدارة الجودة الشاملة، المساهمين وهيكل مجلس الإدارة أو حجمه، عدد الموظفين، سياسة توزيع الأرباح، الممارسات القيادية وممارسات الإدارة والابتكار، البحث والتطوير والتنويع، الميزة التنافسية وجودة المنتجات/الخدمات، استدامة الأعمال وحوكمة المؤسسات، والمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات.

2- المحددات الخارجية: External determinants

- محدّدات خاصة بالبيئة الاقتصادية Determinants of the economic environment: كحجم الصناعة أو تركيزها، استثمار رأس المال، النظم البيئية للأعمال والإطار القانوني والحواجز أمام دخول السوق وخصوصيته، القدرة التنافسية، وسلوك المستهلك.
- محدّدات خاصة بالسياق الاقتصادي Determinants of the economic context: النمو الاقتصادي، الدورة الاقتصادية، الأزمات، سعر الفائدة والصرف ومعدل التضخم ونمو الناتج المحلي الإجمالي وأداء سوق الأوراق المالية، التداول، مؤشر أسعار المستهلك، تكلفة التمويل، درجة تطور الأسواق المالية وانفتاح الاقتصادات الوطنية، والميزان التجاري.

ثالثاً: العوامل المؤثرة في الأداء المالي: Factors affecting financial performance

يوجد العديد من العوامل التي تؤثر في الأداء المالي، نذكر منها ما يلي:

- 1- الابتكار Innovation: الابتكار هو عنصر حيوي في استراتيجية العمل وضروري لخلق القيمة من خلال ابتكار منتجات وخدمات جديدة تلبي احتياجات العملاء بطريقة مميزة وليس فقط خفض التكاليف، وبذلك يساعد المؤسسة لاخترق أسواق جديدة، والاحتفاظ بحصة السوق الحالية أو زيادتها، وتحسين الميزة التنافسية، بالتالي الدخول في المنافسة العالمية، حيث إن نجاح أي عمل مرتبط بمدى قدرته على تحقيق أداء استثنائي وتنفيذ استراتيجيات ابتكار خاصة بالمؤسسة وبطريقة فعّالة لضمان نتائج مالية جيدة. (Thuy, 2023)
- 2- حجم المؤسسة Institution size: يعتبر حجم المؤسسة سلاح ذو حدين، فقد يؤثر بشكل إيجابي في الأداء المالي من حيث أن المؤسسات الأكبر حجماً تتمتع بكفاءة في استغلال اقتصاديات الحجم في المعاملات وزيادة الربحية، بالتالي تعزيز الأداء المالي، ويمكنها من الحصول على قروض بمعدلات فائدة متدنية بسبب قوة مركزها المالي، وانخفاض مخاطر تعرضها للإفلاس، بالمقابل المؤسسات الكبيرة تواجه المزيد من مشاكل الوكالة، الأمر الذي يؤثر سلباً في الأنشطة المالية والأداء المالي. (أرناوط، 2017)

3- عمر المؤسسة Institution age: بالرغم من أن المؤسسات التي تعمل منذ زمن طويل وتتمتع بالنضوج لديها خبرة وكفاءة ومهارات عالية، إلا أن كفاءتها التشغيلية قد تنخفض مع استمرار عملها لفترة أطول خاصة المؤسسات التي تنسم بعدم المرونة وعدم القدرة على تقييم التغيرات البيئية بدقة والتأقلم معها، بالتالي تصبح قديمة جداً وتقل قدرتها على المنافسة وتتسبب في تدهور الأعمال. (Zahng & Chen, 2025)

4- حجم مجلس الإدارة Board size: يزيد حجم مجلس الإدارة الكبير من النجاح المالي لاحتمالية تكوينه من أعضاء أكثر خبرة وقدرة على اتخاذ القرارات المناسبة، إلا أن المجالس الأكبر حجماً تخلق صعوبات في التنسيق والاتصال والمراقبة، مما يعني المزيد من الصراعات ومشاكل الوكالة التي يمكن أن تؤثر سلباً في الأداء المالي. (Zureigat, Al-hazimeh, Batayneh, & Alrawashedh, 2024)

5- هيكل الملكية Ownership structure: يشير هيكل الملكية إلى كيفية توزيع حقوق الملكية في المؤسسة، وعند الفصل بين الملكية والإدارة يُكلف مديرو المؤسسات باتخاذ قرارات استراتيجية، قد تتوافق مع تحقيق مصالحهم، مما يؤدي ذلك إلى ضعف الأداء المالي. (Kirimi, Kariuki, & Ocharo, 2022)

6- الملكية الداخلية Internal property: يوجد وجهتا نظر، الأولى تنص على أن الملكية الداخلية تخلق رابطاً بين الوكيل (المدير) والموكل (المالك) مما يقلل من مشكلة وتكاليف الوكالة، بالتالي أداء مالي جيد، وجهة النظر الثانية تنص على أن الملكية الداخلية قد تسبب مشاكل الوكالة حيث قد يتصرف المدير بما يخدم مصالحه للحفاظ على منصبه، وتحمل المؤسسة تكاليف وكالة إضافية ترتبط بمراقبة تصرفات الإدارة وعدم السماح لهم بالقيام بممارسات غير نزيهة، للتخفيف من مشكلة الوكالة وتعزيز ثروة المالك. (Herlambang, Murhadi, & Andriani, 2020)

7- الرفع المالي Financial leverage: يشير إلى الاعتماد على الديون لتوليد عوائد أكبر مقابل تحمل تكاليف منخفضة. يعد قراراً إدارياً مهماً لتأثيره في الربحية والمخاطر، وبالتالي في تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة (Hidayat, Bailusy & Rusandry, 2026). إن قرار الاعتماد على الدين مقابل حقوق الملكية يعتمد بشكل رئيسي على المقايضة بين المزايا الضريبية والتكاليف المالية، حيث كما نصت نظرية المقايضة في هيكل رأس المال على أن المستوى الأمثل للديون يوازن بين الفوائد والتكاليف المترتبة على الدين، ويعني استخدام الدين بنسبة معينة يحقق عوائد أعلى على حقوق الملكية كما يترتب عليه المزيد من التكاليف، لكن في حال تجاوز هذه التكاليف مستوى معين، ستصبح أعلى من الفوائد التي كان من المتوقع الحصول عليها من هذا الدين، ومن ثم كلما زاد اعتماد المؤسسة على الديون انخفضت ضريبة الدخل بالتزامن مع ازدياد المخاطر المالية. مما سبق يتضح أن للرفع المالي تأثير إيجابي في الأنشطة المالية والأداء المالي عند مستوى معين يحقق عوائد أكبر بانخفاض الضرائب، وتأثير سلبي عند ارتفاع تكاليف الفائدة المترتبة على مستويات الدين المرتفعة. (Amalia & Wulandari, 2026)

8- الهيكل التمويلي Financing structure: يشير إلى الطريقة التي تمول بها المؤسسة عملياتها واستثماراتها من خلال مزيج من الديون (طويلة وقصيرة الأجل كالقروض المصرفية والسندات...) وحقوق الملكية (الأسهم التي تمثل حصة ملكية المساهمين) لدعم أنشطة المؤسسة وتحقيق أهدافها المالية وزيادة ربحها. من المهم أن تدرك المؤسسة والمستثمرين العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي لأنه يساهم في اتخاذ القرارات المالية المثلى التي تعظم الربحية والاستقرار والنجاح المالي والاهتمام بالمخاطر، حيث أنه بالرغم من فائدة الاقتراض إلا أنه يتولد عنه التزامات مثل سداد أصل الدين والفوائد والتي يمكن أن تخلق ضغوطاً مالية في حال ضعف إدارتها، وبالنسبة إلى التمويل بالأسهم لا يترتب عليه عبء مالي بل يحصل المساهم على حصته من الأرباح حسب قرار توزيع الأرباح. (العلي، 2020)

9- السيولة Liquidity: الهدف من الحفاظ على مستويات جيدة من السيولة هو تلبية الالتزامات قصيرة الأجل، إدارة التدفقات النقدية بكفاءة، ضمان استمرارية العمليات، واستغلال الفرص الاستثمارية، إلا أن زيادة أو نقصان السيولة عن حاجة المؤسسة يزيد من تكاليفها، حيث أن الأموال الفائضة المستثمرة في الأصول المتداولة يمكن توظيفها في مجالات أخرى تعود على المؤسسة بأرباح أكبر، بينما نقص السيولة يؤدي إلى ضياع الفرص الاستثمارية واللجوء إلى المزيد من القروض قصيرة الأجل أو بيع بعض الأصول بخسارة، كل ذلك يؤدي إلى زيادة التكاليف، لذلك من الضروري أن يفهم المديرون، المستثمرون، وأصحاب المصلحة كافة العلاقة بين السيولة والأداء المالي لتقييم الوضع المالي للمؤسسة واستمراريتها. (علي، 2019)

10- الأنشطة المحاسبية Accounting activities: يقدم نظام معلومات المحاسبة الإدارية الموثوق به مع معايير التوقيت والتكامل، المعلومات الدقيقة والموثوقة التي تساعد المؤسسة في التنفيذ الفعال لاستراتيجية الابتكار التي تؤثر على الأنشطة المالية. (Thuy, 2023)

رابعاً: تحليل الأداء المالي: Financial planning analysis

يعد تحليل الأداء المالي أداة حيوية لتقييم الصحة المالية للمؤسسات، حيث يبين مدى كفاءة استخدام الموارد والقدرة على تحقيق الأهداف المالية، لذلك سنعرض مواضيع مهمة عدّة ومن أهمها تقنيات التحليل المالي:

4-1- مفهوم تحليل الأداء المالي وأنواعه: The concept of financial analysis and its types

يشير تحليل الأداء المالي إلى تحديد الوضع الحالي للمؤسسة من خلال تحديد نقاط القوة والضعف المالية عن طريق الدقة في تكوين العلاقات بين بنود الميزانية العمومية وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية، ومن خلال تشخيص العوامل الواردة في البيانات المالية يمكن الحكم على الربحية وسلامة المؤسسة مالياً، والقدرة على التنبؤ على المدى القصير والطويل. هناك نوعين أساسيين من التحليل المالي هما: (Zachariah, 2021)

1. **التحليل الأساسي:** يفيد في تقييم القيمة الحقيقية للورقة المالية ومقارنتها بالسعر الحالي لمعرفة ما إذا كانت مقومة بأقل أو أعلى من قيمتها الحقيقية، من خلال استخدام النسب المستخرجة من بيانات المؤسسة كأرباح المؤسسة لكل سهم (EPS) لتحديد قيمة المؤسسة، وأيضاً المراجعة الشاملة للمواقف الاقتصادية المالية المحيطة بالمؤسسة.

2. **التحليل الفني:** يفترض أن سعر الورقة المالية يعكس فعلياً جميع المعلومات المتاحة للجمهور ويستخدم الاتجاهات الإحصائية المجمعة من نشاط التداول مثل المتوسطات المتحركة (MA)، بالتالي يحاول فهم اتجاهات الأسعار في السوق بدلاً من تحليل السمات الأساسية للورقة المالية.

4-2- خطوات تحليل الأداء المالي: The steps of financial performance analysis

يوجد خطوات عدة لتحليل مالي فعال، حيث يبدأ بالتخطيط الأولي ويحدد فيه الهدف من التحليل المالي، بعد ذلك تُجمع البيانات المالية للمؤسسة وقائمة الدخل المطلوبة والمتعلقة بالتحليل كنتائج بعض المسوحات، ومن ثم تبدأ عملية معالجة البيانات، التي تقيم مدى موثوقية وكفاية البيانات التي جُمعت وتحليلها باستخدام مؤشرات وأدوات تحليلية مناسبة، كما يمكن إعداد جداول ورسم بيانية توضيحية، وفي المرحلة التالية مرحلة التحليل والتقييم، يتم تفسير المؤشرات والجداول والرسوم البيانية التي سبق إعدادها، وفي ذات الوقت تُجرى مراجعة دقيقة للخصائص الرئيسية للوضع الاقتصادي والمالي للمؤسسة، وأخيراً يجب إعداد تقرير بمعايير معينة، دقيقة، وصارمة. ولا تنتهي الخطوات هنا بل لا بد من إجراء مراجعة دورية للتحليل وتحديث النتائج بشكل منتظم. وكل خطوة مرتبطة بالخطوة السابقة لها، لذلك من المهم إجراء الخطوات بدقة كبيرة. (Safarli & Hasanov, 2024)

4-3- الأطراف المستفيدة من التحليل المالي: Beneficiaries of financial analysis

يمكن للعديد من الأطراف أن تستفيد من التحليل المالي وهم: (نوري، 2021) (Saranya & Babu, 2020)

- **الدائنون:** يهتم الدائنون بسيولة المؤسسة لاتخاذ القرار بمنحها الدين أم لا، ولضمان تسديدها الالتزام المترتب عليها تجاههم.
- **وسطاء الأوراق المالية:** للتعرف على أسعار الأسهم والتغيرات التي قد تحدث بسبب التطورات المالية أو الظروف الاقتصادية، ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة.
- **حاملو السندات:** يهتمون بقدرة المؤسسة على تحقيق التدفق النقدي.
- **الهيئات الحكومية والرقابية:** تهتم بنتائج تحليل الأداء المالي للتأكد من التزام المؤسسة بالأنظمة والقوانين القائمة، وتحديد الضريبة بشكل دقيق وضمان دفعها، بالإضافة إلى الاستفادة من نتائج التحليل في إجراء الإحصاءات.

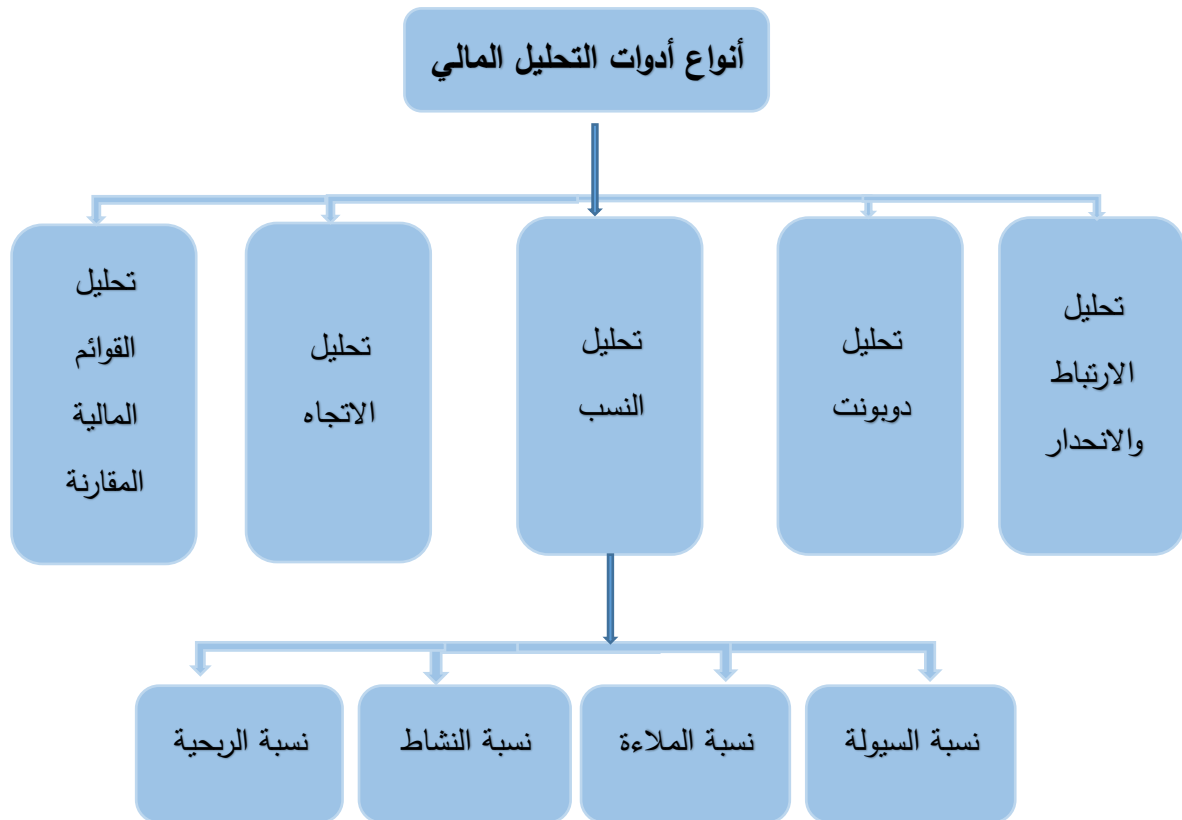
- **مركز الدراسات والأبحاث:** لاستخدامها في مجال الدراسات والاستشارات وغيرها من الخدمات المتنوعة لأغراض علمية وأكاديمية.
- **المستثمرون:** يهتمون بالأرباح الحالية والمتوقعة ومدى استقرارها، لاتخاذ القرار بالاستثمار في هذه المؤسسة أم لا.
- **العاملون:** إن معرفة العاملين بالوضع المالي للمؤسسة وجميع أنشطتها الحالية والمستقبلية، يعزز من رضا العاملين وارتباطهم بالمؤسسة، وبالتالي التقليل من معدل دوران العمل.
- **الإدارة:** للتأكد من الرقابة الداخلية، ومحاولة تحسين الوضع الحالي والمستقبلي للأداء المالي والكلبي للمؤسسة.
- **أصحاب المؤسسة:** يهتم المالكون والمساهمون بنتائج التحليل المالي من نسب أرباح، هيكل رأس المال، المخاطر والسيولة، لأن مصالحهم تتأثر بجميع مجالات التشغيل والظروف المالية.

4-4- تقنيات وأدوات التحليل المالي: Financial analysis techniques and tools

يوضح الشكل التالي بعضاً من أدوات التحليل المالي:

شكل رقم (3): أنواع أدوات التحليل المالي

Types of Financial analysis tools



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى (Zahariev, 2022)، (Barman, 2023)، (Bouakaz & Taibi, 2024)، (Cruz & Sukoco, 2022)، (Subramanyam, 2014).

يعرض الجدول التالي تفاصيل عن بعض تقنيات وأدوات التحليل المالي:

جدول رقم (4): تقنيات وأدوات التحليل المالي

Financial analysis techniques and tools

الأداة	النسبة	الأهمية
نسب السيولة	نسبة السيولة الحالية = الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة	تشير النسبة الأقل من 1 إلى مشاكل في السيولة وصعوبة تلبية الالتزامات، والنسبة المرتفعة تدل على وجود فائض نقدي أو مخزون كبير، غالباً ما يمكن دعم نسبة السيولة المنخفضة من خلال تدفق نقدي تشغيلي قوي.
	نسبة السيولة السريعة = الأصول المتداولة - المخزون / الخصوم المتداولة	تشير إلى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل عند استحقاقها، ولها مكانة حاسمة في نجاح المؤسسة، لأن الفشل في ذلك يؤدي إلى انخفاض تصنيفها الائتماني وقيمة نموها في السوق ومن ثم انخفاض القدرة على الحصول على المزيد من رأس المال.
	نسبة التغطية النقدية للتدفقات النقدية الخارجة = صافي التدفق النقدي التشغيلي / التدفقات النقدية الخارجة من عمليات الاستثمار والتمويل	يشير إلى قدرة المؤسسة على تغطية تدفقاتها النقدية الخارجة من خلال تدفقاتها النقدية التشغيلية، أي مدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية كالفوائد والديون وغيرها من النفقات التشغيلية.
	نسبة التغطية النقدية للالتزامات المتداولة = صافي التدفق النقدي التشغيلي / الخصوم المتداولة	مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل من خلال التدفق النقدي التشغيلي.
	نسبة التوظيف = القروض والسلف / الودائع وما في حكمها	تشير إلى مدى الاعتماد على الودائع وما في حكمها في تلبية القروض الجديدة ولكن ارتفاعها يعني انخفاض كفاءة المؤسسة في الوفاء بالتزاماتها تجاه المودعين.
	نسبة الاحتياطي القانوني = النقد لدى المصرف المركزي / الودائع وما في حكمها	تساعد المصرف المركزي في تحديد حجم الائتمان الممنوح، ففي حال رغبته في التوسع في الائتمان يقلل من هذه النسبة بينما في حال رغبته في تقليل الائتمان يزيد هذه النسبة للحد من التضخم المالي.
	نسبة السيولة القانونية = الاحتياطيات الأولية والثانوية / الودائع وما في حكمها	مدى قدرة الاحتياطيات (النقدية وشبه النقدية) على الوفاء بالتزامات المؤسسة.
	نسبة إجمالي المطالبين إلى إجمالي الموجودات = إجمالي الديون / إجمالي الأصول	تبين مدى مساهمة الديون في تمويل الأصول، ازديادها يدل على ازدياد الاعتماد على الديون بما يحقق ربح يفوق الالتزامات المترتبة عليها، بينما انخفاضها يعني ازدياد حقوق المساهمين (الأصول) لتأمين حقوق الدائنين

الأداة	النسبة	الأهمية
	نسبة إجمالي الدين إلى حقوق الملكية = إجمالي الدين / حقوق الملكية	تدل على الملاءة طويلة الأجل من خلال العلاقة بين الأموال المقترضة ورأس مال المساهمين.
	التغير في نسبة العائد على السهم إلى نسبة التغير في الأرباح التشغيلية = الأرباح قبل الفوائد والضرائب / الأرباح قبل الضرائب	قياس التأثير الحاصل في هيكل رأس المال نتيجة الزيادة في الاقتراض.
	نسبة الأصول الثابتة إلى صافي الثروة = الأصول الثابتة / حقوق الملكية	تشير إلى القوة المالية للمؤسسة، وإذا كانت أكبر من الواحد يعني بعض الأصول الثابتة مؤتة عن طريق الديون.
	نسبة الملكية = أموال المساهمين / إجمالي الأصول	نسبة مساهمة المالكين في إجمالي الأصول
نسب النشاط	معدل دوران المخزون = صافي المبيعات / المخزون	تشير إلى سرعة تحويل المخزون إلى المبيعات وبالتالي فعالية إدارته.
	فترة الاحتفاظ بالمخزون = 365 / معدل دوران المخزون	تساعد في معرفة عدد أيام الاحتفاظ في المخزون.
	معدل دوران الأصول الثابتة = صافي المبيعات / صافي الأصول الثابتة	مدى قدرة المؤسسة في توليد مبيعات بالاعتماد على أصولها الثابتة، وبالتالي تشير إلى مدى الاستثمار في الأصول ومستوى إنتاجيتها.
	معدل دوران إجمالي الأصول = صافي المبيعات / إجمالي الأصول	تظهر كفاءة المؤسسة في استثمار أصولها في توليد الإيرادات
	معدل دوران رأس المال المستخدم = المبيعات / رأس المال المستخدم	يشير إلى كفاءة المؤسسة في استثمار رأس المال.
	معدل دوران رأس المال العامل = صافي المبيعات / رأس المال العامل	تشير إلى عدد المرات التي تم فيها تدوير رأس المال العامل، كما يدل على مدى الإفراط أو الانخفاض في التداول، ومدى فعالية المؤسسة في استثمار أصولها المتداولة لتوليد المبيعات.
نسب الربحية	العائد على الأصول = صافي الربح / إجمالي الأصول	تشير إلى قدرة المؤسسة وكفاءتها في استخدام الأصول لتوليد الأرباح، إذ أن أساس دخل العمليات التشغيلية هو هذه الأصول.
	العائد على حقوق الملكية = صافي الربح / حقوق الملكية	تشير إلى فاعلية الإدارة في استثمار أموال المساهمين وتوليد الأرباح الناتجة عنها.
	العائد على الودائع = صافي الربح / الودائع	تبين الاستغلال الأمثل للودائع ومدى قدرتها في توليد الأرباح.
	مؤشر النقدية التشغيلية = صافي التدفق النقدي التشغيلي / صافي الدخل	يشير إلى مدى فعالية العمليات التشغيلية في توليد الدخل.

الأداة	النسبة	الأهمية
	نسبة التدفق النقدي التشغيلي = صافي التدفق النقدي التشغيلي / صافي المبيعات	نسبة التدفقات النقدية التشغيلية من صافي المبيعات، أي مدى كفاءة المؤسسة في تحويل مبيعاتها إلى تدفقات نقدية
	معدل العائد على الأموال المتاحة = صافي الربح / الودائع وحقوق الملكية	تمثل قدرة المؤسسة من استثمار الأموال المتاحة من ودائع وحقوق ملكية وما في حكمها ومن ثم توليد الأرباح.
	نسبة صافي الربح = صافي الربح / صافي المبيعات	تقيس القدرة على تغطية جميع تكاليف التشغيل بما فيها التكاليف غير التشغيلية حيث تكشف عن الربح المتبقي بعد خصم جميع تكاليف الإنتاج والإدارة والتمويل من المبيعات والاعتراف بضرائب الدخل. وهو أفضل المقاييس للنتائج الإجمالية للمؤسسة خاصة عند دمجه مع تقييم مدى نجاحها في استخدام رأس المال العامل.
	نسبة الربح الإجمالي = الربح الإجمالي / صافي المبيعات	تظهر مدى قدرة المنتجات أو الخدمات على توليد الأرباح قبل مصاريف البيع والإدارة أي تهمل التكاليف غير المباشرة، وانخفاضها يشير إلى انخفاض أسعار المبيعات أو ارتفاع تكاليفها
	نسبة التشغيل = تكلفة البضائع المباعة / صافي المبيعات	تساعد في معرفة إلى أي مدى قادرة المؤسسة على انخفاض التكاليف مع توليد الإيرادات
تحليل الاتجاه	تؤخذ بيانات إحدى السنوات على أنها سنة الأساس ثم يؤخذ على أنها 100 ويتم حساب نسب الاتجاه عن طريق قسمة كل رقم في بيان السنة الأخرى على البند المقابل في بيان السنة الأساسية كنسبة مئوية	يساعد في المقارنة بين المؤسسات والتنبؤ في المستقبل، وفهم موقف السيولة على المدى القصير وموقف الملاءة المالية على المدى الطويل وقياس الربحية على مر السنين بمساعدة بعض النسب المالية. ولكن من الصعب اختيار سنة أساس وصعوبة الاتساق وغير مفيد في حالات التضخم.
تحليل دويونت	العائد على حقوق المساهمين = (صافي الدخل / المبيعات) * (المبيعات / الأصول) * (الأصول / حقوق المساهمين)	يساعد في الوصول على فهم أفضل لمعدل العائد على حقوق الملكية، حيث يوضح تفاصيل أكثر عن مواطن الضعف والقوة، ففي المعادلة يوجد العائد على حقوق المساهمين مكون من هامش صافي الربح أي مقدار الربح المحقق، ودوران الأصول مما يعني مدى كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها، ومضاعف حقوق الملكية وهو مقياس لمدى استئانة المؤسسة، إذا ارتفع العائد على حقوق المساهمين للمؤسسة بسبب زيادة هامش صافي الربح أو دوران الأصول، فهذه علامة إيجابية للمؤسسة. ومع ذلك إذا كان العائد على حقوق المساهمين يتزايد بسبب مضاعف حقوق الملكية فقد لا يكون ذلك علامة جيدة حيث تشير إلى أن المؤسسة تزيد بعض العائد على حقوق المساهمين بسبب الاستئانة الزائدة.

الأداة	النسبة	الأهمية
تحليل الارتباط والانحدار	$R = \frac{n(\sum xy) - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{[n(\sum x^2) - (\sum x)^2][n(\sum y^2) - (\sum y)^2]}}$	يساعد في معرفة ما إذا كان سيتأثر المتغير التابع (صافي الربح Y) بسبب التغير في التغير المستقل (صافي المبيعات X) في عدد السنوات n. ومدى قوة العلاقة الخطية بين متغيرين.
القوائم المالية المقارنة	دراسة اتجاه نفس العناصر في قائمتين أو أكثر لنفس المؤسسة في تواريخ مختلفة	إمكانية المستثمرين وأصحاب المصلحة من تحليل الأداء المالي من خلال المقارنة مع العام الماضي

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على: (علي، 2024) (السعيد، 2022)، (kim, Duvernath & Thanh, 2021)، (Zachariah, 2021)، (علي، 2019) و(القضاة، 2015)، (Zahariev, 2022)، (Subramanyam, 2014)، (Barman, 2023)، (Bouakaz & Taibi, 2024)، (Cruz & Sukoco, 2022)

خامساً: التحيزات السلوكية المؤثرة في الأداء المالي في ظل قرار تنويع المحفظة الاستثمارية: Behavioral biases affecting financial performance in the context of portfolio diversification

بدايةً سنتحدث عن أثر تنويع المحفظة الاستثمارية في الأداء المالي، وهذا الأثر يختلف بين دراسة وأخرى، حيث أثبتت دراسة (Muthui & Wepukhulu, 2019) وجود علاقة إيجابية بين تنويع المحفظة والأداء المالي، فمن خلال قيام المؤسسة بتوسيع أنشطة الإقراض لتشمل صناعات اقتصادية متعددة وجديدة يزيد من عوائد المحفظة الائتمانية بالتزامن مع انخفاض التخلف عن السداد، وبيّنت الدراسة أن الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية يعزز الأداء المالي لخلوها من المخاطر وليسيولتها المرتفعة بسبب مشاركة المصارف والمؤسسات المالية الأخرى بشكل منظم فيها. بينما الاستثمار في الأسهم يؤثر سلباً في الأداء المالي بسبب التقلبات المتكررة وصعوبة التنبؤ في معظم الأوقات مما ينعكس سلباً في مواجهة المؤسسات للخسائر الفادحة بسبب عدم اليقين واستغراق وقت طويل لتحقيق العوائد. على عكس دراسة (Kioko & Ochieng, 2020) التي أثبتت أن الاستثمار في الأسهم له تأثير إيجابي في الأداء المالي، حيث أنها توفر فرصة لتحقيق عوائد عالية عند الاستثمار في مؤسسات مستقرة أو سريعة النمو في فترات قصيرة، بينما الاستثمار في العقارات يعزز الأداء المالي، حيث أنها تدر مكاسب أعلى بسبب ارتفاع قيمة الأراضي وهذا ما أكدت عليه أيضاً دراسة (Muthui & Wepukhulu, 2019)، بالتالي إن تنويع المحفظة يؤثر إيجاباً في الأداء المالي. وهذا ما يتوافق مع دراسة (Adhimbo, Melly & Mwanza, 2023) التي أثبتت أن تنويع المحفظة يؤدي إلى تحسين الأداء المالي من خلال تنويع الاستثمارات وتخصيص الموارد لأنواع مختلفة من الاستثمارات. لكن هذا يختلف عن دراسة (Kumanayake, 2019) التي توصلت إلى وجود أثر سلبي لتنويع المحفظة في الأداء

المالي والتركز هو الأفضل، حيث أن المصارف المتخصصة لديها مخصصات أقل لخسائر القروض ومعدلات القروض المتعثرة، فالتركز يزيد العائد بالتزامن مع تقليل مخاطر التخلف عن السداد. كما أن التنوع يؤدي إلى انخفاض قابلية المصارف للإشراف على إجمالي القروض بشكل جيد، بسبب زيادة تكاليف المراقبة لحاجتها إلى خبراء لإدارة جميع القطاعات، مما يؤدي إلى زيادة احتمال التخلف عن السداد ومن ثم تكبد المؤسسة خسائر ضخمة.

مما سبق نستنتج عدم اتفاق جميع الدراسات السابقة على نتيجة واحدة حول تأثير تنوع المحفظة الاستثمارية في الأداء المالي، هذا من الناحية التقليدية، لكن كيف سيكون هذا الأثر عند أخذ العوامل السلوكية والنفسية والاجتماعية في الحسبان. وهذا ما سنتطرق إليه الآن.

1- تحيز الثقة المفرطة: Overconfidence bias

تنوعت نتائج الدراسات التي تناولت العلاقة بين تحيز الثقة المفرطة والأداء المالي، فقد أثبت بعضها وجود علاقة إيجابية بالأداء المالي كدراسة (Wang, Wang, Yang, Huang & Cui, 2021) التي وضّحت أن الثقة المفرطة تمنح المديرين الجرأة في اتخاذ القرارات وتجعلهم يقوموا بما كانوا خائفين منه وغير راغبين بالقيام به والذي قد يحقق عائداً ودخلاً إيجابياً للمؤسسة. لكن ثقة متخذ القرار بنفسه بشكل مفرط واعتقاده أن نتائج القرار تحت سيطرته تجعله يقلل من المخاطر المحتملة ويبالغ في تقدير المكافآت، هذا بدوره يزيد من عدم اليقين بالأعمال، وبالتالي ازدياد مخاطر الأداء واحتمالات الفشل، هذا ما أثبتته دراسة (Chang & Lin, 2022)، والتي تتفق مع دراسة (السعيد، 2022) التي أثبتت وجود أثر سلبي للثقة المفرطة في الأداء المالي حيث أنها تسبب زيادة مستويات التداول الذي يؤدي إلى تقلبات وعوائد متأخرة ومن ثم تحقيق خسائر وتكاليف كبيرة.

من ناحية أخرى، الثقة المفرطة بشأن صحة المعلومات التي يمتلكها متخذ القرار تجعله يبالغ في دقة تحليلاته حول أداء الأسهم، مما يؤدي إلى تركّز استثماراته في أوراق مالية معينة، بالإضافة إلى التداول النشط لاعتقادهم أن كل ذلك يولد أرباح كبيرة (Jamal & Rizwan, 2022) وهذا ما يتفق مع دراسة (Anwar, Khan & Rehman, 2017) التي أثبتت أن الثقة المفرطة تجعل المستثمر يستثمر في أسهم مؤسسات معروفة ومحلية، مما يؤدي إلى ضعف تنوع المحفظة الاستثمارية.

2- تحيز المحاسبة العقلية: Mental accounting bias

يشير تحيز المحاسبة العقلية إلى الطريقة التي يقوم من خلالها الأفراد بتنظيم وتفسير نتائج قراراتهم، من خلال تقسيم مواردهم المالية إلى حسابات ذهنية منفصلة، حيث يتم تقييم التكاليف والمنافع المرتبطة بكل حساب على حدة، بالإضافة إلى تحديد الإطار الزمني الذي يتم فيه تقييم هذه الحسابات العقلية سواء كان يومياً، أسبوعياً، أو

شهرياً، فإن المستثمر الذي يوازن حساباته أسبوعياً بدلاً من مرة في الشهر من المرجح أن ينفق مكاسب اليانصيب على السلع الفاخرة خلال نفس الأسبوع الذي كسب فيه المال مقارنةً بأسبوع لاحق. بالتالي تشهد المؤسسة زيادة في الكفاءة الاقتصادية لقرارات الاستثمار والإنفاق، عندما تنظر إلى نمط الإنفاق على أنه يجب أن يخدم مصلحة المؤسسة. كما أن قرارات المحاسبة العقلية مثل تصنيف الاستثمارات إلى فئات، وكم مرة يجب تقييم الحسابات العقلية وموازنتها يمكن أن يؤثر في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتي بدورها تؤثر إيجاباً في ربحية المؤسسات. وهذا ما أثبتته دراسة (Anolam, Okoroafor & Ajaero, 2015)

لكن بالنسبة لتأثير تحيز المحاسبة العقلية في تنويع المحفظة الاستثمارية، قد لا يكون إيجابياً كما هو الحال في تأثيره في الأداء المالي، حيث أن المستثمر يركز في تنويع الأهداف الاستثمارية عوضاً عن تنويع الأصول، مما يؤدي إلى بناء محافظ غير مثالية وغير كفوءة على أساس توزيع الأهداف الاستثمارية والحسابات الذهنية المرتبطة بها، بالتالي يتم النظر إلى المحفظة على أنها هرم من الموجودات، كل طبقة منه تلبي هدف معين، وعند تحقيق هدف لطبقة معينة ينتقل لتحقيق هدف آخر منفصل (هادي وفارس، 2018). كما أثبتت دراسة (Linciano, 2010) ضعف التنويع من خلال نظرية المحفظة السلوكية التي تنص أيضاً على بناء المحفظة على شكل طبقة تلو الأخرى تبعاً للهدف المراد تحقيقه، مما يؤدي إلى الجمع بين الأصول منخفضة المخاطر في الطبقات الدنيا (التي توفر الحماية ولكنها لا تسمح للوصول إلى الهدف المحدد على مستوى المحفظة) مع الاستثمارات الخطرة في الطبقات العليا (التي تزيد من احتمالية استغلال الإمكانيات) بالتالي ضعف النتائج بسبب تجاهل التباين بين الطبقات. وهذا يتفق مع دراسة (Karimi & Theuri, 2023) التي تنص على أن تحيز المحاسبة العقلية يتعامل مع عناصر المحفظة بشكل منفصل، مما يؤدي إلى تجاهل الترابط بين الاستثمارات المختلفة. كما أن دراسة (Sukanya & Thimmarayappa, 2015) فسّرت ضعف التنويع بسبب تحيز المحاسبة العقلية بأن استخدامه مرتبط بالسيطرة الذاتية غير الكاملة للمستثمرين مما يجعلهم يفصلون مواردهم المالية إلى رأس مال وأموال متاحة ضمن مجموعات الإنفاق، للسيطرة على رغبتهم في الإفراط في الإنفاق، بالتالي يتعاملون مع كل عنصر من عناصر المحفظة بشكل منفصل مما يؤدي إلى التخلي عن فوائد التنويع.

3- تحيز الألفة: Familiarity bias

أثبتت دراسة (Nurcahya & Maharani, 2021) أن تحيز الألفة يؤثر سلباً في الأداء المالي، حيث أن هذا التحيز يؤدي إلى وجود تحيز الوطن أي الاستثمار داخل الوطن الأم والسوق المحلية فقط (تحيز محلي)، مما يؤدي إلى تشكيل محافظ أقل من المثالية بالتالي الأرباح المتولدة عنها ليست أرباح مثالية.

وفيما يتعلق بتأثير تحيز الألفة في تنويع المحفظة الاستثمارية، فقد أشارت دراسة (Awalakki & Archana, 2024) وجود علاقة سلبية بين التحيز المحلي وتنويع المحفظة الاستثمارية، حيث يؤدي إلى محافظ غير متنوعة والتركز في أسواقهم المحلية بسبب شعورهم بالأمان تجاه الاستثمارات المحلية وقلة الوعي بفوائد التنويع العالمي (الجغرافي) التي تحد من المخاطر. وهذا ما يتفق مع دراستي (Elias, Alhabshi & Haron, 2022) و (Anwar, Rahman, & Khan, 2017). كما أن المستثمر يشعر بالألفة تجاه الأوراق المالية والمؤسسات التي لديه معرفة مسبقة بها، بالتالي سيركز استثماراته فيها مما قد يؤدي إلى ضعف التنويع. (Shefrin & Statman, 2000)

4- تحيز النفور من الخسارة: Loss aversion bias

إن تحيز النفور من الخسارة يؤدي إلى التمسك بالاستثمارات الخاسرة وعدم بيعها معنقدين الاستمرار في تكبد الخسائر، كما أنه يضر بتكرار التداول حيث يصبحون أكثر حذراً في البحث عن استثمارات محفوفة بالمخاطر. كل ذلك يجعلهم يتكبدون المزيد من الخسائر، بالتالي التأثير سلباً في ربحية المؤسسات وأدائها المالي (Turangan & Kim, 2023). هذا ما يتفق مع دراسة (Lampthey & Marsidi, 2020) التي وضحت أن النفور من الخسارة يؤدي إلى استثمار أقل في المخزون كأحد مكونات رأس المال العامل الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض هوامش الربح وتحقيق خسائر ويتولد لديهم تحيز النفور من المخاطرة، بينما الأقل نفوراً من الخسارة يجعله يسعى إلى المخاطرة وتحقيق الأرباح.

في ذات الوقت يؤدي النفور من الخسارة إلى اعتماد مؤشر السوق المحلي الذي يعتبر مرئي وأكثر بروزاً من المعايير الأخرى كنقطة مرجعية له، بالتالي سيستثمر في الأصول المحلية أكثر بكثير مما تتوقعه نظرية المنفعة المتوقعة حتى مع وجود معلومات كاملة عن توزيع العائد على الأصول المحلية والدولية بالتزامن مع عدم وجود تكاليف للمعاملات. مما يؤدي إلى تخصيص المحفظة بعيداً عن التنويع الكامل، والاستثمار في أصول تتوافق مع مؤشر السوق المحلي (Schwed, 2018).

5- تحيز سلوك القطيع: Herding behavior bias

اختلفت نتائج الدراسات ناحية تأثير تحيز سلوك القطيع في الأداء المالي، حيث أن غموض بيئة الأعمال يجعل المؤسسات تميل إلى تقليد أقرانها وتقليد المؤسسات المنافسة، والتي تتمتع بمركز جيد في السوق، مما يؤدي إلى انخفاض بعض التكاليف غير المنتجة، ومن ثم تعزيز ربحية المؤسسات واستقرارها ونموها. في ذات الوقت تقليد المؤسسات الأخرى بشكل أعمى ودون دراسة وقيود واضحة يؤدي إلى انخفاض الربحية وضعف الأداء المالي بسبب عدم ملائمة نماذج الأعمال والقرارات المتخذة في المؤسسات النظرية مع قدرات وسياسيات هذه المؤسسة،

بالتالي تدهور كفاءتها المالية (Farooq, Tabash, Abousamak & Habib, 2022)، وهذا ما يتفق مع دراسة (السعيد، 2022) التي أثبتت وجود تأثير سلبي لتحيز سلوك القطيع في الأداء المالي بسبب اتخاذ القرارات الخاطئة في ظل عدم اليقين عند البحث عن المعلومات والقرارات اللازمة والواجب اتخاذها بما يتناسب مع المؤسسة. بالنظر إلى تأثيره في تنويع المحفظة الاستثمارية تبين أن تحيز سلوك القطيع يجعل المؤسسات تتبع استراتيجيات المؤسسات الأخرى، وعدم الاهتمام بمكونات المحفظة الخاصة بها والمناسبة لها، مما قد يسبب ضعف القدرة على تنويع المحفظة الاستثمارية. (هادي وفارس، 2018)

- ❖ لتوضيح العلاقة بين التحيزات السلوكية وتنويع المحفظة الاستثمارية والأداء المالي، نستنتج مما سبق:
 - بناءً على نظرية المحفظة السلوكية، فإن التحيزات السلوكية كتحيز النفور من الخسارة تجعل المستثمر يبني حسابات عقلية منخفضة الطموح، بالتالي محفظة مكونة من سندات خالية من المخاطر (ضعف التنويع) مما يؤدي إلى انخفاض العوائد المتوقعة، ومن ثم الانعكاس سلباً على الأداء المالي.
 - تُبنى المحافظ السلوكية على أساس الرغبات مثل الاحترام والمكانة الاجتماعية العالية، فقد تجعلهم يبنون محافظ مركزة بناءً على الهدف المُراد تحقيقه فقط، وربما تضعهم تحت الحدود الفعالة، مما يعرضهم لمخاطر عالية فيما يتعلق بالعوائد المالية المنخفضة، والذي سينعكس على الأداء المالي للمؤسسة.
 - يؤدي تحيز الألفة إلى الاستثمار في السوق المحلية فقط، بالتالي تشكيل محافظ أقل من المثالية وعدم توليد أرباح مثالية مما يؤثر سلباً في الأداء المالي.
 - بناء المحفظة وفق طبقات تبعاً للأهداف والرغبات المراد تحقيقها، متجاهلين التباين بينها، مما يؤدي إلى تكوين محفظة تحت الحدود الفعالة، مما يؤدي إلى تعريضهم لمخاطر عالية فيما يتعلق بالعوائد المالية المنخفضة.

سادساً: انهيار المصرف: Barings Bank Collapse

مصرف Barings أقدم مصرف تجاري في العالم، حقق خسائر بقيمة 850 مليون جنيه إسترليني من أصوله، مما انتهى الأمر بإفلاسه، وذلك بسبب استثمار موظف لديه (Lesson) بطريقة خاطئة واحتمالية لتحقيق أهداف معينة ناتجة عن العديد من التحيزات السلوكية التي أثرت فيه (Matey, 2020)

بدايةً سنتحدث عن خلفية المصرف، كانت عائلة Barings قوة عظمى في لندن، وقد كان على وشك الإفلاس عام 1890 بسبب استثمار مضاري (عالي المخاطر) في Buenos Aires، وأنقذ من قبل مصرف إنجلترا، وبعد هذه المرحلة قرر المصرف الابتعاد عن التداول عالي المخاطر بالرغم من تحقيقه عوائد مرتفعة، والتفت إلى الخدمات المصرفية التقليدية منخفضة العوائد (النفور من الخسارة)، مما أدى إلى تراجع نفوذ عائلة Barings خلال القرن العشرين، فقرر بعض المسؤولين التنفيذيين تعويض بعضاً من خسارتهم، واستعانوا بالمول

Christopher Heath الذي قام بإنشاء مؤسسة جديدة Barings للأوراق المالية، وأفرط في استثماره في أسهم السوق اليابانية التي حققت ارتفاعاً في قيمتها مع ارتفاع مؤشر Nikkei وعاد ذلك بأرباح مرتفعة على المؤسسة ودون مخاطرة واضحة، فأصبح الممول Heath رجل الأعمال الأعلى أجراً، وقد حققت هذه المؤسسة نمواً سريعاً، وكانت منفصلة عن عالم المصرف نفسه وكان موظفيها هم صناع الصفقات وليس مصرفيين. لكن هذا لم يستمر فسرعان ما انهارت المؤسسة وحققت خسائر في نهاية العقد بسبب توقف سوق الأسهم اليابانية، وعاد المصرفيون للسيطرة وعينوا Peter Norris وطرد Heath. انهياره كان مرتبطاً ببيئة السوق التي يحركها هرمون التستوستيرون والتي تتسم بمنافسة شديدة، كما أن المكافآت المالية غير العادية التي تعرض على المتداولين لتحقيق الأرباح، يجعلهم متحيزين نحو المخاطر.

وفي هذا الوضع الذي توصل إليه المصرف جعله يبحث عن شخصية منقذة لاستعادة أرباحه، حينها قدم Lesson نفسه، وهو محاسب لدى Barings في لندن، ولديه موهبة في جمع الأموال المستحقة، بالإضافة إلى تميزه في معرفة كيفية حساب المشتقات بالرغم من عدم فهمه لكيفية تسعيرها والتداول فيها لتعقيدها وصعوبتها، مما أدى إلى اكتسابه ثقتهم وإيمانهم في أرباحه الظاهرة بدلاً من الشك فيها، حيث كانوا يعتقدون أن أنشطته تتسم بالمخاطرة المنخفضة واحتكاره للسوق كاحتكار Heath سابقاً، وكانوا يريدون منه عدم المجازفة وإنما التداول منخفض المخاطر وعالي الحجم لاستعادة الأرباح والمكافآت. ولكن لم يكن Lesson يريد العمل فقط في المكتب الخلفي بل كان يطمح لأن يكون في قاعات التداول، وتقدم بطلب ذلك ولكنه رُفِضَ بسبب الديون غير المدفوعة المترتبة عليه وأحكام محكمة ضده، ولكن عندما فتح Barings مكتب له في سنغافورة للتداول في بوصة SIMEX كان Lesson مرشحاً لإدارته بسبب معرفته في كيفية حساب الأصول التي سيتم تداولها وبسبب ثقتهم به (Greener, 2007).

وهنا بدأت رحلة Lesson للوصول إلى رغبته وتحقيق الأرباح المرتفعة. وساعده على ذلك عدة أمور، من بينها:

- الشكل التنظيمي الفوضوي لمؤسسة Barings مما سبب في ظهور ثغرات استغلها Lesson، فلم يكن واضحاً لمن يقدم تقاريره بالرغم من توضيح رئيس العمليات في جنوب آسيا James Bax عن المشاكل في إعداد التقارير والمساءلة قبل تعيين Lesson. وبذلك أصبح Lesson بدون مدير عليه (Matey, 2020)، وخضع لامتحانات التداول وحصل على رخصة التداول في سنغافورة، فأصبح لديه دور مزدوج "متداول ومحاسب"، لكنه لا يزال لا يستطيع التداول بسبب عدم معرفته بذلك لصعوبة صيغ التداول واعتمادها على سلوك المتداولين عند التسعير وبيع الخيارات. (Greener, 2007)

- اشترى برنامج Contac لتقديم حسابات متماسكة إلى مصرف Barings عن تداولات Lesson في بورصة SIMEX في سنغافورة، لكن لم يتفق هذا البرنامج مع برنامج Barings في لندن، وأدى إلى حدوث مشاكل لذلك

طلب رئيس تسويات العقود الآجلة Gordon Bowser في Barings للأوراق المالية من Lesson عدم إرسال رصيد حساب خطأ المرقم بـ 99905، فاستجاب Lesson بإنشاء حساب آخر خطأ أطلق عليه 88888 ليكون رقم حظه لأن رقم 8 محظوظ في سنغافورة، وعدّل Contac بحيث لا يتم إرسال رصيده إلى لندن، وبدلاً من ذلك كان من المقرر نقل مطلب دفع الهامش فقط والذي كان أصغر بكثير من الرصيد الإجمالي في حساب 88888 وهو ما يمثل دفعة حسن نية مطلوبة لمؤسسة SIMEX لإظهار قدرة Barings على تغطية ديونه بدلاً من الرقم الإجمالي الذي يدين به المصرف للبورصة، وبسبب ذلك أخفيت الصورة الحقيقية لمديونية Lesson وقدم نفسه كمندول ناجح (Sarno & Martins, 2018)

- كما كان موظفو Lesson في سنغافورة مخلصين له خاصةً الإناث بسبب اعتماده على الثقافة الأبوية في سنغافورة وتغطية أخطائهم ومنحهم مكافآت، بالإضافة إلى رفقته مع رئيس مجلس إدارة SIMEX، بالتالي لم يستطع المسؤولون التنفيذيون في Barings من التحقق من أنشطة Lesson من أشخاص آخرين كموظفيه بل منه فقط وكان ماهر في الحديث عن نفسه أمام كبار المديرين، وهذا ساعد في عدم اكتشاف فشل تداوله (Greener, 2007).

- بالإضافة إلى ذلك، قام بإجراء صفقات متقاطعة وترجم الخسائر إلى أرباح فعلية من خلال إرسالها إلى حساب 88888 وتقديم قيد مزدوج مماثل للربح في مكان آخر من إقراراته وبذلك نجح في التلاعب بالأرقام وإظهار نجاح تداوله الخادع (Matey, 2020).

- ومن ناحية أخرى كان Lesson بحاجة إلى الظهور بمظهر الناجح في قاعة البورصة بالرغم من تكبده الخسائر وعدم اكتشاف المتداولين المحترفين له، وساعده على ذلك شخصيته البارزة فكان ذو قامة طويلة ضخمة وذو صوت عالٍ، وكان ينظر إليه على أنه نجم صاعد في البورصة لأحجام التداول الكبيرة التي قام بها نيابةً عن عملائه الغامضين والذين في الواقع غير موجودين أساساً، بالإضافة إلى قيامه بالتنشئة الاجتماعية وتكوين الصداقة مع العديد من المتداولين إلى جانب موظفيه، مما ساعده ذلك في كسب موافقتهم على إجراء عمليات التداول المتقاطعة خدمةً له وأملاً بانتقال حظه إليهم. مما جعل المتداولين الآخرين التفكير جيداً والحذر قبل المراهنة ضد المراكز التي يشغلها Lesson في البورصة فكان مركزه كبيراً ومنتامياً، ومن خلال أدائه لعمليات التداول المتقاطعة ومشاركته "النجاح" مع متداولين آخرين تمكن من تجنيد جزء كبير من بورصة SIMEX لقضيته (Abraham & Sardais, 2008)

تمكن Lesson من خلال تداوله من التحدث نيابةً عن مستقبل سوق الأسهم اليابانية. تطلبت استراتيجيته التداولية منه دفع كل التقلبات في العقود الآجلة في بورصة Nikkei للحفاظ على استقرار السوق بشكل فردي. إذا بقيت في هذا الوضع لا ترتفع ولا تنخفض في نطاق محدود من القيم، فسيكون قادر على استعادة أفساط الخيارات التي باعها في البورصة والبدء في تعويض خسائره (Greener, 2007).

لكن لم يمر الأمر بسلاسة وأمان بل لا بد من وجود بعض المعارضين له والمشككين بأرباحه وأنشطته منهم:

- Ian Hopkins رئيس الخزنة والمخاطر الذي خاض معركة طويلة مع هيئة الأوراق المالية والعقود الآجلة لإثبات أنه حذر كبار المديرين في Barings من نقاط الضعف في ضوابط المصرف قبل انهياره ولكن تم تجاهله (Greener, 2007).
- كما كان Tony Hawes أمين صندوق مصرف Barings للاستثمار يطلب باستمرار مزيد من المعلومات حول أنشطته ويرسل قوائم طويلة من الأسئلة ويطلب مبررات لطلباته المتكررة للحصول على التمويل. وقبل أيام قليلة من انهيار المصرف في فبراير/شباط 1995 وصلت آخر قائمة من أسئلة Hawes حول أنشطة Lesson إلى رئيس قسم التداول Ron Baker والذي غضب واشتكى إلى Norris بسبب مضايقة متداوله النجم، ولم يتم الإجابة على أسئلته، واستمر Lesson في أنشطته واحتياله وازدياد خسائره بشكل كبير (Brown, 2005).
- بدأ فريق التدقيق بالتحقيق من صحة أرباحه ولكن بدون بطل الفريق الرئيسي Ash Lewis بسبب استدعائه إلى الفرع الأمريكي الجديد لمؤسسة Barings لحل مشكلة ما. كما أنه لم يتعاون أحداً مع فريق التدقيق سواء موظفي Lesson أو المدير المحلي لـ James Bax، Simon Jones الذي رفض المساعدة لاعتقاده أن أي تدخل في عملياته فهو غير مبرر. وبذلك كانت سنغافورة البعيدة عن لندن في الزمان والمكان بعيدة تنظيمياً أيضاً، كل ذلك وبسبب ضعف الفريق المدقق والحاجة إلى التفاوض بالكامل مع Lesson حصل مكتبه على شهادة صحية واكتسب مصداقية Barings (Greener, 2007).
- لكن فريق المراجعة الخارجية برئاسة Lybrand وCoopers في سينغافورة وجدوا ثغرة في حسابات Lesson تقدر بنحو 50 مليون جنيه إسترليني وهو ما يعادل حجم خسارته، ولكنه نفذ باختراعه قصة غير متسقة بمساعدة موظفيه وبعض البيانات المصرفية، وخاصة إرساله وثائق رئيسية من Lesson إلى المراجعين من منزله ومختومة من Nick & Lisa بواسطة جهاز الفاكس الخاص به (Abraham & Sardais, 2008).
- كما أدى التحقيق في الدور المزدوج لـ Lesson إلى التوصية بالتوقف عن إدارة كل من المكاتب الأمامية والخلفية ولكن عدم تعيين مدير جديد ونتيجة هذه الأحداث انتهت لجنة الأصول والخصوم في Barings إلى أنشطة Lesson ولكن لم يمنعه ذلك من التداول (Abraham & Sardais, 2008).
- وبذلك يبدو أن Lesson قد ضم إلى شبكته فرق تدقيق داخلية وخارجية. كما كان منظمو SIMEX على دراية بأنشطة التداول المتقاطع التي يقوم بها Lesson وانتهاكه للوائح البورصة الخاصة بهم، لكن لم يمنعه من أي شيء، وسرعان ما ازداد حجم التداول بشكل كبير وكان ذلك مهماً للبورصة، ولكن في النهاية اشتركت SIMEX من أنشطته إلى Barings، فوض James Bax كتابة الرد إلى Simon Jones، الذي لم يكن يفهم أنشطة Lesson حقاً وكان منشغل بمشاكل عائلية، ففوض الأمر إلى Lesson وبذلك استمر باحتياله. ونجح في ضم

الجهات التنظيمية لمؤسسة SIMEX باحتياله بسبب بعد مكتب Barings في سنغافورة عن سلسلة القيادة في لندن (Greener, 2007).

تورط مصرف إنكلترا بشكل غير مباشر في إفلاس المصرف بسبب قبوله بإرسال رأس ماله بالكامل تقريباً إلى الخارج وهذا انتهاك للوائح المالية الخاصة. ولم يطالب المصرف بالامتثال إلا بعد فوات الأوان. ولم يتعلم كيف يكون أقل ثقة وأكثر فضولاً. وبدون الامتثال الضمني (الموافقة غير المباشرة والتغاضي عن الممارسات الخاطئة) من جانب المصرف ما كان Lesson ليتسبب في إفلاس Barings، فاستغلاله عن قصد أو غير قصد للروابط الودية بين Barings ومصرف إنكلترا جعله مشارك في الاحتيال (Brown, 2005).

عندما أصبحت مراكز التداول التي يمتلكها Lesson ضخمة بشكل غير عادي بدأ المتداولون الآخرون يشككون في وجود عميل Lesson الغامض ويشيرون إلى الهيمنة التي يمارسها Barings على البورصة. مما جعله مضطراً إلى إما الاستمرار في التداول أو أن يعترف بارتكابه الاحتيال ويواجه خسائره، وكانت التكلفة البديلة المترتبة على استمراره في الاحتيال صفرًا، فقد اضطر للقيام بذلك خوفاً من أن يتم اكتشافه ومن مواجهة خسائره. على الرغم من معرفته أنه لا بد أن يبيع كل ما في حساباته ويخرج من قاعة التداول ولكن لم يستطع. ومع تزايد خسائره وحاجته إلى تمويل أكبر وأكبر من لندن تعرض لضغوط متزايدة للإعلان عن ربحية أكبر. ولكن في السابع عشر من يناير/ كانون الثاني، اندلع زلزال بقوة 7.2 درجة في اليابان وعلى بعد عشر ميلاً فقط من البورصة التي كان يراهن على أنها ستبقى ثابتة وبذل كل ما بوسعه لإزالة التقلبات من العقود الآجلة وبقيت السوق مستقرة ثم ارتفعت لفترة وجيزة في 23 يناير ثم انهارت حيث انخفضت بمقدار 1175 نقطة خلال يوم وخسر Lesson أكثر من 100 مليون جنيه إسترليني. ثم بدأ Lesson مضاعفة تداوله لمحاولة دفع السوق على الارتفاع بمفرده تقريباً وهي استراتيجية كلاسيكية للمقامر لكنها فشلت (Sarno & Martins, 2018). وعند إدراكه انتهاء اللعبة حاول الهروب ولكن انتهى به الأمر في السجن وكتب كتاب "التداول المحتال"، وبعد خروجه أصبح يعمل كمحقق بالمؤسسات مسؤولاً عن التعامل مع حالات السلوك المالي. (Greener, 2007)

نستنتج مما سبق اتخاذ Lesson قراراته في الاستثمار يتأثر بالعديد من التحيزات، كتحيز التفاؤل وتحيز الثقة المفرطة بقراراته وقدرته على تحقيق الأرباح مهما كان الوضع خاصةً عند مراهنته على ثبات السوق وقدرته على إزالة التقلبات من العقود الآجلة لوحده، كما كان لديه تحيز النفور من الخسارة، فبالرغم من إدراكه لحجم الخسائر فلم يكن يتراجع عن الاحتفاظ بالاستثمارات الخاسرة واعترافه بتحقيق الخسائر. بالإضافة إلى عدم وجود تحيز النفور من المخاطرة بل كان يستثمر ويغامر بقوة. وكل هذه التحيزات التي جعلته يتصرف بدون عقلانية أدت إلى انهيار الأداء المالي للمصرف ومن ثم إفلاسه.

خاتمة: Conclusion

الأداء المالي هو أساس استمرار عمل المؤسسات ونجاحها ونموها، ولا بد لكل مؤسسة فهم جميع مكونات الأداء المالي وكيفية التخطيط الجيد له واختيار الأساليب والتقنيات المناسبة لتحليله وإعداد التقارير والبيانات المالية، بما يعكس الصورة المالية الحقيقية للمؤسسة، كل ذلك يرتبط بكيفية اتخاذ القرار الصحيح، واختيار الاستثمارات المناسبة وتشكيل محفظة استثمارية تدرّ عوائد تحقق أهداف المؤسسة، وتتعكس على أدائها المالي، وهذه القرارات تحركها مجموعة من التحيزات السلوكية الموجودة لدى كل مستثمر، لكن كيف ستؤثر هذه التحيزات في اتخاذ القرار الاستثماري خاصةً قرار تنويع المحفظة الاستثمارية، بالتالي الانعكاس النهائي على الأداء المالي، هذا ما سيتبين في الفصل الثالث من خلال الدراسة العملية والتحليل المناسب للوصول إلى هذا التأثير على أرض الواقع.

الفصل الثالث: الإطار العملي للدراسة

Study Practical framework

مقدمة: Introduction

بعد تناول الإطار المنهجي واستعراض أهم الأدبيات والدراسات السابقة، والإطار النظري المتعلق بموضوع الدراسة في الفصول السابقة، يأتي هذا الفصل ليعرض الجانب التطبيقي للدراسة، الذي يشكل المرحلة الأساسية لتحليل العلاقات بين المتغيرات محل الدراسة بشكل علمي ومنهجي، من خلال ترجمة ما نوقش نظرياً إلى إطار تطبيقي يعتمد على تحليل البيانات واستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة للوصول إلى نتائج دقيقة، يمكن من خلالها تفسير الظواهر محل الدراسة، بما يساهم في تحقيق أهداف الدراسة والإجابة على تساؤلاتها.

حيث يتضمن هذا الفصل مبحثين، يتم فيهما توصيف بيانات الدراسة ومتغيراتها، من خلال الإحصاءات الوصفية التي توضح خصائص تلك البيانات واتجاهاتها العامة. بالإضافة إلى عرض كيفية قياس هذه المتغيرات، ولا بد من إجراء مجموعة من الاختبارات اللازمة للتأكد من سلامة البيانات ومدى ملاءمتها للتحليل القياسي لضمان دقة النتائج. ثم توضيح الاختبارات الإحصائية اللازمة وصولاً إلى تطبيقها، لنتمكن بعد ذلك من الانتقال إلى مرحلة تقدير النماذج المناسبة لطبيعة بيانات الدراسة، التي تتضمن البعدين الزمني والمقطعي Panel Data، الأمر الذي يسمح بالحصول على تقديرات أكثر دقة، ويعزز القدرة التفسيرية للنموذج، مما يتيح إمكانية دراسة طبيعة العلاقة بين التحيزات السلوكية وتنوع المحفظة الاستثمارية والأداء المالي، بالتزامن مع وجود المتغيرات الضابطة. فضلاً عن تحليل التأثيرات المباشرة وغير المباشرة بين المتغيرات محل الدراسة، من أجل تحليل النتائج ومناقشتها وتقديم التوصيات والمقترحات بما يتوافق مع تلك النتائج.

المبحث الأول: وصف بيانات الدراسة والتحليل الإحصائي

Study data description and statistical analysis

مقدمة: Introduction

أحدثت سوق دمشق للأوراق المالية عام 2006 بموجب المرسوم التشريعي رقم 55 الذي نص على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المادي والإداري، وتعمل تحت إشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية. افتتحت رسمياً في 10/03/2009. تسعى للتمييز كونها جزءاً هاماً من الاستراتيجية الوطنية الشاملة لسورية، بالتزامن مع تطوير السوق لتصبح مركزاً مالياً إقليمياً رائداً في الوطن العربي والعالم.

تقسم السوق إلى: السوق النظامية، السوق الموازية -أ، والسوق الموازية-ب.

وحالياً يتم تداول أسهم المؤسسات المساهمة السورية، مقسمة إلى القطاعات التالية:

- قطاع المصارف الذي يتألف من 15 بنكاً.
- قطاع التأمين الذي يتألف من 6 شركات تأمين.
- القطاع الصناعي يتكون من شركتين صناعيتين.
- قطاع الاتصالات يتكون من شركتي اتصالات.
- قطاع الخدمات يتكون من شركتي خدمات.

وبذلك يتناول هذا المبحث، بيانات الدراسة وحدودها، وتوضيح مقاييس متغيرات الدراسة المتمثلة في أربعة أنواع من المتغيرات (متغيرات مستقلة، متغيرات وسيطة، متغيرات ضابطة، والمتغير التابع). بالإضافة إلى التحليل الإحصائي، والارتباط الخطي لوصف البيانات، ومن ثم توضيح طبيعة البيانات وما يناسبها من اختبارات ونماذج انحدار، ليتم بعد ذلك اختبار الفرضيات في المبحث الثاني، لدراسة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي، عبر المرور بمتغير تنويع المحفظة الاستثمارية.

• أولاً: بيانات الدراسة وحدوها: The Study Data and its Limitation

بما أن الدراسة تركز على الأداء المالي للمؤسسات المالية، اختُبرت بيانات القوائم المالية للمؤسسات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (المصارف الخاصة، شركات التأمين الخاصة)، ممثلة مجتمع الدراسة الذي يبلغ 6 شركات تأمين، و14 مصرفاً بعد استبعاد المصرف الوطني الإسلامي لعدم توافر البيانات على كامل سنوات الدراسة التي تمتد من عام 2019 حتى 2023 حيث تتوفر خلالها البيانات المطلوبة لقياس المتغيرات.

الجدول التالي يمثل عينة الدراسة المتمثلة في المصارف وشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

جدول رقم (5): المؤسسات المالية عينة الدراسة.

Financial institutions under study

#	اسم المصرف	رمزه	القطاع	السوق
1	بنك الائتمان الأهلي	BASY	مصارف	نظامي
2	بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF	مصارف	نظامي
3	بنك سورية والمهجر	BSO	مصارف	نظامي
4	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF	مصارف	نظامي
5	بنك سورية الدولي الإسلامي	SIIB	مصارف	نظامي
6	بنك بيبيلوس	BBS	مصارف	نظامي
7	بنك قطر الوطني	QNBS	مصارف	نظامي
8	بنك الأردن	BOJS	مصارف	نظامي
9	بنك سورية والخليج	SGB	مصارف	نظامي
10	بنك الشرق	SHRQ	مصارف	نظامي
11	فرنسبنك	FSBS	مصارف	نظامي
12	بنك الشام	CHB	مصارف	نظامي
13	بنك البركة	BBSY	مصارف	نظامي
14	البنك العربي	ARBS	مصارف	نظامي
15	الشركة المتحدة للتأمين	UIC	تأمين	نظامي
16	السورية الدولية للتأمين-أروب	AROP	تأمين	نظامي
17	الشركة السورية الوطنية للتأمين	NIC	تأمين	نظامي

#	اسم المصرف	رمزه	القطاع	السوق
18	شركة العقيلة للتأمين التكافلي	ATI	تأمين	نظامي
19	الشركة السورية الكويتية للتأمين	SKIC	تأمين	نظامي
20	الاتحاد التعاوني للتأمين	SAIC	تأمين	نظامي

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية <http://www.dse.sy> :
استُردت بتاريخ 12/11/2025

أُخذت بيانات الدراسة من الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية (Damascus Securities –DSE Exchange)، ومن الموقع الرسمي لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية (– Syrian Commission SCFMS of Financial Markets and Securities)، تشتمل على البيانات المالية الواردة في القوائم المالية السنوية، وتقارير السوق السنوية.

• ثانياً: متغيرات الدراسة ومقاييسها : The Study Variables and its Scales

استندت هذه الدراسة إلى أربعة أنواع من المتغيرات، يمكن تلخيصها وتوضيح مقاييسها في الجدول التالي:

جدول رقم (6): مقاييس متغيرات الدراسة

The Study Variables Scales

نوع المتغير	اسم المتغير	رمز المتغير	المقياس	المرجع
المتغيرات المستقلة	تحيز الثقة المفرطة (Overconfidence Bias)	OC	الاستثمار المفرط في الأصول	Shagerdi, Javan &) (Shagerdi, 2020
	تحيز المحاسبة العقلية (Mental Accounting Bias)	MA	نسبة السعر إلى توزيعات الأرباح	Turangan & Kim,) (2023 Gahrbi,) و Trichilli & (Boujelbene, 2023
	تحيز النفور من الخسارة (Loss Aversion Bias)	LA	نسبة التغير في حجم المعاملات	(Turangan & Kim, 2023) و (Bouteska &) (Regaieg, 2018

نوع المتغير	اسم المتغير	رمز المتغير	المقياس	المرجع
	تحيز سلوك القطيع (Herding) (Behavior Bias	HB	نموذج انحراف الاستثمار عن رأس المال	(Shah, Khan, Ahmed, Meyer & Olah, 2024)
	تحيز الألفة (Familiarity) (Bias	F	القرب المهني	(Massa & Simonov, 2006)
المتغير الوسيط (تنويع المحفظة الاستثمارية)	التنوع القطاعي (Sectoral) (Diversification	SD	مؤشر HHI (Herfindahl-) (Hirschman	Flint, Seymour &) (Chikurunhe, 2021 Kumanayke,) و Gunaratne & Deyshappriya, (2019) و(علي، 2015
	تنويع جهة الإصدار (Issuer) (Diversification	ID		
المتغيرات الضابطة	حجم المؤسسة (Institution Size)	IS	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	Khan,) و(علي، 2019) Nouman &Khan, (2015
	الرافعة المالية (Financial) (Leverage	FL	إجمالي المطالبين إلى حقوق الملكية	Renfiana &) (Ardana, 2021) و(علي، 2019) و(أرناؤط، (2017
	التدفق النقدي (Cash) (Flow	CF	نسبة التدفق النقدي من العمليات التشغيلية إلى الأصول	Shah, Khan, Ahmed,) (Meyer & Olah, 2024

نوع المتغير	اسم المتغير	رمز المتغير	المقياس	المرجع
	نمو المؤسسة (Institution) (Growth	IG	مبيعات العام الحالي - مبيعات العام السابق/ مبيعات العام السابق	Farooq, Tabash,) Abousamak & Habib, (2022
المتغير التابع	الأداء المالي (Financial) (Performance	FP	مقياس Tobin' q	(Shagerdi, Javan & Shagerdi, 2019)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى المراجع السابق ذكرها في الجدول.

❖ فيما يلي تفاصيل تلك المتغيرات ومقاييسها:

1- المتغيرات المستقلة: Independent Variables

تمثل هذه المتغيرات بعضاً من التحيزات السلوكية المنبثقة عن نظريات المالية السلوكية، والتي تُقسم إلى تحيزات عاطفية وتحيزات إدراكية، تقاس كما يلي:

1-1- التحيزات الإدراكية: Cognitive Biases

هي التحيزات التي تنشأ عن المعالجة الخاطئة التي يقوم بها المستثمر، لتفسير وتحليل المعلومات ضمن حدود إدراكهم، مما يؤثر في قراراتهم. (Sliva, et all, 2023) ومن هذه التحيزات:

1-1-1- تحيز الثقة المفرطة: Overconfidence Bias

هو تحيز يتصف به المستثمرين بالمبالغة في قدراتهم وأحكامهم، واعتقادهم أنهم أكثر ذكاءً مما هم عليه فعلياً (Wang, 2023)، بالإضافة إلى ثقتهم بالقدرة على التنبؤ بدقة، واليقين في قراراتهم، مما يؤدي إلى الاستثمار والتداول بشكل مفرط (Pompian, 2006).

وبذلك يُقاس هذا التحيز من خلال المقياس القائم على الإفراط في الاستثمار، وهو نموذج انحدار نمو الأصول على نمو المبيعات. يعبر عنه في المعادلة التالية: (Shagerdi, Javan & Shagerdi, 2019)

$$\Delta ASSETS_t = a_0 + a_1 \Delta SALES_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

حيث تمثل هذه الرموز :

$\Delta ASSETS_t$: معدل نمو إجمالي الأصول في العام t.

$\Delta SALES_t$: معدل نمو إجمالي إيرادات المبيعات في العام t.

α_0 : ثابت معادلة الانحدار

α_1 : معامل انحدار نمو الأصول على نمو المبيعات.

ε_{it} : الخطأ العشوائي.

فإذا كانت قيمة البواقي (ε_{it}) موجبة، نضع قيمة 1 وهذا يشير إلى الإفراط في الاستثمار ووجود تحيز الثقة المفرطة، بينما إذا كانت قيمتها سالبة، نضع قيمة 0 أي استثمار منخفض في الأصول وعدم وجود تحيز الثقة المفرطة. نتائج هذا المقياس في الملحق (6): نتائج مقاييس المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

1-1-2 - تحيز المحاسبة العقلية: Mental Accounting Bias

هو الطريقة التي يضع بها الشخص إطاراً ذاتياً لمعاملة ما في ذهنه حسب المنفعة التي يتلقاها أو يتوقعها، مما يؤدي إلى التعامل مع مبلغ واحد من المال بشكل مختلف عن مبلغ آخر متساوٍ في القيمة، بناءً على الحساب العقلي الذي خُصصت الأموال بموجبه (Vaid and Chaudhry, 2022).

يُقاس من خلال نسبة سعر السهم إلى توزيعات الأرباح لهذا السهم، حيث تستخدم هذه النسبة لإنشاء حسابات عقلية تعتمد على القيمة المتصورة للسهم، كلما ارتفعت النسبة، بدا السهم أقل جاذبية، ويُنظر إليه على أنه مبالغ في سعره مقارنةً في إمكاناته في تحقيق الأرباح، أما انخفاض النسبة تشير إلى استثمار أكثر جاذبية، لأن السهم مقوماً بأقل من قيمته الحقيقية نسبةً إلى إمكاناته في تحقيق الأرباح.

بالتالي الصيغة المستخدمة هي: (Turangan & Kim, 2023)؛ (Gharbi, Trichilli, & Boujelbene, 2023)

$$K_{i,t} = \frac{P_{it}}{D_{it}} \quad (2)$$

حيث إن:

$P_{i,t}$: سعر السهم i عند الإغلاق في نهاية العام t.

$D_{i,t}$: توزيعات الأرباح للسهم i نهاية العام t.

بما أن النسبة تهدف إلى معرفة مدى إمكانية السهم في تحقيق الأرباح، وأنه من مؤشرات توزيعات الأرباح ربحية السهم، ستصبح صيغة المقياس نسبة سعر السهم عند الإغلاق إلى ربحية هذا السهم (Shah & Noreen, 2016)؛ (Al Masum, 2014). كما إن نتائج هذا المقياس في الملحق (1): نتائج مقاييس المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

1-2- Emotional Biases: التحيزات العاطفية:

هي التحيزات التي تنشأ من العواطف، الحدس، المشاعر والمعتقدات، مما قد تؤدي إلى اتخاذ قرارات غير عقلانية وتبتعد عن المثالية (Akinkoye & Bankole, 2020). من هذه التحيزات:

1-2-1- Familiarity Bias: تحيز الألفة:

ينشأ هذا التحيز عن الاختلاف في المعلومات لصالح الأسهم المحلية مقابل الأسهم الأجنبية، فيتولد عنه الاستثمار في الأسهم المحلية والمألوفة (Talhartit, Jillali & Elkabbouri, 2022). كما يعتمد المستثمرون على ما يذكر كثيراً أو ما هو أقرب إليهم جغرافياً أو مهنيًا، وبهذا يُقاس تحيز الألفة بمؤشر القرب المهني، حيث يأخذ قيمة 1 إذا كانت مهنة المستثمر أو المؤسسة المستثمرة في نفس مجال نشاط المؤسسة التي يستثمر فيها، وقيمة 0 خلاف ذلك (Massa & Simonov, 2004).

في حال استثمار مؤسسة ما في أكثر من مؤسسة في ذات العام فتأخذ قيم عدّة سواء 1 أو 0 لذلك يُحسب المتوسط الحسابي لهذه القيم خلال العام، كأن يكون لدى المؤسسة ثلاثة استثمارات، استثمارين في مؤسستين مجالهما نفس مجال الشركة المستثمرة، فيأخذ كل استثمار القيمة 1، والاستثمار الثالث في مؤسسة مجالها يختلف عن مجال الشركة المستثمرة فتأخذ قيمة 0، لذلك يتم حساب المتوسط الحسابي $(0.67 = 3 / (1+1+0))$ مما يفسر وجود تحيز الألفة بنسبة 67% (Jing, 2024).

كما أنه كان يوجد بعض القيم المفقودة بسبب عدم استثمار مصرفين في بعض السنوات، حيث شكلت نسبة القيم المفقودة 5% من إجمالي البيانات، لذلك عوّضت هذه القيم بالمتوسط الحسابي للقيم المتاحة لهذا المتغير (العتيبي، 2021)، علماً أنه يُمكن استخدام المتوسط الحسابي مع القيم الفئوية (0,1) (FAO, 2019). يُمكن النظر إلى نتائج هذا المقياس في الملحق (1): نتائج مقاييس المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

1-2-2- Loss Aversion Bias: النفور من الخسارة:

يحدث عندما يميل المستثمر بقوة إلى تفضيل تجنب الخسائر بدلاً من تحقيق المكاسب، حيث يؤدي إلى الاحتفاظ بمحافظ ذات مخاطر أعلى مما هو مقبول، بسبب بيع الاستثمارات الرباحة والاحتفاظ بالاستثمارات الخاسرة لفترة طويلة (Cui, Abu Baker & Baker, 2025)؛ (Richards, 2014).

يُقاس هذا التحيز من خلال النسبة المئوية للتغير في حجم المعاملات (التداول)، حيث يصبح المستثمرون أكثر حذراً في البحث عن الاستثمارات المحفوفة بالمخاطر، خاصةً في زيادة عدد معاملاتهم (تداولهم) لتحقيق عوائد مرتفعة، كأن يتم بيع الأسهم الربحية فوراً لتجنب الخسارة وتعويض خسائر سابقة، فتكون صيغة المقياس على الشكل الآتي: (Turangan & Kim, 2023)؛ (Bouteska & Regaieg, 2018)

$$LA_{i,t} = (Vol_{i,t} / Size_{i,t}) - (Vol_{i,t} / Size_{i,t-1}) / (Vol_{i,t} / Size_{i,t-1}) \quad (3)$$

حيث إن:

$Vol_{i,t}$: حجم معاملات المؤسسة i في نهاية العام t .

$Size_{i,t}$: القيمة السوقية للمؤسسة i في نهاية العام t .

$Size_{i,t-1}$: القيمة السوقية للمؤسسة i في نهاية العام السابق $t-1$.

كلما زادت هذه القيمة دلّ على شدة النفور من الخسارة. يُمكن النظر إلى مخرجات هذا المقياس في الملحق (1): نتائج مقاييس المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

1-2-3- تحيز سلوك القطيع: Herding Behavioral Bias

يعني ميل المستثمرين إلى اتباع وتقليد سلوكيات الآخرين عند اتخاذ القرارات المالية، وعندما يتفاعل جميع المستثمرين بسرعة مع حدث ما وفي وقت واحد بسبب عقلية القطيع يؤدي ذلك إلى تقلبات شديدة في الأسهم (Reddy, Santosh, Ananda & Desai, 2026). بما أنهم يعتقدون أنه عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بأنفسهم يصعب عليهم دراسة قرارات الاستثمار المعاصرة للمؤسسات الأخرى، لذلك يراقب المديرون متوسط قيمة الاستثمار في العام السابق للقطاع. وتكون صيغة المقياس: (Shah, Khan, Ahmed, Meyer & Olah, 2024)

$$MHRBt = | (I / K_{i,t}) - (I / K_{-i,t-1}) | \quad (4)$$

حيث أنها تمثل الانحراف المطلق لنسبة الاستثمار بين مؤسسة i في الوقت t لقطاع ما عن متوسط نسبة الاستثمار في القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة مع استبعاد استثمار المؤسسة نفسها من حساب المتوسط. كلما زاد الانحراف دل على الاستقلالية ومخالفة الآخرين، أما صغر الانحراف يدل على وجود تحيز سلوك القطيع بشكل أكبر. وتمثل الرموز ما يلي:

I : التغيرات الصافية في الأصول الثابتة للمؤسسة.

$K_{i,t}$: إجمالي أصول المؤسسة i في الوقت t .

$| I / K_{i,t} |$: نسبة استثمار المؤسسة i في الوقت t .

$| I / K_{-i,t-1} |$: متوسط نسبة الاستثمار في قطاع ما باستثناء المؤسسة i في الوقت $t-1$.

إن نتائج هذا المقياس في الملحق (1): نتائج مقاييس المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

2- المتغيرات الوسيطة: Mediating Variables

❖ تنويع المحفظة الاستثمارية: Portfolio Diversification

يقصد به قرار المستثمر في تشكيل المحفظة الاستثمارية من مجموعة من الاستثمارات بهدف تخفيض درجة المخاطر (صقر وعلي، 2021) على أن تكون هذه الاستثمارات موزعة عبر فئات أصول متعددة لا ترتبط ارتباطاً وثيقاً ببعضها البعض، مما يؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطر والعوائد (Adhimbo, Melly and Mwanza, 2023)، يُمكن أن يشمل تنويع المحفظة الاستثمارية أنواع عدّة من التنويع، وتتضمن هذه الدراسة ما يلي:

• تنويع المحفظة الاستثمارية حسب القطاعات.

• تنويع المحفظة الاستثمارية حسب جهة الإصدار.

يُقاس تنويع المحفظة الاستثمارية بمؤشر (Herfindahl-Hirschman HHI) الذي يُحسب عن طريق مجموع مربعات أوزان المحفظة، وكلما اقتربت القيمة من 1 يعني ارتفاع التركيز وانخفاض التنويع. وتكون الصيغة على الشكل الآتي: (Flint, Seymour & Chikurunhe, 2020)؛ (علي، 2015)؛ (Kumanayake, Gunarathne & Deyshappriya, 2019).

$$HHI = \sum (S_i)^2 \quad (5)$$

حيث أن:

S_i نسبة وزن الأصل i في إجمالي المحفظة. ($i = 1, 2, \dots, n$)

$\sum$ مجموع مربعات أوزان جميع الأصول.

كما إن نتائج هذا المقياس في الملحق (2): نتائج مقاييس المتغيرات الوسيطة والضابطة

3- المتغيرات الضابطة: Control Variables

لحصر أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي، لابد من ضبط أثر المتغيرات الآتية:

3-1- حجم المؤسسة: Institution Size

إن حجم المؤسسة يُعنى بتصنيف المؤسسات إلى مؤسسات كبيرة، متوسطة، وصغيرة الحجم، وقد يعبر عنها إما بعدد العاملين في المؤسسة، حجم المبيعات، قيمة المبيعات، القيمة المضافة من الإنتاج، أو من خلال الأصول. (أرناؤط، 2017).

يقاس في هذه الدراسة من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول. كلما زادت القيمة زاد حجم المؤسسة (علي، 2019)؛ (Khan, Nouman & Khan, 2015).

$$IS = \ln (\text{Total Assets}) \quad (6)$$

نتائج هذا المقياس في الملحق (2): نتائج مقاييس المتغيرات الوسيطة والضابطة

3-2- الرافعة المالية: Financial Leverage

تشير إلى درجة اعتماد المؤسسة على الديون لزيادة الاستثمار والربحية، إلا أنها تتطوي أيضاً إلى التعرض للمخاطر (Odhiambo, Murori & Aringo, 2025). كما تشير إلى التغير في صافي الربح الذي يحدث نتيجة التغير في الربح التشغيلي، فهو يأخذ في الحسبان الفوائد التي تدفعها المؤسسة على مصادر تمويلية ثابتة التكلفة كالسندات والقروض (علي، 2020).

تقاس في هذه الدراسة من خلال نسبة إجمالي المطالب إلى حقوق الملكية كما قيس في هذه الدراسات (Renfiana & Ardana, 2021)؛ (علي، 2019) و (أرناؤط، 2017). كلما زادت النسبة دلّ على اعتماد المؤسسة على الديون بشكل أكبر.

$$FL = \frac{\text{Total liabilities}}{\text{Equity}} \quad (7)$$

يُمكن النظر إلى نتائج هذا المقياس في الملحق (2): نتائج مقاييس المتغيرات الوسيطة والضابطة.

3-3- التدفق النقدي: Cash Flow

قائمة التدفقات النقدية أو التدفق النقدي يشير إلى التدفقات النقدية الداخلة إلى المؤسسة والتدفقات النقدية الخارجة منها، فكلما كان التدفق النقدي الداخل إلى المؤسسة جيداً، استطاعت المؤسسة استخدام الأموال الداخلية بدلاً من مصادر أخرى خارجية، مما يمكنها من الاستثمار الاستراتيجي في المستقبل والحفاظ على استقرارها المالي (Fadilah & Achyani, 2025).

يتم قياسه من خلال نسبة التدفق النقدي من العمليات التشغيلية إلى الأصول، حيث كلما زادت النسبة زادت كفاءة المؤسسة في توليد التدفق النقدي من أصولها (Shah, Khan, Ahmed, Meyer & Olah, 2024).

$$CF = \frac{\text{Cash flow from operation}}{\text{Total Assets}} \quad (8)$$

كما إن نتائج هذا المقياس في الملحق (2): نتائج مقاييس المتغيرات الوسيطة والضابطة.

3-4- نمو المؤسسة: Institution Growth

يرتبط النمو بأداء المؤسسة وهو هدف من أهدافها الأساسية، الذي ينتج عن النمو في موجودات المؤسسة وأرباحها، ويؤدي إلى زيادة قيمتها السوقية (عبد الله، 2021).

يقاس كما يلي (Farooq, Tabash, Abousamak & Habib, 2022)

نمو المؤسسة = (إيرادات العام الحالي - إيرادات العام السابق) / إيرادات العام السابق

$$IG = \frac{\text{Current Year Revenues} - \text{Last Year Revenues}}{\text{Last Year Revenues}} \quad (9)$$

زيادة هذه النسبة يدل على زيادة نمو المؤسسة. يُمكن النظر إلى نتائج هذا المقياس في الملحق (2): نتائج مقاييس المتغيرات الوسيطة والضابطة.

4- المتغير التابع: Dependent Variables

هو النتيجة أو النتائج النهائية التي من خلالها يتم تحديد نقاط القوة في المؤسسة وتعزيزها، وتحديد نقاط الضعف والتغلب عليها، فهو يرتبط بفعالية ونجاح أنشطة المؤسسة، مما يعكس مدى فعالية الإدارة ونجاحها في تحقيق الأهداف التي تسعى إليها (Kadhum & Saidi, 2022).

ويقاس من خلال مقياس Tobin' q (Shagerdi, Javan & Shagerdi, 2019)

$$\text{Tobin's Q} = \frac{MSV + BVD}{BVA} \quad (10)$$

حيث أن:

MVS: القيمة السوقية للأسهم.

BVD: القيمة الدفترية لإجمالي الديون.

BVA: القيمة الدفترية للموجودات.

كلما كانت النسبة أكبر دل على أداء مالي جيد للمؤسسة. يُمكن النظر إلى نتائج هذا المقياس في الملحق (1): نتائج مقاييس المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

• ثالثاً: التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة: Statistical Analysis of Study Variables

سيتم حساب الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، ومن ثم الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة، كما يلي:

1-1- الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة: Descriptive Statistics of Study Variables

يُظهر الجدول التالي مجموعة من الاختبارات والإحصاءات الوصفية التي طُبقت على بيانات الدراسة، لتوضيح خصائصها الأساسية والاختبارات المناسبة معها، وهذا الجدول هو من مخرجات برنامج Eviews 13.

جدول رقم (7): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Descriptive Statistics of Study Variables

Jarque-Bera		التفطح Kurtosis	الالتواء Skewness	الانحراف المعياري Std.Dev	أكبر قيمة Max	أصغر قيمة Min	المتوسط Mean	الوسيط Median	المتغير Variable
Sig	Stat.								
0.00	17.319	1.396	0.629	0.479	1.000	0.000	0.350	0.000	OC
0.00	28807.8	84.31	- 8.701	139.146	270.3	- 1329.16	- 3.229	2.586	MA
0.02	8.184	3.415	0.669	0.325	0.737	- 0.867	- 0.309	- 0.366	LA
0.00	316.04	10.10	2.519	0.015	0.081	0.000	0.012	0.006	HB
0.00	11.03	1.398	0.143	0.421	1.000	0.000	0.458	0.500	F
0.00	26.421	3.79	1.195	0.17	0.83	0.17	0.390	0.352	SD
0.01	8.665	1.617	-0.204	0.276	1.000	0.144	0.691	0.691	ID

Jarque-Bera		التفطح Kurtosis	الالتواء Skewness	الانحراف المعياري Std.Dev	أكبر قيمة Max	أصغر قيمة Min	المتوسط Mean	الوسيط Median	المتغير Variable
Sig	Stat.								
0.10	4.589	2.138	-0.299	1.990	29.70	21.627	25.90	26.27	IS
0.00	27896.9	82.93	8.745	15.209	148.9	0.174	4.541	1.731	FL
0.00	97.14	6.95	1.386	0.173	0.908	-0.224	0.089	0.056	CF
0.00	1357.53	19.82	3.281	1.124	8.255	-0.413	0.967	0.684	IG
0.00	1168.30	18.06	3.663	0.665	4.651	0.585	1.145	0.968	FP

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

من الجدول السابق يمكن ملاحظة مدى تناظر التوزيعات التكرارية من خلال النظر إلى الفرق بين قيم المتوسط الحسابي والوسيط، حيث لوحظ أن التوزيعات التكرارية متماثلة نسبياً لكلاً من المتغيرات التالية: النفور من الخسارة (LA)، سلوك القطيع (HB)، تنويع جهة الإصدار (ID)، التدفق النقدي (CF)، التنويع القطاعي (SD)، حيث كانت القيم على التوالي: (0.057، 0.006، 0، 0.033، 0.038). بينما لوحظ عدم تناظر التوزيعات التكرارية لكل من: تحيز المحاسبة العقلية (MA)، نمو المؤسسة (IG)، الرافعة المالية (FL)، حجم المؤسسة (IS) والأداء المالي (FP)، حيث أن القيم على التوالي: (5.815، 0.283، 2.81، 0.37، 0.177).

وبالنظر إلى معاملات التواء بيانات التنويع القطاعي (SD)، الرافعة المالية (FL)، نمو المؤسسة (IG)، الأداء المالي (FP)، سلوك القطيع (HB)، التدفق النقدي (CF)، فهي أكبر من الصفر وبعيدة عنه (القيمة المعيارية لمعامل التواء البيانات التي تتبع التوزيع الطبيعي)، مما يدل على أن منحني التوزيع التكراري ملتوٍ نحو اليمين، ومعامل التواء المحاسبة العقلية (MA) أصغر من الصفر وبعيد عنه، مما يدل على أن منحني التوزيع التكراري ملتوٍ نحو اليسار، وهذا يتفق مع معامل التفطح لهذه المتغيرات حيث يأخذ قيمة أكبر من 3 (القيمة المعيارية لمعامل تفطح البيانات التي تتبع التوزيع الطبيعي) (Hattem, Zeidan, Goossens & Moreira, 2022).

وهذا هو الحال بالنسبة إلى اختبار (Jarque-Bera) فإن $P\text{-Value} < 0.05$ ، بالتالي بيانات هذه المتغيرات لا تتبع التوزيع الطبيعي (Aljandali, & Tatahi, 2018).

أما معاملات التواء بيانات النفور من الخسارة (LA)، فهي أكبر من الصفر وقريبة منه، ومعاملات التواء متغيري تنويع جهة الإصدار (ID) وحجم المؤسسة (IS) أصغر من الصفر وقريبة منه، وبالنسبة إلى معامل التفلطح لمتغيرات تنويع جهة الإصدار (ID)، وحجم المؤسسة (IS)، فهو منخفض أقل من 3 (للتوزيع الطبيعي)، مما يعني التوزيع متماثلاً إلى حد كبير، بينما النفور من الخسارة (LA) فمعامل التفلطح أكبر من 3، إلا أن اختبار (Jarque-Bera) لهذه المتغيرات يرفض فرضية التوزيع الطبيعي ($P\text{ value} < 0.05$)، بالتالي البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، ماعدا متغير حجم المؤسسة (IS) فإن ($P\text{ value} > 0.05$) أي أنه يتبع التوزيع الطبيعي.

لكن يمكننا استخدام الاختبارات المعلمية حتى عندما تكون البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي طالما حجم العينة أكبر أو يساوي 30 مشاهدة (Ghasemi & Zahediasl, 2012) وفي هذه الدراسة فإن عدد المشاهدات يساوي 100 مشاهدة.

وبالنسبة إلى قيمة المتوسط الحسابي لمتغير الثقة المفرطة (OC) يساوي (0.35) مما يدل على وجود تحيز الثقة المفرطة بنسبة 35% من إجمالي عدد المشاهدات، وعدم وجوده بنسبة 65% من إجمالي عدد المشاهدات. في حين بلغت قيمة المتوسط الحسابي لمتغير الألفة (F) (0.458) أي يعني وجود تحيز الألفة بنسبة 45.8% من إجمالي عدد المشاهدات، وعدم وجوده بنسبة 54.2% من إجمالي عدد المشاهدات. وبما أن بيانات هذين المتغيرين هي بيانات وهمية (فئوية) تأخذ القيمة 0 أو 1، أي يدل على وجود أو عدم وجود الظاهرة (التحيز)، فإن شكل التوزيع التكراري لتلك البيانات يعبر عن النسب المئوية السابق ذكرها. بالتالي لا يمكن أن يكون للمتغير الفئوي توزيع طبيعي لأنه مخصص للمتغيرات المستمرة التي تأخذ قيم متعددة (Wooldridge, 2012).

❖ بالنسبة لاختبار استقرار السلسلة الزمنية:

تبيّن عدم وجود ضرورة لاختبار استقرار السلسلة الزمنية في حالة بيانات من نوع Panel Data عندما يكون عدد السنوات قليلاً، أي عندما تكون السلسلة الزمنية قصيرة، من خلال ما يلي:

- نتيجة الاختبار تكون قوية عندما يكون عدد السنوات كبيراً، حيث أظهرت دراسة (Baltagi, Bresson, & Pirotte, 2007) نتائج متضاربة للعديد من اختبارات الاستقرار بسبب قصر الفترة الزمنية عند $T=14$.

- لا داعي لإجراء اختبار الاستقرار في حال كانت N (عدد الوحدات) كبيرة نسبياً اتجاه T (عدد السنوات) (Wooldridge, 2002)، وفي هذه الدراسة $N=20$ و $T=5$.

	TOBI N_Q	F	HB	LA	MA	OC	ID	SD	IS	FL	IG	CF
TOBI N_Q	1											
	–											
F	-0.37	1										
	0.00	–										
HB	0.33	– 0.34	1									
	0.00	0.00	–									

	TOBI N_Q	F	HB	LA	MA	OC	ID	SD	IS	FL	IG	CF
LA	-0.20	- 0.16	0.12	1								
	0.046	0.11	0.22	-								
MA	-0.46	0.07	- 0.14	0.05	1							
	0.00	0.46	0.16	0.64	-							
OC	-0.09	0.13	- 0.14	- 0.24	0.05	1						
	0.36	0.19	0.16	0.01	0.66	-						
ID	-0.31	0.54	- 0.29	- 0.15	0.12	0.04	1					
	0.00	0.00	0.00	0.15	0.24	0.70	-					
SD	-0.29	0.17	- 0.35	0.01	0.05	0.12	- 0.31	1				
	0.003	0.10	0.00	0.90	0.59	0.25	0.00	-				
IS	-0.38	0.48	- 0.53	- 0.32	0.06	0.36	0.45	- 0.24	1			
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.58	0.00	0.00	0.02	-			
FL	-0.05	0.09	- 0.08	0.17	0.05	- 0.10	- 0.08	- 0.04	0.11	1		
	0.60	0.35	0.44	0.10	0.65	0.32	0.43	0.71	0.28	-		

	TOBI N_Q	F	HB	LA	MA	OC	ID	SD	IS	FL	IG	CF
IG	0.005	0.14	- 0.10	- 0.27	0.15 -	0.20	0.12	- 0.07	0.22	- 0.05	1	
	0.96	0.17	0.31	0.01	0.15	0.05	0.23	0.49	0.03	0.63	-	
CF	-0.17	0.17	- 0.05	- 0.10	0.01	0.35	0.08	- 0.06	0.06	- 0.03	0.15	1
	0.09	0.09	0.60	0.31	0.94	0.00	0.45	0.53	0.56	0.79	0.15	-

المصدر: من مخرجات Eviews13

نلاحظ من الجدول السابق أنه بالنسبة لارتباط المتغيرات المستقلة مع المتغير التابع، فإن كلاً من تحيز الألفة (F)، تحيز المحاسبة العقلية (MA)، وتحيز النفور من الخسارة (LA) يرتبطون بعلاقة عكسية بالأداء المالي (FP) وهذه العلاقة ذات دلالة معنوية (أصغر من 0.05)، كما أن الثقة المفرطة (OC) ترتبط بعلاقة عكسية بالأداء المالي (FP) أيضاً ولكن درجة الارتباط بين هذين المتغيرين لم تكن ذات دلالة معنوية (أكبر من 0.05)، بينما الاستقلالية عن القطيع (تحيز سلوك القطيع) (HB) يرتبط بعلاقة طردية (عكسية) بالأداء المالي (FP) وكانت درجة الارتباط ذات دلالة معنوية.

أما بالنسبة للارتباط مع المتغيرات الوسيطة فإن تحيز الألفة (F)، تحيز المحاسبة العقلية (MA) وتحيز الثقة المفرطة (OC) يرتبطون بعلاقة طردية (عكسية) بتركز (تنوع) جهة الإصدار (ID) وبالتركز (التنوع) القطاعي (SD)، ولم تكن درجة الارتباط ذات دلالة معنوية، ماعدا درجة الارتباط بين تحيز الألفة (F) وتنوع جهة الإصدار (ID) فكانت ذات دلالة معنوية عند 5%، ودرجة الارتباط بين تحيز الألفة (F) والتنوع القطاعي (SD) كانت ذات دلالة معنوية عند 10%. وعلى العكس، فإن تحيز النفور من الخسارة (LA) يرتبط بعلاقة عكسية (طردية) بتركز (تنوع) جهة الإصدار (ID) وعلاقة طردية (عكسية) بالتركز (التنوع) القطاعي (SD) ولم تكن درجة الارتباط ذات دلالة معنوية. بينما تحيز سلوك القطيع (HB) بما أنه يُقاس بمقياس الانحراف عن الآخرين، فإن زيادة قيمته تدل على الاستقلالية عن الآخرين، كما أن تنوع جهة الإصدار والتنوع القطاعي مقاس بمقياس التركيز، والعلاقة في الجدول عكسية، هذا يعني أنه كلما زادت الاستقلالية عن الآخرين انخفض التركيز وزاد التنوع، في المقابل يمكن القول إن وجود تحيز سلوك القطيع يزيد مستوى التركيز ويخفض مستوى التنوع، وبذلك يرتبط تحيز

سلوك القطيع بعلاقة عكسية بتتويع جهة الإصدار (ID) والتنويع القطاعي (SD) وكانت درجة الارتباط ذات دلالة معنوية.

كما يُلاحظ أن كلاً من تركيز (تتويع) جهة الإصدار (ID) والتركيز (التنويع) القطاعي (SD) يرتبطان بعلاقة عكسية (طردية) وذات دلالة معنوية بالأداء المالي (FP).

من ناحية العلاقة بين الأداء المالي (FP) كمتغير تابع والمتغيرات الضابطة، فإن حجم المؤسسة (IS) يرتبط سلباً بالأداء المالي (FP) وذات دلالة معنوية عند 5%، وأيضاً التدفق النقدي (CF) يرتبط بعلاقة عكسية بالأداء المالي (FP) وذات دلالة معنوية عند 10%، إلا أن العلاقة العكسية بين الرافعة المالية (FL) والأداء المالي (FP) لم تكن ذات دلالة معنوية، بينما متغير نمو المؤسسة (IG) فيرتبط بعلاقة طردية بالأداء المالي (FP)، وأيضاً درجة الارتباط بين هذين المتغيرين لم تكن ذات دلالة معنوية.

رابعاً: طبيعة بيانات الدراسة: Nature of study data

❖ إن بيانات الدراسة من نوع Panel Data والتي تشمل بعدين، البعد الأول يمثل السلاسل الزمنية Time series التي تمتد في هذه الدراسة من عام 2019 حتى 2023، والبعد الثاني هو الوحدات المقطعية Cross section الذي يمثل المؤسسات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

من أجل اختبار العلاقة بين المتغيرات لابد من التعرف على النماذج التي تلائم طبيعة بيانات الدراسة، حيث يوجد ثلاثة أنواع من النماذج وهي:

1- نموذج الانحدار التجميعي (PRM) Pooled regression model:

يقوم هذا النموذج على تجميع بيانات الوحدات المقطعية على كامل الفترات الزمنية المدروسة معاً، كوحدة مقطعية واحدة، ثم تُستخدم طرائق التقدير المعتادة لتقدير معالم نموذج الانحدار، مثل طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares - OLS). يُعد هذا النموذج نموذجاً بسيطاً، حيث يهمل التأثيرات الفردية غير الملاحظة للوحدات المقطعية المختلفة، فهو لا يأخذ في الحسبان اختلاف المشاهدات أو اختلاف الزمن بالنسبة للبيانات المُجمعة. كما يعبر عنه في معادلة الانحدار التالية: (علي، 2023)؛ (Gujarati, 2011)

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

حيث أن:

Y_{it} : المتغير التابع للوحدة المقطعية i خلال الفترة الزمنية t .

$X_{j(it)}$: المتغير المستقل j للوحدة المقطعية i خلال الفترة الزمنية t .

β_j : معامل انحدار المتغير التابع على المتغير المستقل z .

α : معامل القطع/ ثابت الانحدار.

ε_{it} : الخطأ العشوائي.

$i = 1, 2, \dots, N$ عدد الوحدات المقطعية

$t = 1, 2, \dots, T$ الفترة الزمنية

$$E(\varepsilon_{it}) = 0$$

$$\text{Var}(\varepsilon_{it}) = 0$$

يفترض أن جميع معاملات (β_j, α) ثابتة لجميع الوحدات والفترات الزمنية.

2- نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects model (FEM

يتميز هذا النموذج عن النموذج السابق بأنه يساهم في معرفة سلوك مجموعة بيانات كل وحدة مقطعية على حدى، حيث أن معامل القطع α ثابت لكل مجموعة مقطعية، لكنه يتغير بين كل مجموعة بيانات مقطعية وأخرى، مع بقاء معاملات الميل β_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، مما يؤدي إلى الكشف عن الخصائص غير الملحظة الثابتة عبر الزمن، والمرتبطة بالمتغيرات التفسيرية والتي تختلف بين الوحدات المقطعية.

عليه، يأخذ النموذج الصيغة التالية في معادلة الانحدار: (Ismaeel, Midi & Sani, 2021)؛ (Wooldridge, 2002)

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

حيث أن:

Y : المتغير التابع للوحدة المقطعية i خلال الفترة الزمنية t .

α_i : الثابت لكل وحدة مقطعية i .

β_j : معامل انحدار المتغير التابع على المتغير المستقل z .

$X_{j(it)}$: المتغير المستقل z للوحدة المقطعية i خلال الفترة الزمنية t .

ε_{it} : حد الخطأ العشوائي الذي يتغير عبر الوحدات والفترات الزمنية.

$i = 1, 2, \dots, N$ عدد الوحدات المقطعية

$t = 1, 2, \dots, T$ الفترة الزمنية

$$E(\varepsilon_{it}) = 0$$

$$\text{Var}(\varepsilon_{it}) = 0$$

3- نموذج التأثيرات العشوائية (REM) Random Effects model:

في هذا النموذج يُعامل معامل القطع α_i كمتغير عشوائي، له مقدار ثابت μ ، بالتالي تكون الخصائص غير الملاحظة الثابتة عبر الزمن عشوائية، بالإضافة إلى أنها غير مرتبطة بالمتغيرات التفسيرية. يُمكن التعبير عنه من خلال معادلة الانحدار التالية: (Greene, 2018)

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

حيث أن:

Y : المتغير التابع للوحدة المقطعية i خلال الفترة الزمنية t .

α_i : المتغير العشوائي والذي يساوي مجموع (الثابت العام لجميع الوحدات المقطعية μ وحد الخطأ V_i في مجموعة بيانات الوحدة المقطعية i)، كما يُعبّر عن الانحرافات العشوائية لكل مجموعة من البيانات خلال الفترة الزمنية، التي تظهر بسبب عوامل أخرى خارج حدود النموذج المدروس.

$$(\alpha_i = \mu + V_i)$$

β_j : معامل انحدار المتغير التابع على المتغير المستقل z .

$X_{j(it)}$: المتغير المستقل z للوحدة المقطعية i خلال الفترة الزمنية t .

ε_{it} : حد الخطأ العشوائي الذي يتغير عبر الوحدات والفترات الزمنية.

$i = 1, 2, \dots, N$ عدد الوحدات المقطعية

$t = 1, 2, \dots, T$ الفترة الزمنية.

❖ للاختبار بين النماذج السابقة، يتم تطبيق ثلاثة أنواع من الاختبارات، وهي على الشكل الآتي:

1- اختبار **F-test/ Likelihood ratio**: يقوم هذا الاختبار بالمقارنة بين نموذج الانحدار التجميعي (Pooled OLS) ونموذج انحدار التأثيرات الثابتة (Fixed Effects). وعندما تكون قيمة P_Value أصغر من 0.05 يتم اختيار نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects، وإلا يتم اختيار نموذج الانحدار التجميعي Pooled regression (Turangan & Kim, 2023).

2- **Hausman Test**: في حال أوصى اختبار F باختيار نموذج التأثيرات الثابتة، يتم تطبيق اختبار Hausman، الذي يقارن بين نموذج انحدار التأثيرات الثابتة Fixed Effects ونموذج انحدار التأثيرات العشوائية Random Effects. وعندما تكون قيمة P_Value الناتجة عن الاختبار أصغر من 0.05 يكون نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects هو الأنسب لتطبيقه، وإلا يتم اختيار نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects (Shah, Khan, Ahmed, Meyer & Olah, 2024).

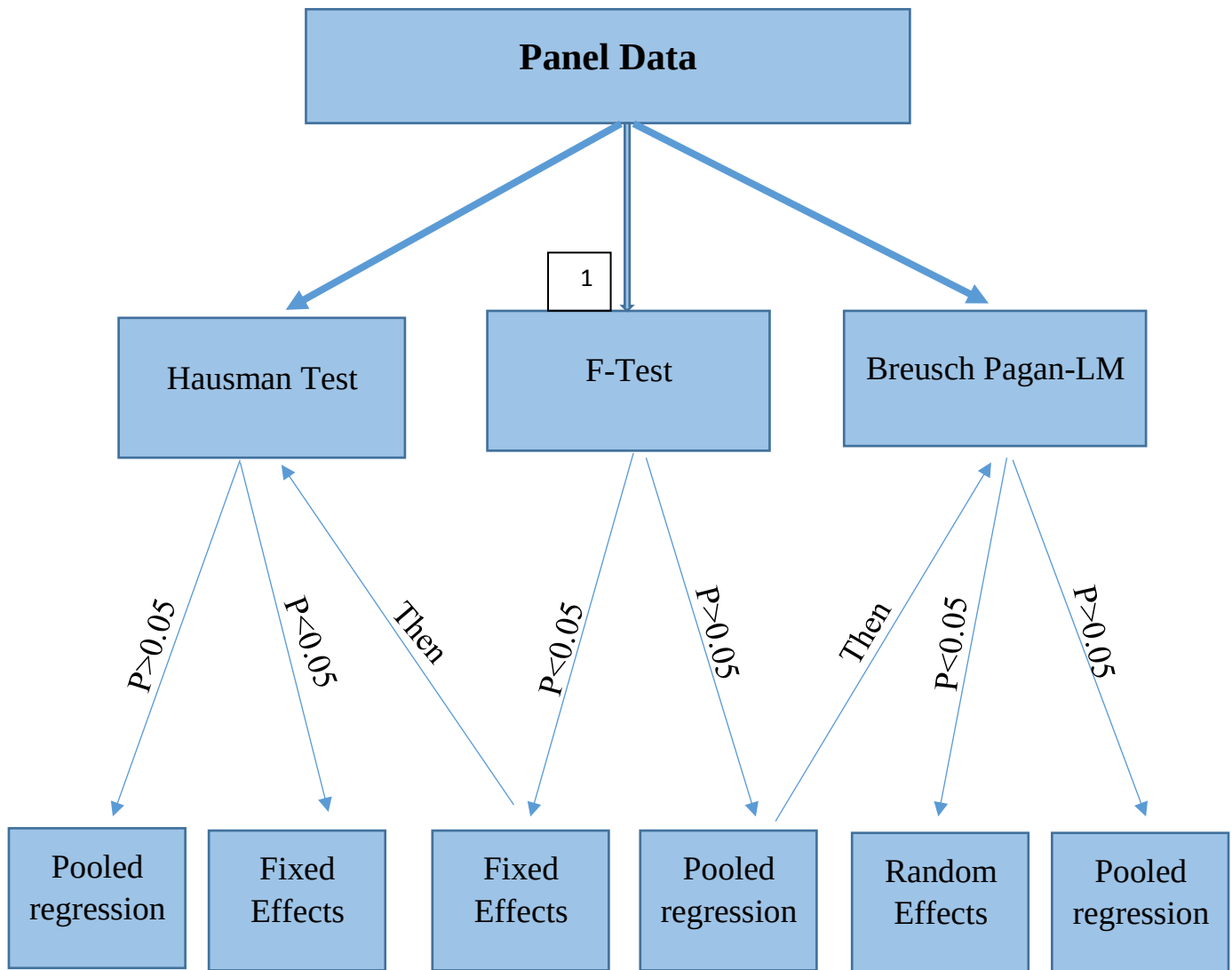
3- Breusch Pagan-LM: في حال أوصى اختبار F باختيار نموذج الانحدار التجميعي، يتم تطبيق اختبار Breusch Pagan-LM، للمقارنة بين نموذج الانحدار التجميعي Pooled OLS ونموذج التأثيرات العشوائية Random Effects، فإذا كانت قيمة الاختبار P_Value أصغر من 0.05 يعني أنه يوصى باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects. (Momany, Bataineh & Al_Bataineh, 2024).

❖ بعد ذلك يمكن تطبيق نموذج الانحدار المناسب، ثم تطبيق العديد من الاختبارات مثل اختبار التعددية الخطية (Multicollinearity) (VIF) بين متغيرات النموذج، وإذا كانت القيم الناتجة أصغر من 10 يعني أنه لا يوجد مشكلة تعددية خطية، وإذا كانت القيم أكبر فيدل على وجود مشكلة تعددية خطية ويجب معالجتها. (Shahwan, Qamhawi & Ajlan, 2024). من الاختبارات المهمة أيضاً، اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية (Autocorrelation) حيث يتم تطبيق اختبار Durbin-Watson، وإذا كانت قيمته تقع بين 1.5 و 2.5 يعني عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي عشوائي، وإلا ستكون المشكلة موجودة (Kumanayake, Gunarathne & Deyshappriya, 2019).

ولتجنب نتائج البحث المتحيزة والتغلب على انتهاكات الافتراضات الكلاسيكية (مثل الارتباط الذاتي العشوائي وغيرها من المشاكل التي قد تكون غير مرئية) يُطبق نموذج الانحدار المناسب باستخدام طريقة الخطأ المعياري القوية (Robust standard errors) (Wooldridge, 2002).

بناءً على ما سبق، يُمكن التمثيل عن تلك الاختبارات والنماذج في الشكل رقم 4 ضمن الصفحة التالية:

الشكل رقم (4): اختبارات ونماذج Panel data
Tests and models of panel data



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى (Turangan & Kim, 2023)، (Shah, Khan, Ahmed, Meyer)، و (Olah, 2024)، و (Momany, Bataineh & Al_Bataineh, 2024).

❖ بما أن الدراسة تتضمن متغيرات وسيطة، لا بد من اختيار أسلوب مناسب لاختبار العلاقات الإحصائية، حيث يوجد أساليب عدة لاختبارها، خاصة في ظل وجود متغير وسيط، والنموذج المناسب هنا هو نموذج الوسيط المتعدد المتوازي (The parallel multiple mediator model) حيث يتم بناء نماذج عدة لاختبار أثر X في Y بشكل مباشر، وبشكل غير مباشر من خلال الوسيطين، لإثبات وجود إما وساطة كلية، وساطة جزئية، أو عدم وجود وساطة، من خلال تطبيق أربعة نماذج انحدار على الشكل الآتي: (Hayes, 2018)

أول نموذج: يختبر أثر المتغير المستقل في المتغير التابع (الأثر الكلي).



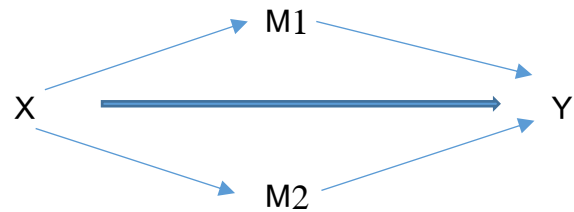
ثاني نموذج: يختبر أثر المتغير المستقل في المتغير الوسيط الأول.



ثالث نموذج: يختبر أثر المتغير المستقل في المتغير الوسيط الثاني.



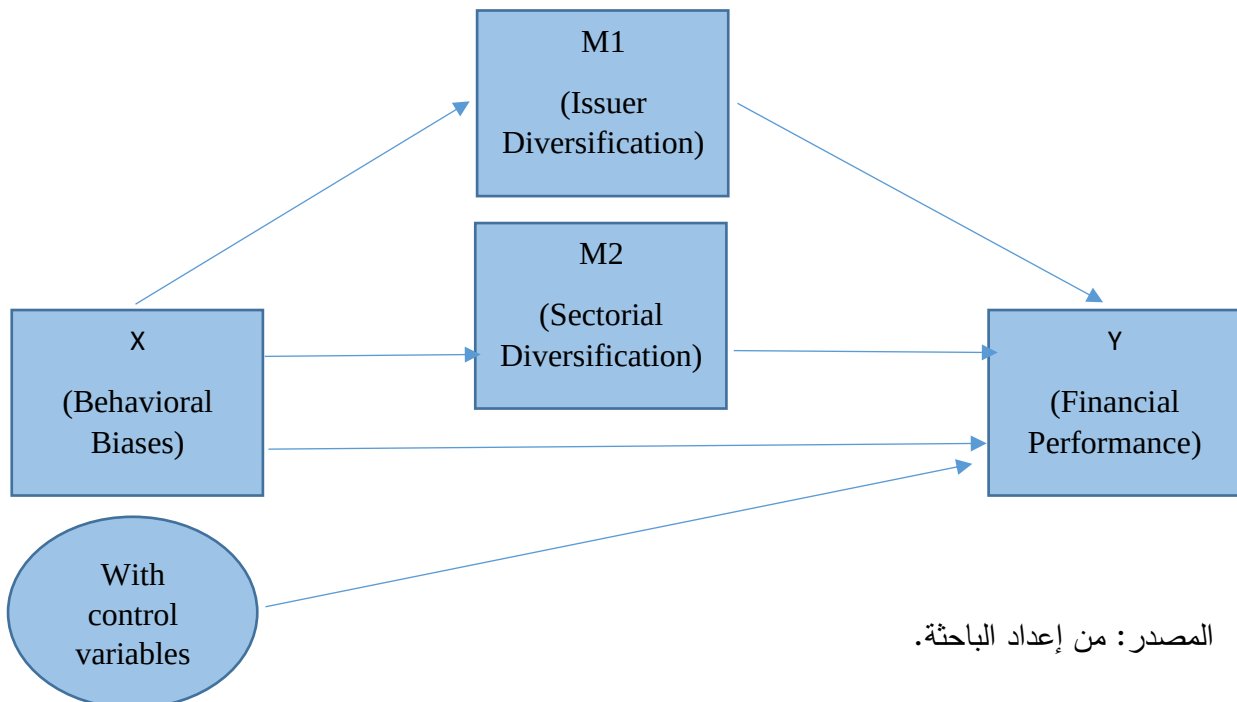
رابع نموذج: يختبر أثر المتغير المستقل في المتغير التابع عبر المتغيرين الوسيطين (الأثر غير المباشر).



كما أنه يمكن تمثيل نموذج الوساطة كما يلي:

الشكل رقم (5): نموذج الوسيط المتعدد المتوازي

The parallel multiple mediator model



المصدر: من إعداد الباحثة.

ومن ثم يتم حساب التأثيرات المباشرة وغير المباشرة، وتطبيق تحليل Sobel للوساطة، الذي يُستخدم لاختبار دلالة التأثير غير المباشر في نموذج الوساطة، من خلال حساب إحصائية Z عن طريق قسمة قيمة التأثير غير المباشر على الخطأ المعياري له، ثم مقارنة قيمة Z بالتوزيع الطبيعي القياسي لتحديد الدلالة الإحصائية P-Value (Zhang, 2024). ولا بد من الإشارة إلى أن كل تلك الاختبارات تتم مع التحكم في المتغيرات الضابطة. (Hayes, 2018)

خاتمة: Conclusion

بعد التعرف على بيانات الدراسة ومتغيراتها وتوضيح مقاييس هذه المتغيرات، بالإضافة إلى توصيف بيانات الدراسة، لتوضيح خصائصها الأساسية والاختبارات المتناسبة معها، وإظهار قوة واتجاه العلاقة بين المتغيرات المدروسة ومدى ارتباطها ببعضها البعض.

أصبح بالإمكان البدء بالاختبارات اللازمة لمعرفة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي، وذلك مع وجود تنويع المحفظة الاستثمارية كمتغير وسيط، إضافةً إلى المتغيرات الضابطة المدروسة. وهذا ما سيتم في المبحث التالي.

المبحث الثاني: اختبار فرضيات الدراسة

Testing of Study Hypotheses

مقدمة: Introduction

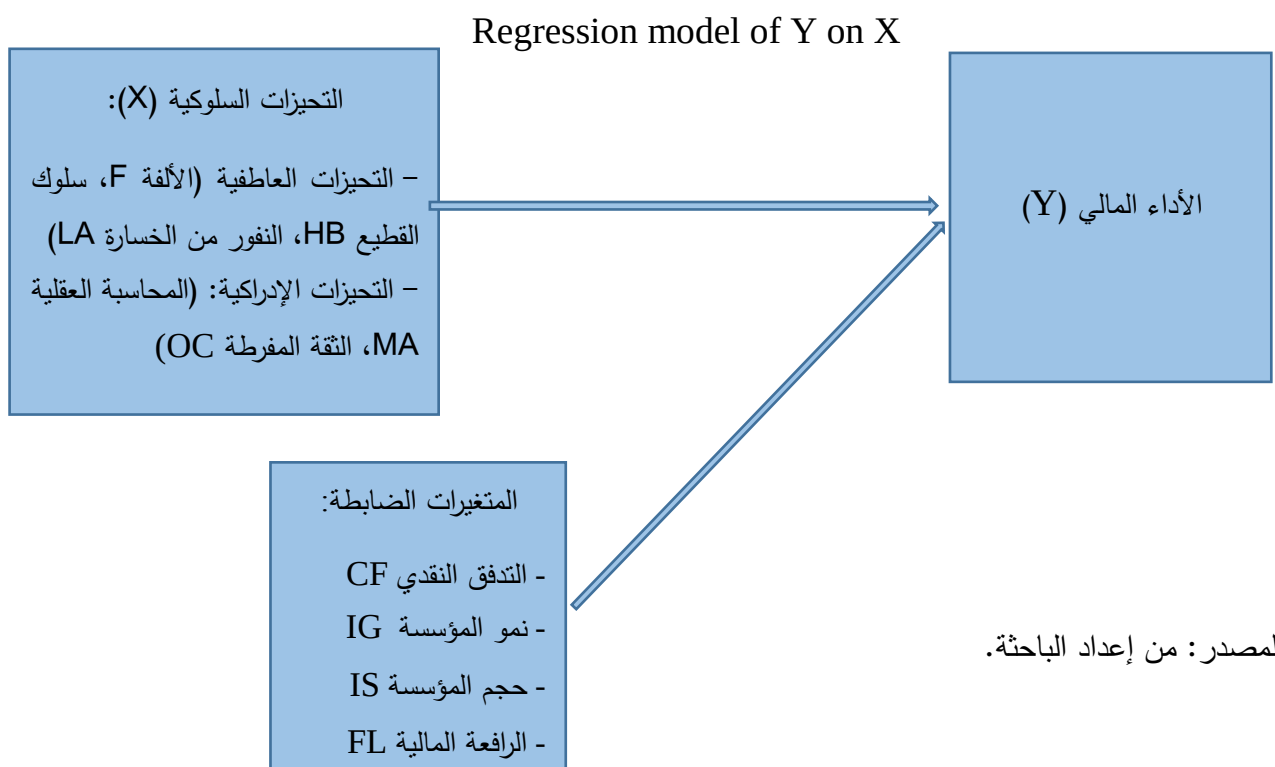
تعددت أساليب اختبار العلاقات الإحصائية خاصة في ظل وجود متغير وسيط، ومن بين هذه الأساليب طريقة (Hayes) لاختبار علاقة الوساطة، وبما أن هذه الدراسة تتضمن وجود متغيرين وسيطين، طُبِّق نموذج الوسيط المتعدد المتوازي (The parallel multiple mediator model) حيث يتم بناء نماذج لاختبار أثر X في Y بشكل مباشر، وبشكل غير مباشر من خلال الوسيطين. ولاختبار الفرضيات واستخلاص النتائج التي توصلت إليها الدراسة، يقدّم هذا المبحث أهم الاختبارات والتحليلات الإحصائية المناسبة لطبيعة بيانات الدراسة (Panel data).

أولاً: اختبار فرضيات الدراسة: Testing Study Hypotheses

لاختبار الفرضيات يتم تطبيق الخطوات التي سبق ذكرها في المبحث السابق، كما يلي:

1-1- نموذج الاختبار الأول **The first test model**: أثر التحيزات السلوكية متمثلة في (الألفة F ، سلوك القطيع HB ، النفور من الخسارة LA ، المحاسبة العقلية MA ، والثقة المفرطة OC) في الأداء المالي FP ، مع التحكم في المتغيرات الضابطة (نمو المؤسسة IG ، حجم المؤسسة IS ، الرافعة المالية FL ، التدفق النقدي CF):

الشكل رقم (6): نموذج انحدار Y على X



بدايةً طُبِّقت نماذج الانحدار الثلاثة (Pooled OLS, Fixed Effects, Random Effects)، كما يلي:

جدول رقم (9): نموذج الانحدار التجميعي في النموذج الأول

Pooled OLS in Model 1

Dependent Variable: FP				
Method: Panel Least Squares (Pooled)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.205531	0.892467	4.712255	0
F	-0.292036	0.137439	-2.124843	0.0363
HB	2.75691	4.029167	0.684238	0.4956
LA	-0.720669	0.168479	-4.2775	0
MA	-0.001969	0.000365	-5.393713	0
OC	0.105215	0.121315	0.867288	0.3881
CF	-0.643834	0.312855	-2.057932	0.0425
IG	-0.014358	0.047181	-0.304326	0.7616
IS	-0.122454	0.035285	-3.470464	0.0008
FI	0.003878	0.003378	1.147879	0.2541
R-squared	0.503418	Mean dependent var	1.144601	
Adjusted R-squared	0.45376	S.D. dependent var	0.665259	
F-statistic	10.13766	Sum squared resid	21.75746	
Prob(F-statistic)	0	Durbin-Watson stat	1.268512	

المصدر من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

جدول رقم (10): نموذج التأثيرات الثابتة في النموذج الأول

Fixed Effects in Model 1

Dependent Variable: FP				
Method: Panel Least Squares (Fixed)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.730735	1.88661	2.507532	0.0144
F	-1.316179	0.645306	-2.039621	0.0451
HB	3.173437	3.772225	0.841264	0.403
LA	-0.812763	0.193687	-4.196275	0.0001
MA	-0.001586	0.000347	-4.567855	0
OC	0.124843	0.121724	1.025621	0.3086
CF	-0.682416	0.296138	-2.304384	0.0241
IG	-0.026512	0.045571	-0.581771	0.5626
IS	-0.125438	0.074344	-1.68727	0.0959
FI	0.003281	0.003324	0.987149	0.3269
R-squared	0.705777	Mean dependent var	1.144601	
Adjusted R-squared	0.589746	S.D. dependent var	0.665259	
F-statistic	6.082633	Sum squared resid	0.426106	
Prob(F-statistic)	0	Durbin-Watson stat	1.866395	

المصدر من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

جدول رقم (11): نموذج التأثيرات العشوائية في النموذج الأول

Random Effects in Model 1

Dependent Variable: FP				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.164912	1.102148	3.778904	0.0003
F	-0.35876	0.19864	-1.80608	0.0742
HB	2.602151	3.65519	0.711906	0.4784
LA	-0.71666	0.158045	-4.53452	0
MA	-0.00168	0.000335	-5.01493	0
OC	0.112054	0.111079	1.008779	0.3158
CF	-0.67502	0.28702	-2.35182	0.0209
IG	-0.02231	0.043156	-0.51699	0.6064

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IS	-0.11913	0.044332	-2.68729	0.0086
FI	0.003258	0.003153	1.033028	0.3044
R-squared	0.430932	Mean dependent var	0.634675	
Adjusted R-squared	0.374026	S.D. dependent var	0.532971	
F-statistic	7.572604	Sum squared resid	16.00317	
Prob(F-statistic)	0	Durbin-Watson stat	1.558173	

المصدر من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

ثم طُبِّق اختبار $F_{\text{test}}/ \text{Likelihood ratio}$ للمقارنة بين نموذج الانحدار التجميعي (Pooled OLS) ونموذج انحدار التأثيرات الثابتة (Fixed Effects)، الذي أوصى بأن Fixed Effects هو الأنسب بما أن $P\text{-value} < 0.05$ كما في الجدول رقم (12) (Turangan & Kim, 2023).

جدول رقم (12): اختبار F في النموذج الأول

F_Test in Model 1

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.570109	(19,71)	0.0022
Cross-section Chi-square	52.34114	19	0.0001

المصدر من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

ومن ثم أوصى اختبار Hausman الذي يقارن بين نموذج انحدار التأثيرات الثابتة (Fixed Effects) ونموذج انحدار التأثيرات العشوائية (Random Effects) بأن الأنسب هو Random Effects بما أن $P\text{-Value} > 0.05$ (Shah, Khan, Ahmed, Meyer & Olah, 2024).

جدول رقم (13): اختبار Hausman في النموذج الأول

Hausman Test in Model 1

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	7.139552	9	0.6226

المصدر من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

بالتالي اعتمد على نموذج انحدار التأثيرات العشوائية.

كما اختُبرت التعددية الخطية (Multicollinearity) (VIF) بين متغيرات النموذج، وأثبتت النتائج أنه لا يوجد تعددية خطية، إذ أن جميع قيم VIF أصغر من 10، ومقلوب VIF يشير إلى معامل التسامح Tolerance أقل من 1 (Shahwan, Qamhawi & Ajlan, 2024).

جدول رقم (14): اختبار التعددية الخطية (VIF) في النموذج الأول

Multicollinearity (VIF) in Model 1

Variance Inflation Factors	Sample: 2019 2023	Included observations: 100
Variable	VIF	Tolerance
C	-	-
F	1.249124	0.800561033
HB	1.182641	0.845565138
LA	1.32134	0.756807483
MA	1.048165	0.954048265
OC	1.454238	0.687645351
CF	1.192247	0.838752373
FG	1.163399	0.859550335
FS	1.954507	0.511637973
FI	1.056664	0.946374628

المصدر من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

بالنسبة لاختبار الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية (Autocorrelation) فطُبّق اختبار Durbin-Watson، الظاهر عند تطبيق نموذج الانحدار في الجدول رقم (15)، وأثبت عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي عشوائي حيث كانت قيمته 1.558 أي تقع بين 1.5 و 2.5 (Kumanayake, Gunarathne & Deyshappriya, 2019).

على الرغم من أن اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية أثبت نتائج مقبولة، إلا أنه لتجنب نتائج البحث المتحيزة والتغلب على الأخطاء غير المرئية في حال وجودها، طُبّق نموذج انحدار التأثيرات العشوائية باستخدام طريقة الخطأ المعياري القوية (Robust standard errors) (Wooldridge, 2002)

جدول رقم (15): نموذج انحدار Y على X

Regression Model Y on X

Dependent Variable: FP
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Periods included: 5
Cross-sections included: 20
Total panel (balanced) observations: 100

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.164912	0.954715	4.362465	0.000034
F	-0.35876	0.195691	-1.83329	0.070065
HB	2.602151	4.170218	0.623984	0.534216
LA	-0.71666	0.269678	-2.65746	0.009316
MA	-0.00168	0.000919	-1.82888	0.070729
OC	0.112054	0.096559	1.16048	0.248922
CF	-0.67502	0.196143	-3.44146	0.000879
IG	-0.02231	0.037567	-0.59391	0.554064
IS	-0.11913	0.036692	-3.24677	0.00164
FI	0.003258	0.001865	1.746799	0.084084
R-squared	0.430932	Mean dependent var	0.634675	
Adjusted R-squared	0.374026	S.D. dependent var	0.532971	
F-statistic	7.572604	Sum squared resid	16.00317	
Prob(F-statistic)	0.00	Durbin-Watson stat	1.558173	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

من خلال الجدول رقم (12) يمكن كتابة نتائج معادلة الانحدار التالية:

$$FP_{it} = \alpha_i - 0.35876 F_{it} + 2.602151 HB_{it} - 0.71666 LA_{it} - 0.00168 MA_{it} + 0.112054 OC_{it} - 0.67502 CF_{it} - 0.02231 IG_{it} - 0.11913 IS_{it} + 0.003258 FI_{it} + \varepsilon_{it}$$

تشير النتائج أعلاه إلى أن تحيز الألفة (F)، تحيز المحاسبة العقلية (MA)، وتحيز النفور من الخسارة (LA) يؤثر سلباً في الأداء المالي (FP) بمعامل (-0.36) (-0.002) (-0.72) على التوالي، والأثر دال معنوياً حيث P-value للنفور من الخسارة أصغر من 0.05 أما لتحيز المحاسبة العقلية وتحيز الألفة غير دال عند 5% لكنه دال عند 10%. بالتالي يمكن قبول الفرضية عند مستوى دلالة معنوية سواء 5% أو 10% (Lecoutre, 1998)

مما يؤدي إلى قبول الفرضيات الآتية:

H1-1-1: يؤثر تحيز الألفة بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H1-1-2: يؤثر تحيز النفور من الخسارة بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H1-2-1: يؤثر تحيز المحاسبة العقلية بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

أما الاستقلالية عن الآخرين (تحيز سلوك القطيع) (HB) يؤثر إيجاباً (سلباً) في الأداء المالي وهذا الأثر غير دال معنوياً سواءً عند مستوى دلالة 5% أو 10%، لذلك نرفض الفرضية الآتية:

H1-1-3: يؤثر تحيز سلوك القطيع بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ويؤثر تحيز الثقة المفرطة (OC) إيجاباً في الأداء المالي لكن دون دلالة معنوية، لذلك نرفض الفرضية الآتية:

H1-2-2: يؤثر تحيز الثقة المفرطة بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

مما سبق فإن الفرضيتين الآتيتين مدعومتان جزئياً:

H1-1: تؤثر التحيزات العاطفية متمثلة بـ (الألفة، النفور من الخسارة، سلوك القطيع) بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H1-2: تؤثر التحيزات الإدراكية متمثلة بـ (المحاسبة العقلية، الثقة المفرطة) بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

وبالتالي يمكن قبول الفرضية الرئيسية الآتية جزئياً:

H1: تؤثر التحيزات السلوكية متمثلة بـ (التحيزات العاطفية، التحيزات الإدراكية) بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

وبالنسبة للمتغيرات الضابطة فإن كلاً من التدفق النقدي (CF)، وحجم المؤسسة (IS) يؤثران سلباً في الأداء المالي وهذا التأثير له دلالة معنوية عند $P_value < 0.05$ ، أما نمو المؤسسة (IG) فيؤثر سلباً في الأداء المالي (FP) دون دلالة معنوية، في حين الرافعة المالية (FL) تؤثر إيجاباً في الأداء المالي (FP) وذات دلالة معنوية عند $P_Value < 0.1$.

كما نلاحظ أن قيمة F لنموذج الانحدار الذي يختبر أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي، تساوي 7.57 عند درجة معنوية مرتفعة جداً (0.0000) وهذا يعني وجود قوة تفسيرية عالية للنموذج (علي، 2024).

يمثل الجدول رقم (16) التباين بين الوحدات المقطعية (المؤسسات المالية) والانحراف المعياري للمكون العشوائي، حيث أن معامل القطع α_i يُعامل كمتغير عشوائي في نموذج التأثيرات العشوائية، وتكون الخصائص غير الملاحظة الثابتة عبر الزمن عشوائية، فضلاً عن كونها غير مرتبطة بالمتغيرات المستقلة (Greene, 2018).

جدول رقم (16): التأثيرات العشوائية للمقطع العرضي في النموذج الأول

Cross section Random effects in Model 1

ID	Institution		Effect
1	BASY	بنك الائتمان الأهلي	-0.046202115
2	BBSF	بنك بيمو السعودي الفرنسي	0.096007266
3	BSO	بنك سورية والمهجر	0.049824228
4	IBTF	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	0.042946812
5	SIIB	بنك سورية الدولي الإسلامي	-0.010701803
6	BBS	بنك بيبيلوس	-0.162581055
7	QNBS	بنك قطر الوطني	-0.061006421
8	BOJS	بنك الأردن	0.070667021
9	SGB	بنك سورية والخليج	0.112963125
10	SHRQ	بنك الشرق	0.139622455
11	FSBS	فرنسبنك	0.011610621
12	CHB	بنك الشام	-0.108987583
13	BBSY	بنك البركة	-0.032800289
14	ARBS	البنك العربي	-0.13371112
15	UIC	الشركة المتحدة للتأمين	0.293714983
16	AROP	السورية الدولية للتأمين-أروب	-0.070486635
17	NIC	الشركة السورية الوطنية للتأمين	0.029736769
18	ATI	شركة العقيلة للتأمين التكافلي	0.541563698
19	SKIC	الشركة السورية الكويتية للتأمين	-0.525190078
20	SAIC	الاتحاد التعاوني للتأمين	-0.236989879

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

تشير النتائج في الجدول السابق إلى وجود تباين بين المؤسسات المالية في مستوى الأداء المالي، حيث سجلت شركة العقيلة للتأمين ATI أكبر انحراف موجب ضمن المكون العشوائي للنموذج، مما يشير إلى أن العوامل غير الملاحظة المرتبطة بهذه المؤسسة تسهم في رفع مستوى الأداء المالي مقارنةً بالمؤسسات المالية محل الدراسة، وسجل فرنسبنك FSBS أصغر قيمة موجبة. بينما الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC لديها أكبر انحراف

سلبي مقدّر، وبنك سورية الدولي الإسلامي SIIB لديه أصغر انحراف سالب مقدّر ضمن المكون العشوائي للنموذج، من بين جميع المؤسسات المالية، أي أن العوامل غير الملاحظة المرتبطة بهذه المؤسسة تؤدي إلى انخفاض مستوى الأداء المالي الخاص بها.

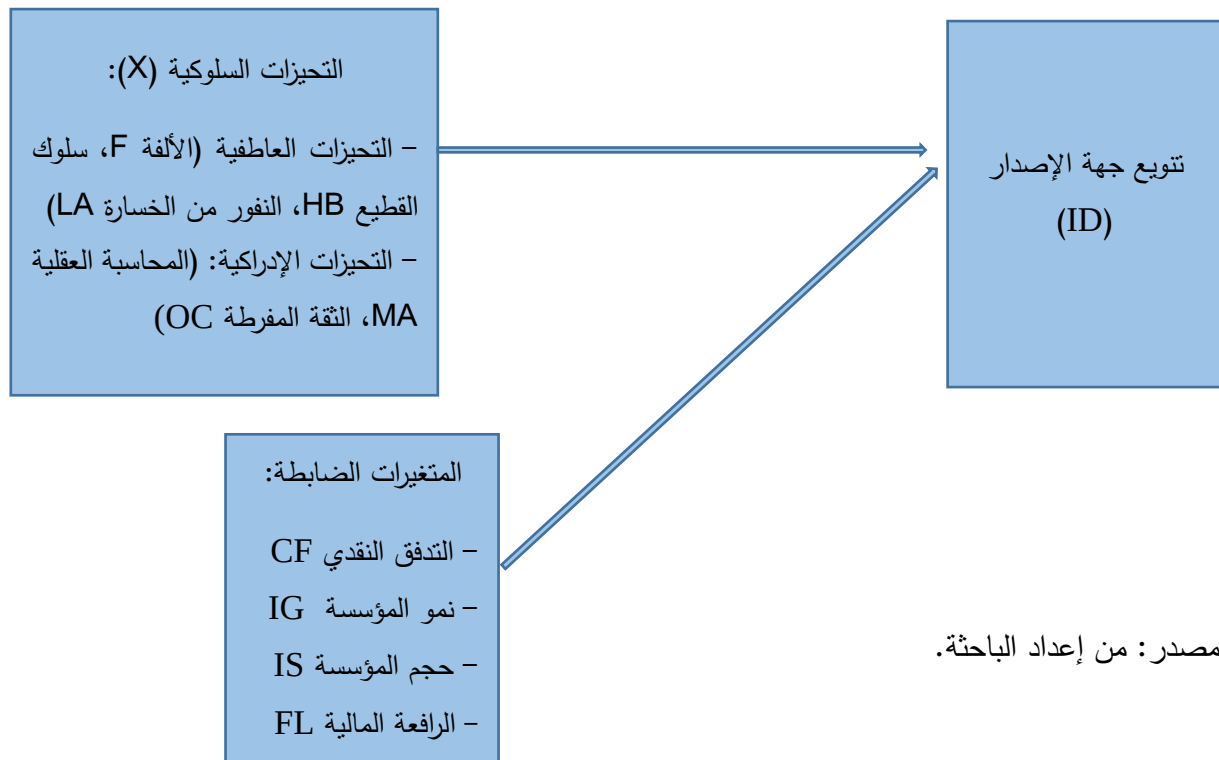
كما يمكن المقارنة بين المصارف فقط، حيث أن بنك الشرق SHRQ لديه أكبر انحراف موجب مقدّر ضمن المكون العشوائي للنموذج، وفرنسبنك FSBS لديه أصغر انحراف موجب مقدّر. بينما بنك بيبيلوس BBS لديه أكبر انحراف سالب مقدّر، أي أن العوامل غير الملاحظة المرتبطة بهذه المؤسسة تسهم في خفض مستوى الأداء المالي مقارنةً بالمؤسسات المالية محل الدراسة، وبنك سورية الدولي الإسلامي SIIB لديه أصغر انحراف سالب مقدّر ضمن المكون العشوائي للنموذج.

وبالنسبة للمقارنة بين شركات التأمين، فإن شركة العقيلة للتأمين ATI لديها أكبر انحراف موجب مقدّر ضمن المكون العشوائي للنموذج، والشركة السورية الوطنية للتأمين NIC لديها أصغر انحراف موجب مقدّر. بينما الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC لديها أكبر انحراف سلبي مقدّر، والشركة السورية الدولية للتأمين آروب AROP لديها أصغر انحراف سلبي مقدّر ضمن المكون العشوائي للنموذج.

1-2- نموذج الاختبار الثاني The second test model: أثر التحيزات السلوكية متمثلة في (الألفة F، سلوك القطيع HB، النفور من الخسارة LA، المحاسبة العقلية MA، والثقة المفرطة OC) في المتغير الوسيط الأول (تنويع جهة الإصدار ID)، مع التحكم في المتغيرات الضابطة (نمو المؤسسة IG، حجم المؤسسة IS، الرافعة المالية FL، التدفق النقدي CF):

الشكل رقم (7): نموذج انحدار M1 على X

Regression model of M1 on X



المصدر: من إعداد الباحثة.

بدايةً طُبِّقت نماذج الانحدار الثلاثة (Pooled OLS, Fixed Effects, Random Effects)، كما يلي:

جدول رقم (17): نموذج الانحدار التجميعي في النموذج الثاني

Pooled OLS in Model 2

Dependent Variable: ID				
Method: Panel Least Squares (Pooled)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.60697	0.410859	-1.47731	0.1431
F	0.263458	0.063272	4.16391	0.0001
HB	0.066185	1.854881	0.035682	0.9716
LA	0.016852	0.077562	0.217272	0.8285
MA	0.000179	0.000168	1.063253	0.2905
OC	-0.09905	0.055849	-1.77362	0.0795
CF	0.06416	0.144027	0.445473	0.657
IG	0.007319	0.02172	0.336975	0.7369
IS	0.047055	0.016244	2.896795	0.0047
FI	-0.0032	0.001555	-2.05719	0.0426
R-squared		0.389981	Mean dependent var	0.690973
Adjusted R-squared		0.328979	S.D. dependent var	0.276322
F-statistic		6.392936	Sum squared resid	4.611156
Prob(F-statistic)		0.000001	Durbin-Watson stat	0.359966

المصدر من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

جدول رقم (18): نموذج التأثيرات الثابتة في النموذج الثاني

Fixed Effects in Model 2

Dependent Variable: ID				
Method: Panel Least Squares (Fixed)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.184069	0.447284	0.411525	0.6819
F	0.171962	0.152991	1.123999	0.2648
HB	1.214832	0.894331	1.35837	0.1786
LA	-0.0094	0.04592	-0.20475	0.8384
MA	0.000065	0.0000823	0.789965	0.4322
OC	-0.02773	0.028859	-0.9609	0.3399
CF	0.006879	0.070209	0.097981	0.9222
IG	0.006253	0.010804	0.578727	0.5646
IS	0.015852	0.017626	0.899379	0.3715
FI	0.000828	0.000788	1.050934	0.2969
R-squared	0.904142	Mean dependent var	0.690973	
Adjusted R-squared	0.866339	S.D. dependent var	0.276322	
F-statistic	23.9171	Sum squared resid	0.724594	
Prob(F-statistic)	0	Durbin-Watson stat	1.327755	

المصدر من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

جدول رقم (19): نموذج التأثيرات العشوائية في النموذج الثاني

Random Effects in Model 2

Dependent Variable: ID				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.179783	0.341983	-0.52571	0.6004
F	0.27755	0.073458	3.778377	0.0003
HB	0.949915	0.881267	1.077898	0.284
LA	0.016968	0.040101	0.423127	0.6732
MA	0.0000855	0.0000811	1.054893	0.2943
OC	-0.042801	0.027446	-1.55948	0.1224
CF	0.015164	0.069424	0.218429	0.8276
IG	0.00449	0.010522	0.426728	0.6706
IS	0.028788	0.013775	2.089933	0.0394

FI	0.00039	0.000771	0.505699	0.6143
R-squared	0.206354	Mean dependent var	0.216582	
Adjusted R-squared	0.12699	S.D. dependent var	0.121538	
F-statistic	2.600083	Sum squared resid	1.160601	
Prob(F-statistic)	0.010288	Durbin-Watson stat	0.878858	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

ثم تطبيق الاختبارات اللازمة للمفاضلة بينهم. وبناءً على اختبار $F_test/$ Likelihood ratio أوصى بأن

Fixed Effects هو الأنسب بما أن $P_value < 0.05$

جدول رقم (20): اختبار F في النموذج الثاني

F_Test in Model 2

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	20.04358	(19,71)	0
Cross-section Chi-square	185.062176	19	0

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

ثم أثبت اختبار Hausman أن الأنسب هو Fixed Effects لأن $P_value < 0.05$

جدول رقم (21): اختبار Hausman في النموذج الثاني

Hausman Test in Model 2

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	32.722436	9	0.0001

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

أجري اختبار التعددية الخطية (Multicollinearity) (VIF) وأثبتت النتائج عدم وجود مشكلة تعددية خطية بما أن القيم أصغر من 10 حيث تتراوح جميع القيم بين (1.06) و (2.6) ومعامل التسامح Tolerance أقل من 1.

جدول رقم (22): اختبار التعددية الخطية (VIF).

Multicollinearity (VIF)

Variance Inflation Factors
Sample: 2019 2023
Included observations: 100

Variable	VIF	Tolerance
C	-	-
F	1.208652	0.82736801
HB	1.06882	0.935611235
LA	1.903788	0.52526857
MA	1.057946	0.945227828
OC	1.697398	0.58913702
CF	1.196652	0.835664838
FG	1.23852	0.807415302
FS	2.640714	0.378685462
FI	1.076538	0.928903578

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

وبالنسبة لاختبار Durbin_Watson للارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية (Autocorrelation) فقيمته تساوي

1.3 مما يعني وجود مشكلة ارتباط ذاتي عشوائي، كما ظاهر في الجدول رقم (23)

ولتجنب نتائج البحث المتحيزة والتغلب على انتهاكات الافتراضات الكلاسيكية كمسكلة الارتباط الذاتي العشوائي،

طبق نموذج انحدار التأثيرات الثابتة باستخدام طريقة الخطأ المعياري القوية (Robust standard errors)

جدول رقم (23): نموذج انحدار M1 على X

Regression Model M1on X

Dependent Variable: ID				
Method: Panel Least Squares				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.184069	0.458331	0.401606	0.6892
F	0.171962	0.230117	0.74728	0.4574
HB	1.214832	0.782164	1.553168	0.1248
LA	-0.0094	0.036964	-0.25435	0.8
MA	0.000065	0.0000496	1.310348	0.1943
OC	-0.02773	0.027282	-1.01643	0.3129

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CF	0.006253	0.004004	1.561692	0.1228
IG	0.015852	0.01655	0.95782	0.3414
IS	0.006879	0.054357	0.126557	0.8996
FI	0.000828	0.000397	2.085306	0.0406

R-squared	0.904142	Mean dependent var	0.690973
Adjusted R-squared	0.866339	S.D. dependent var	0.276322
F-statistic	23.9171	Akaike info criterion	-1.50944
Prob(F-statistic)	0	Durbin-Watson stat	1.327755

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

من خلال الجدول رقم (23) يمكن كتابة نتائج معادلة الانحدار التالية:

$$ID_{it} = \alpha_i + 0.171962 F_{it} + 1.214832 HB_{it} - 0.0094 LA_{it} + 0.000065 MA_{it} - 0.02773 OC_{it} + 0.006253 CF_{it} + 0.015852 IG_{it} + 0.006879 IS_{it} + 0.000828 FL_{it} + \varepsilon_{it}$$

من خلال النتائج أعلاه تبين أن تحيز الألفة (F) وتحيز المحاسبة العقلية (MA) يؤثران إيجاباً (سلباً) في تركيز (تنويع) جهة الإصدار (ID) لكن دون دلالة معنوية، بينما تحيز النفور من الخسارة (LA) وتحيز الثقة المفرطة (OC) أثرهم سلبي (إيجابي) في تركيز (تنويع) جهة الإصدار (ID)، ويؤثر تحيز سلوك القطيع إيجاباً في تنويع جهة الإصدار، وهذا الأثر لم يكن معنوياً أيضاً. لذلك نرفض الفرضيات الآتية:

H2-1-1-1-1: يؤثر تحيز الألفة بشكل دال معنوياً في تنويع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-1-1-1-2: يؤثر تحيز النفور من الخسارة بشكل دال معنوياً في تنويع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-1-1-1-3: يؤثر تحيز سلوك القطيع بشكل دال معنوياً في تنويع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-1-1-2-1: يؤثر تحيز المحاسبة العقلية بشكل دال معنوياً في تنويع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-1-1-2-2: يؤثر تحيز الثقة المفرطة بشكل دال معنوياً في تنويع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

مما سبق يمكن رفض الفرضيات الآتية:

H2-1-1-1: تؤثر التحيزات العاطفية متمثلة بـ (الألفة، النفور من الخسارة، سلوك القطيع) بشكل دال معنوياً في تنويع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-1-1-2: تؤثر التحيزات الإدراكية متمثلة بـ (المحاسبة العقلية، الثقة المفرطة) بشكل دال معنوياً في تنويع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

بالتالي نرفض:

H2-1-1: تؤثر التحيزات السلوكية متمثلة بـ (التحيزات العاطفية، والتحيزات الإدراكية) بشكل دال معنوياً في تنويع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

أما المتغيرات الضابطة (التدفق النقدي CF، حجم المؤسسة IS، نمو المؤسسة IG، والرافعة المالية FL) فجميعها تؤثر إيجاباً (سلباً) في تركيز (تنويع) جهة الإصدار، ودون دلالة معنوية، ما عدا الرافعة المالية فلها دلالة معنوية عند $P\text{-Value} < 0.05$.

كما يُلاحظ أن قيمة F لنموذج الانحدار الذي يختبر أثر التحيزات السلوكية في تنويع جهة الإصدار تساوي 23.92 عند درجة معنوية مرتفعة جداً (0.0000) وهذا يعني وجود قوة تفسيرية عالية للنموذج.

يوضح الجدول التالي التأثير الثابت (α_i) لكل وحدة مقطعية (مؤسسة مالية)، وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة المطبق على معادلة انحدار المتغير الوسيط الأول على المتغيرات المستقلة، حيث أن معامل القطع α لكل مجموعة بيانات مقطعية يكون ثابتاً عبر الزمن، ويتغير فقط بين كل مجموعة بيانات مقطعية وأخرى (علي، 2023).

جدول رقم (24): التأثيرات الثابتة للمقطع العرضي في النموذج الثاني

Cross section fixed effects in Model 2

ID	Institution		Effect
1	BASY	بنك الائتمان الأهلي	-0.05014
2	BBSF	بنك بيمو السعودي الفرنسي	-0.55787
3	BSO	بنك سورية والمهجر	-0.16174
4	IBTF	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	0.130023
5	SIIB	بنك سورية الدولي الإسلامي	0.209978
6	BBS	بنك بيبيلوس	-0.03146
7	QNBS	بنك قطر الوطني	0.20746

ID	Institution		Effect
8	BOJS	بنك الأردن	0.227892
9	SGB	بنك سورية والخليج	0.194865
10	SHRQ	بنك الشرق	0.213531
11	FSBS	فرنسبنك	0.204316
12	CHB	بنك الشام	0.053895
13	BBSY	بنك البركة	0.370287
14	ARBS	البنك العربي	-0.17843
15	UIC	الشركة المتحدة للتأمين	-0.1163
16	AROP	السورية الدولية للتأمين-أروب	0.095203
17	NIC	الشركة السورية الوطنية للتأمين	-0.21073
18	ATI	شركة العقيلة للتأمين التكافلي	-0.26066
19	SKIC	الشركة السورية الكويتية للتأمين	-0.15948
20	SAIC	الاتحاد التعاوني للتأمين	-0.18065

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

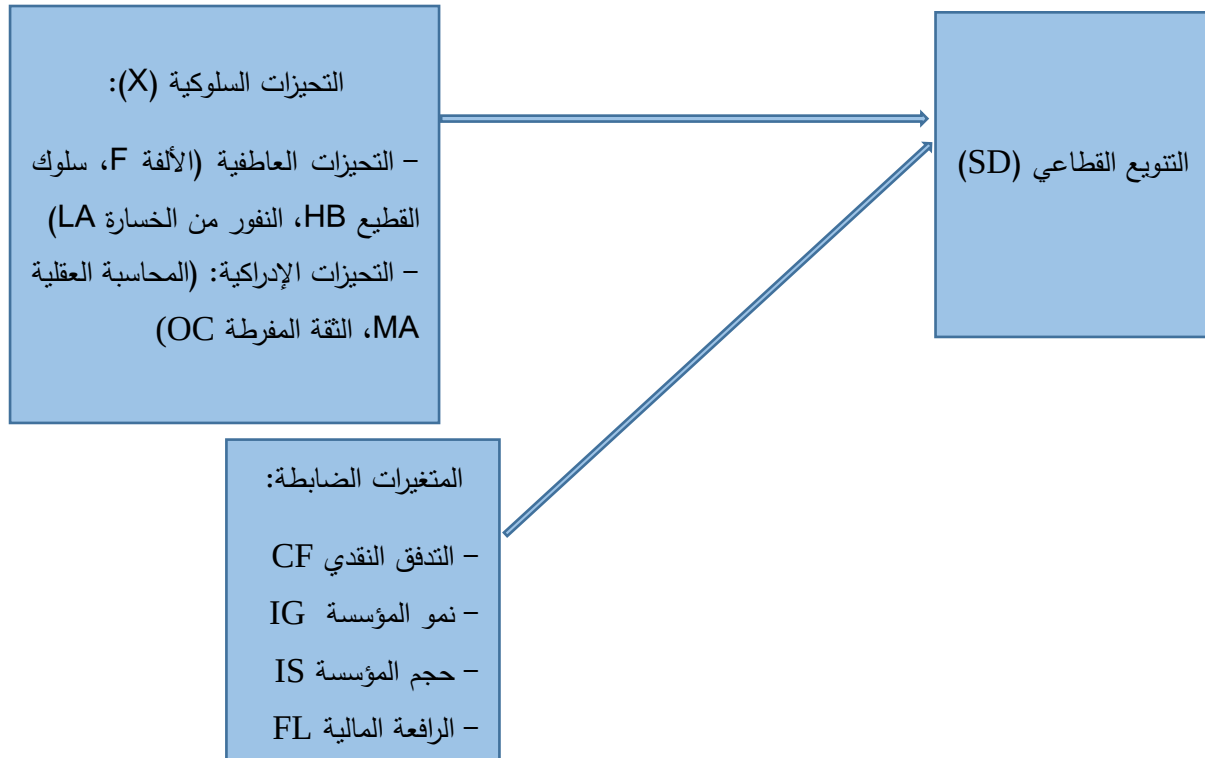
إن ارتفاع درجة تركيز جهة الإصدار يعكس انخفاضاً في تنوع جهة الإصدار، لذلك يتضح من الجدول السابق أن أعلى قيمة تركيز في ضوء التحيزات السلوكية والمتغيرات الضابطة، سُجلت لدى بنك البركة BBSY مقارنةً بباقي المؤسسات المالية محل الدراسة، أي أن التنوع منخفض في هذا البنك. بينما سجل بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF أقل مستوى من تركيز جهة الإصدار وهو ما يعكس مستوى أعلى من التنوع في ضوء التحيزات السلوكية والمتغيرات الضابطة، هذا بالنسبة إلى جميع المؤسسات المالية، وأيضاً بالنسبة إلى المصارف فقط.

أما بالنسبة إلى شركات التأمين فقد كان لدى الشركة السورية الدولية للتأمين-أروب AROP أعلى مستوى من تركيز جهة الإصدار (أقل مستوى من تنوع جهة الإصدار)، بينما سجلت شركة العقيلة للتأمين التكافلي ATI أقل مستوى من تركيز جهة الإصدار (أعلى مستوى من تنوع جهة الإصدار)

1-3- نموذج الاختبار الثالث **The third test model**: أثر التحيزات السلوكية متمثلة في (الألفة F، سلوك القطيع HB، النفور من الخسارة LA، المحاسبة العقلية MA، والثقة المفرطة OC) في المتغير الوسيط الثاني (التنوع القطاعي SD)، مع التحكم في المتغيرات الضابطة (نمو المؤسسة IG، حجم المؤسسة IS، الرافعة المالية FL، التدفق النقدي CF)، في الشكل رقم (8):

الشكل رقم (8): نموذج انحدار M2 على X

Regression model of M2 on X



المصدر: من إعداد الباحثة

بدايةً طُبِّقَت نماذج الانحدار الثلاثة (Pooled OLS, Fixed Effects, Random Effects)، كما يلي:

جدول رقم (25): نموذج الانحدار التجميعي في النموذج الثالث

Pooled OLS in Model 3

Dependent Variable: SD				
Method: Panel Least Squares (Pooled)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.25527	0.231533	-5.42155	0.0000
F	-0.07573	0.035656	-2.12386	0.036425
HB	-0.30188	1.045287	-0.2888	0.773401
LA	0.121475	0.043708	2.779199	0.006634
MA	0.000038	9.47E-05	0.405252	0.686254

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OC	-0.04268	0.031473	-1.35595	0.178507
CF	0.030485	0.081164	0.3756	0.708098
FG	0.017969	0.01224	1.468069	0.145572
FS	0.066237	0.009154	7.235918	0.00000
FI	0.000133	0.000876	0.151867	0.879632
R-squared	0.4775045	Mean dependent var	0.39019015	
Adjusted R-squared	0.4252549	S.D. dependent var	0.168254042	
F-statistic	9.1389193	Sum squared resid	1.4643632	
Prob(F-statistic)	0.000	Durbin-Watson stat	0.433681279	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

جدول رقم (26): نموذج التأثيرات الثابتة في النموذج الثالث

Fixed Effects in Model 3

Dependent Variable: SD				
Method: Panel Least Squares (Fixed)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.212865	0.253154	0.840849	0.403256
F	-0.11288	0.08659	-1.30363	0.19657
HB	0.281445	0.506175	0.556023	0.579943
LA	0.034634	0.02599	1.332612	0.18692
MA	3.96E-05	4.66E-05	0.848977	0.398748
OC	-0.00293	0.016334	-0.17941	0.858128
CF	0.035418	0.039737	0.891306	0.375775
FG	0.023627	0.006115	3.863892	0.000244
FS	0.008131	0.009976	0.815071	0.417757
FI	0.000215	0.000446	0.480978	0.632011
R-squared	0.91718	Mean dependent var	0.39019	
Adjusted R-squared	0.884519	S.D. dependent var	0.168254	
F-statistic	28.08152	Sum squared resid	0.232114	

Prob(F-statistic)	0.00000	Durbin-Watson stat	1.962104
--------------------------	---------	---------------------------	----------

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

جدول رقم (27): نموذج التأثيرات العشوائية في النموذج الثالث

Random Effects in Model 3

Dependent Variable: SD				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.1622	0.225336	-0.71983	0.473494
F	-0.03798	0.058128	-0.65343	0.515148
HB	0.17087	0.502299	0.340175	0.734517
LA	0.06184	0.023995	2.577193	0.011587
MA	4.69E-05	4.63E-05	1.013473	0.313551
OC	-0.01353	0.015951	-0.84826	0.398543
CF	0.039243	0.039573	0.991665	0.32402
FG	0.021242	0.006044	3.514246	0.000692
FS	0.021871	0.008975	2.436767	0.016787
FI	0.00028	0.000442	0.632947	0.528373
R-squared	0.232784	Mean dependent var	0.0715	
Adjusted R-squared	0.156062	S.D. dependent var	0.063109	
F-statistic	3.034136	Sum squared resid	0.302509	
Prob(F-statistic)	0.003265	Durbin-Watson stat	1.50989	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

ثم طُبِّقَت الاختبارات اللازمة للمفاضلة بينهم. حيث أوصى اختبار F_Test / Likelihood ratio باستخدام

نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects بما أن $P_value < 0.05$ ضمن الجدول رقم 28.

جدول رقم (28): اختبار F في النموذج الثالث

F_Test in Model 3

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	19.83823	(19,71)	0.00000
Cross-section Chi-square	184.1949	19	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

ومن ثم طُبِّق اختبار Hausman للمقارنة بين نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects ونموذج التأثيرات العشوائية Random Effects وكانت قيمته (أكبر من 0.05) مما يوصي باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects.

جدول رقم (29): اختبار Hausman في النموذج الثالث.

Hausman Test in Model 3

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	11.53286	9	0.240943

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

كما طُبِّق اختبار التعددية الخطية (Multicollinearity) (VIF) وكانت القيم تتراوح بين (1.05) و (2.39) وقيم Tolerance أصغر من 1، مما يشير إلى عدم وجود مشكلة التعددية الخطية.

جدول رقم (30): اختبار التعددية الخطية (VIF) في النموذج الثالث

Multicollinearity (VIF) in Model 3

Variance Inflation Factors		
Sample: 2019 2023		
Included observations: 100		
Variable	VIF	Tolerance
C	-	-
F	1.133957	0.881867
HB	1.073027	0.931943
LA	1.63028	0.613391
MA	1.049748	0.952609
OC	1.623867	0.615814

Variable	VIF	Tolerance
CF	1.194647	0.837067
FG	1.21642	0.822084
FS	2.390151	0.418384
FI	1.068242	0.936118

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

بينما اختبار Durbin_Watson للارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية (Autocorrelation) يساوي 1.51 تقريباً مما يشير إلى عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي، كما هو ظاهر في نموذج الانحدار ضمن الجدول رقم (31). ولتجنب نتائج البحث المتحيزة والتغلب على انتهاكات الافتراضات الكلاسيكية وأية مشاكل من المحتمل وجودها لكنها غير ظاهرة، طبق نموذج التأثيرات العشوائية باستخدام طريقة الخطأ المعياري القوية (Robust standard errors).

جدول رقم (31): نموذج انحدار M2 على X

Regression Model M2 on X

Dependent Variable: SD				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.1622	0.29061	-0.55815	0.57812884
F	-0.03798	0.060063	-0.63237	0.528747918
HB	0.17087	0.321974	0.530694	0.596937859
LA	0.06184	0.028321	2.183537	0.031597408
MA	0.00005	0.00004	1.137912	0.258177386
OC	-0.01353	0.015493	-0.87335	0.384796527
CF	0.039243	0.036414	1.077708	0.284044103
IG	0.021242	0.006504	3.26575	0.001545338
IS	0.021871	0.012053	1.814535	0.07292705
FI	0.00028	0.000251	1.114808	0.267900914
R-squared	0.232784	Mean dependent var	0.0715	
Adjusted R-squared	0.156062	S.D. dependent var	0.063109	

F-statistic	3.034136	Sum squared resid	0.302509
Prob(F-statistic)	0.003265	Durbin-Watson stat	1.50989

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

من خلال نموذج الانحدار السابق يمكن كتابة نتائج معادلة الانحدار التالية:

$$SD_{it} = \alpha_i - 0.03798 F_{it} + 0.17087 HB_{it} + 0.06184 LA_{it} + 0.00005 MA_{it} - 0.01353 OC_{it} + 0.039243 CF_{it} + 0.021242 IG_{it} + 0.021871 IS_{it} + 0.00028 FL_{it} + \varepsilon_{it}$$

مما سبق يتبين أن تحيز النفور من الخسارة (LA) يؤثر إيجاباً (سلباً) في التركيز (التنوع) القطاعي وبشكل دال إحصائياً. مما يعني قبول الفرضية الآتية:

H2-2-1-1-2: يؤثر تحيز النفور من الخسارة بشكل دال معنوياً في التنوع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

بينما تحيز سلوك القطيع (HB) يؤثر إيجاباً في التنوع القطاعي (SD)، كما أن تحيز الألفة (F) والثقة المفرطة (OC) يؤثران سلباً (إيجاباً) في التركيز (التنوع) القطاعي (SD)، أما تحيز المحاسبة العقلية (MA) يؤثر إيجاباً (سلباً) في التركيز (التنوع) القطاعي (SD)، لكن كل ما سبق غير دال إحصائياً. مما يعني رفض الفرضيات الآتية:

H2-2-1-1-3: يؤثر تحيز سلوك القطيع بشكل دال معنوياً في التنوع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-2-1-1-1: يؤثر تحيز الألفة بشكل دال معنوياً في التنوع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-2-1-2-1: يؤثر تحيز المحاسبة العقلية بشكل دال معنوياً في التنوع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-2-1-2-2: يؤثر تحيز الثقة المفرطة بشكل دال معنوياً في التنوع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

يمكن دعم الفرضية الآتية جزئياً:

H2-2-1-1: تؤثر التحيزات العاطفية متمثلة بـ (الألفة، النفور من الخسارة، سلوك القطيع) بشكل دال معنوياً في التنوع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

بينما نرفض الفرضية الآتية:

H2-2-1-2: تؤثر التحيزات الإدراكية متمثلة بـ (المحاسبة العقلية، الثقة المفرطة) بشكل دال معنوياً في التنويع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

وبالتالي ندعم جزئياً الفرضية الآتية:

H2-2-1: تؤثر التحيزات السلوكية متمثلة بـ (التحيزات العاطفية، والتحيزات الإدراكية) بشكل دال معنوياً في التنويع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة، فإن التدفق النقدي (CF)، الرافعة المالية (FL)، نمو المؤسسة (IG) وحجم المؤسسة (IS)، يؤثران إيجاباً (سلباً) في التركيز (التنويع) القطاعي (SD)، علماً أن تأثير التدفق النقدي والرافعة المالية ليس له دلالة معنوية، أما تأثير نمو المؤسسة له دلالة معنوية عند 5%، وتأثير حجم المؤسسة له دلالة معنوية عند 10%.

كما يُلاحظ أن القوة التفسيرية للنموذج $F_test = 3.034136$ قوية بقيمة احتمالية 0.003

يمثل الجدول التالي التباين بين الوحدات المقطعية (المؤسسات المالية) والانحراف المعياري للمكون العشوائي.

جدول رقم (32): التأثيرات العشوائية للمقطع العرضي في النموذج الثالث

Cross section random effects in Model 3

ID	Institution		Effect
1	BASY	بنك الائتمان الأهلي	-0.089
2	BBSF	بنك بيمو السعودي الفرنسي	-0.07333
3	BSO	بنك سورية والمهجر	-0.07141
4	IBTF	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	0.003923
5	SIIB	بنك سورية الدولي الإسلامي	0.30058
6	BBS	بنك بيبيلوس	-0.06443
7	QNBS	بنك قطر الوطني	-0.05544
8	BOJS	بنك الأردن	0.074019
9	SGB	بنك سورية والخليج	0.130082
10	SHRQ	بنك الشرق	0.00209
11	FSBS	فرنسبنك	0.070934

ID	Institution		Effect
12	CHB	بنك الشام	0.345704
13	BBSY	بنك البركة	0.094086
14	ARBS	البنك العربي	-0.03998
15	UIC	الشركة المتحدة للتأمين	-0.11828
16	AROP	السورية الدولية للتأمين-أروب	-0.11728
17	NIC	الشركة السورية الوطنية للتأمين	-0.1059
18	ATI	شركة العقيلة للتأمين التكافلي	-0.07376
19	SKIC	الشركة السورية الكويتية للتأمين	-0.09794
20	SAIC	الاتحاد التعاوني للتأمين	-0.11467

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

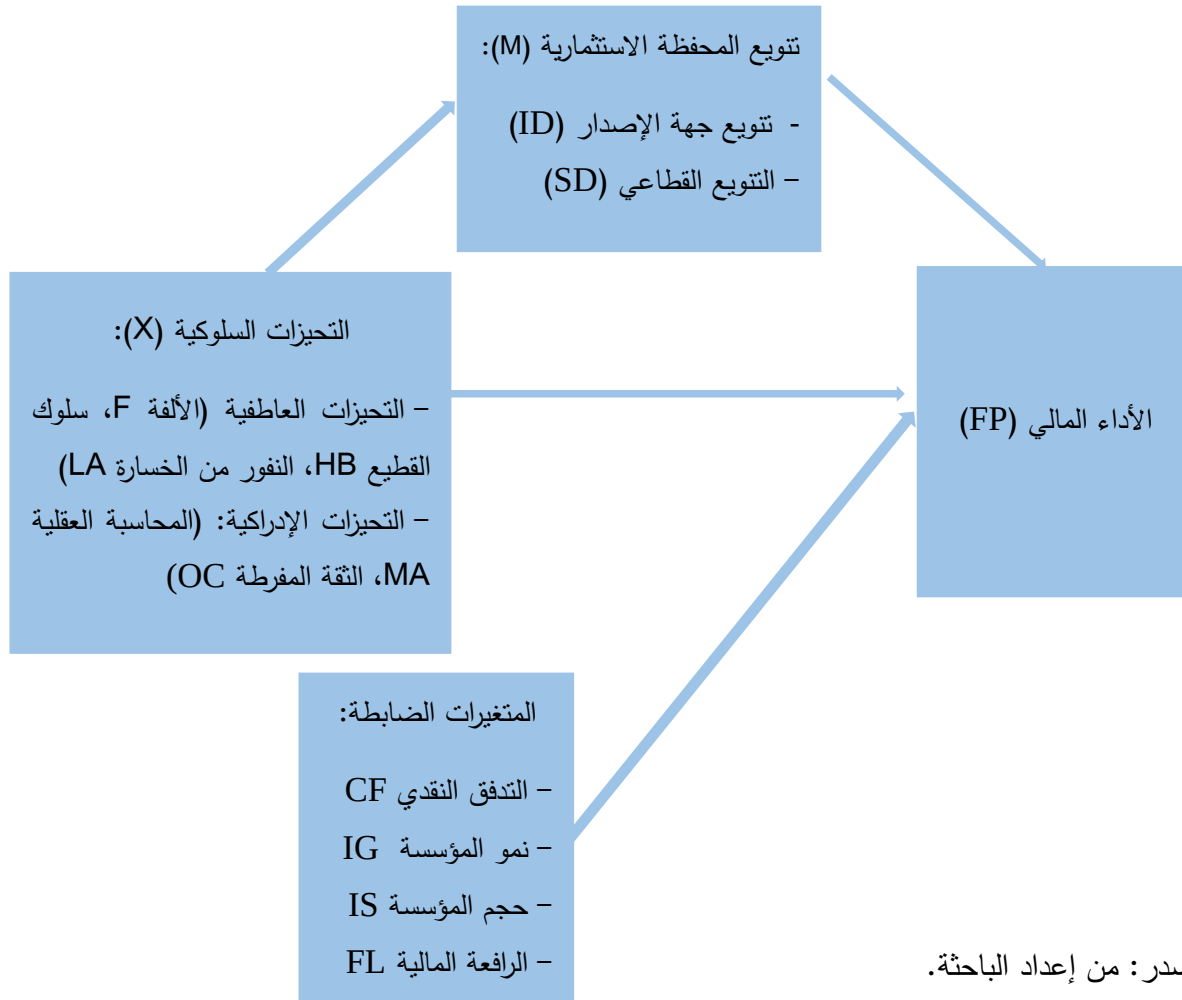
تشير النتائج في الجدول السابق إلى وجود تباين بين المؤسسات المالية في مستوى التنويع القطاعي، حيث سجل بنك الشام CHB أكبر انحراف موجب ضمن المكون العشوائي للنموذج، مما يشير إلى أن العوامل غير الملاحظة المرتبطة بهذه المؤسسة تسهم في رفع مستوى التركيز القطاعي (خفض مستوى التنويع القطاعي) مقارنةً بالمؤسسات المالية محل الدراسة. بينما الشركة المتحدة للتأمين UIC لديها أكبر انحراف سلبي مقدّر ضمن المكون العشوائي للنموذج، من بين جميع المؤسسات المالية، مما يشير إلى أن العوامل غير الملاحظة المرتبطة بهذه المؤسسة تسهم في خفض مستوى التركيز القطاعي (رفع مستوى التنويع القطاعي).

كما يمكن المقارنة بين المصارف فقط، حيث أن بنك الشام CHB لديه أكبر انحراف موجب مقدّر ضمن المكون العشوائي للنموذج. بينما بنك الائتمان الأهلي BASY لديه أكبر انحراف سالب مقدّر ضمن المكون العشوائي للنموذج، أي أن العوامل غير الملاحظة المرتبطة بهذه المؤسسة تسهم في خفض مستوى التركيز القطاعي (رفع مستوى التنويع القطاعي).

وبالنسبة للمقارنة بين شركات التأمين فقط، فإن جميع الشركات لديها انحراف سالب، وكان لدى الشركة المتحدة للتأمين UIC أكبر انحراف سلبي مقدّر ضمن المكون العشوائي للنموذج.

1-4- نموذج الاختبار الرابع **The forth test model**: المتغيرات الوسيطة (تنويع جهة الإصدار ID والتنويع القطاعي SD) تتوسط علاقة أثر التحيزات السلوكية متمثلة في (الألفة F، سلوك القطيع HB، النفور من الخسارة LA، المحاسبة العقلية MA، والثقة المفرطة OC) في الأداء المالي (FP)، مع التحكم في المتغيرات الضابطة (نمو المؤسسة IG، حجم المؤسسة IS، الرافعة المالية FL، التدفق النقدي CF)، كما في الشكل رقم (9):

الشكل رقم (9): نموذج انحدار Y على X عبر M
Regression model of Y on X via M



المصدر: من إعداد الباحثة.

بدايةً طُبِّقَت نماذج الانحدار الثلاثة (Pooled OLS, Fixed Effects, Random Effects)، كما يلي:

جدول رقم (33): نموذج الانحدار التجميعي في النموذج الرابع

Fixed Effects in Model 4

Dependent Variable: FP				
Method: Panel Least Squares (Pooled)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.199613	1.042212	4.029518	0.000118
F	-0.28057	0.163701	-1.71393	0.090062
HB	2.763845	4.076637	0.677972	0.499568

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LA	-0.72175	0.178432	-4.04493	0.000112
MA	-0.00196	0.000371	-5.28353	0.000001
OC	0.101925	0.125114	0.814655	0.417469
ID	-0.03939	0.253614	-0.15532	0.876928
SD	0.014332	0.450043	0.031846	0.974667
CF	-0.64174	0.316772	-2.02588	0.045806
IG	-0.01433	0.048296	-0.29666	0.767426
IS	-0.12155	0.044872	-2.70879	0.008115
FI	0.00375	0.003517	1.066177	0.28926
R-squared	0.503561	Mean dependent var	1.144601	
Adjusted R-squared	0.441506	S.D. dependent var	0.665259	
F-statistic	8.114763	Sum squared resid	21.7512	
Prob(F-statistic)	0.00000	Durbin-Watson stat	1.265351	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

جدول رقم (34): نموذج التأثيرات الثابتة في النموذج الرابع

Fixed Effects in Model 4

Dependent Variable: FP				
Method: Panel Least Squares (Fixed)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.714265	1.921717	2.453153	0.016692
F	-1.38237	0.665128	-2.07835	0.041399
HB	2.881666	3.879102	0.742869	0.460082
LA	-0.80451	0.198411	-4.05475	0.00013
MA	-0.0016	0.000355	-4.50032	2.68E-05
OC	0.132073	0.124026	1.064876	0.290645
ID	0.277928	0.509358	0.545644	0.58707
SD	-0.16296	0.899955	-0.18108	0.856838
CF	-0.67856	0.301379	-2.25151	0.027541
IG	-0.0244	0.051016	-0.47827	0.633971

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IS	-0.12852	0.076088	-1.68909	0.095717
FI	0.003086	0.003397	0.908314	0.366874
R-squared	0.707285	Mean dependent var	1.144601	
Adjusted R-squared	0.580018	S.D. dependent var	0.665259	
F-statistic	5.557484	Sum squared resid	1.383348	
Prob(F-statistic)	0.0000	Durbin-Watson stat	1.895351	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

جدول رقم (35): نموذج التأثيرات العشوائية في النموذج الرابع

Random Effects in Model 4

Dependent Variable: FP				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.125216	1.271297	3.244887	0.001662
F	-0.40127	0.240888	-1.66578	0.099314
HB	2.534876	3.721082	0.68122	0.497521
LA	-0.71219	0.17168	-4.14834	0.00008
MA	-0.00166	0.000343	-4.844	0.00001
OC	0.114575	0.115596	0.991164	0.324323
ID	0.078758	0.332227	0.237061	0.813161
SD	-0.06174	0.57047	-0.10823	0.914063
CF	-0.67653	0.292854	-2.31013	0.023221
IG	-0.02245	0.044909	-0.49989	0.618399
IS	-0.11796	0.055116	-2.14017	0.035108
FI	0.003259	0.003225	1.010585	0.314986
R-squared	0.422979	Mean dependent var	0.576469	
Adjusted R-squared	0.350851	S.D. dependent var	0.521289	
F-statistic	5.864308	Sum squared resid	15.52328	
Prob(F-statistic)	0.0000	Durbin-Watson stat	1.596954	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

ثم طُبِّقَت الاختبارات اللازمة للمفاضلة بينهم، حيث أوصى اختبار F_Test/ Likelihood ratio بأن Fixed Effects هو الأنسب بما أن $P\text{-value} < 0.05$

جدول رقم (36): اختبار F في النموذج الرابع

F_Test in Model 4

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.52752	(19,69)	0.002693
Cross-section Chi-square	52.8263	19	0.00005

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

بينما أوصى اختبار Hausman بأن الأنسب هو Random Effects بما أن $P\text{-Value} > 0.05$.

جدول رقم (37): اختبار Hausman في النموذج الرابع

Hausman Test in Model 4

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	6.516245	11	0.836798

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

وبناءً على اختبار (VIF) لا يوجد مشكلة تعددية خطية إذ أن جميع قيم VIF أصغر من 10 وتتراوح بين 1.06 و 2.7، وقيم Tolerance أصغر من 1 في الجدول الآتي:

جدول رقم (38): اختبار التعددية الخطية (VIF) في النموذج الرابع

Multicollinearity (VIF) in Model 4

Variance Inflation Factors		
Sample: 2019 2023		
Included observations: 100		
Variable	VIF	Tolerance
C	-	-
F	1.509179	0.662612
HB	1.165541	0.85797
LA	1.512204	0.661286
MA	1.060964	0.942539
OC	1.530885	0.653217

Variable	VIF	Tolerance
RD	1.49232	0.670098
SD	1.650591	0.605844
CF	1.200327	0.833106
FG	1.220883	0.819079
FS	2.682733	0.372754
FL	1.06368	0.940132

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

كما أنه لا يوجد مشكلة ارتباط ذاتي (Autocorrelation) إذ أن قيمة Durbin_Watson تساوي 1.6 ضمن الجدول رقم (39).

طبق نموذج انحدار التأثيرات العشوائية باستخدام طريقة الخطأ المعياري القوية (Robust standard errors)، لتجنب أية نتائج متحيزة قد تحدث بسبب وجود مشاكل إحصائية غير ظاهرة.

جدول رقم (39): نموذج انحدار Y على X عبر M

Regression Model Y on X via M

Dependent Variable: FP				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.125216	1.277569	3.228958	0.001747
F	-0.40127	0.238681	-1.68118	0.096274
HB	2.534876	4.124835	0.61454	0.540444
LA	-0.71219	0.303518	-2.34644	0.0212
MA	-0.00166	0.000929	-1.78961	0.076956
OC	0.114575	0.100305	1.142256	0.256446
ID	0.078758	0.215899	0.364791	0.716142
SD	-0.06174	0.419633	-0.14713	0.883368
CF	-0.67653	0.196723	-3.439	0.000894
IG	-0.02245	0.036849	-0.60923	0.543944

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IS	-0.11796	0.054428	-2.1672	0.03292
FI	0.003259	0.001931	1.687357	0.095076

R-squared	0.422979	Mean dependent var	0.576469
Adjusted R-squared	0.350851	S.D. dependent var	0.521289
F-statistic	5.864308	Akaike info criterion	15.52328
Prob(F-statistic)	0.00	Durbin-Watson stat	1.596954

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

من خلال نموذج الانحدار السابق يمكن كتابة نتائج معادلة الانحدار الآتية:

$$FB_{it} = \alpha_i - 0.40127 F_{it} + 2.534876 HB_{it} - 0.71219 LA_{it} - 0.00166 MA_{it} + 0.114575 OC_{it} + 0.078758 ID_{it} - 0.06174 SD_{it} - 0.67653 CF_{it} - 0.02245 IG_{it} - 0.11796 IS_{it} + 0.003259 FL_{it} + \varepsilon_{it}$$

يؤثر تحيز الألفة (F) والنفور من الخسارة (LA)، والمحاسبة العقلية (MA) سلباً وبدلالة معنوية في الأداء المالي (FP)، عند مستوى دلالة معنوية على التوالي (10%، 5%، 10%). والاستقلالية عن الآخرين (تحيز سلوك القطيع) يؤثر إيجاباً (سلباً) في الأداء المالي ودون دلالة معنوية. ويؤثر تحيز الثقة المفرطة (OC) إيجاباً في الأداء المالي (FP) دون دلالة معنوية.

وبالنسبة للمتغيرات الوسيطة فإن تركيز (تنويع) جهة الإصدار ID يؤثر إيجاباً (سلباً) في الأداء المالي FP دون دلالة معنوية، بينما التركيز (التنويع) القطاعي SD يؤثر سلباً (إيجاباً) في الأداء المالي FP إلا أن الأثر غير دال معنوياً، وهذا لا يتفق مع دراسة (Adhiambo, Melly & Mwanza, 2023) حيث أن التأثير في تلك الدراسة إيجابي ودال معنوياً. وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Muthui & Wepukhulu, 2019) ناحية التأثير السلبي للتنويع حسب جهة الإصدار في الأداء المالي، حيث توصلت إلى أن التنويع من خلال الاستثمار في الأسهم يؤثر سلباً في الأداء المالي بسبب التقلبات المتكررة وصعوبة التنبؤ في معظم الأوقات مما ينعكس سلباً في مواجهة المؤسسات للخسائر الفادحة بسبب عدم اليقين واستغراق وقت طويل لتحقيق العوائد، إلا أن الأثر دال معنوياً في تلك الدراسة.

وبناءً على ذلك يمكن رفض الفرضيتين الآتيتين:

H2-1-2: يؤثر تنويع جهة الإصدار بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-2-2: يؤثر التنوع القطاعي بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

بالنسبة للمتغيرات الضابطة، فإن التدفق النقدي (CF) وحجم المؤسسة (IS) يؤثران سلباً في الأداء المالي وبشكل دال معنوياً عند مستوى دلالة 5%. ويؤثر نمو المؤسسة (IG) سلباً في الأداء المالي إلا أن الأثر غير دال معنوياً، بينما الرافعة المالية (FL) تؤثر إيجاباً في الأداء المالي (FP) وبدلالة معنوية عند 10%.

تشير القوة التفسيرية للنموذج السابق الذي يتضمن كافة المتغيرات بقيمة P_Value إلى أن النموذج قوي جداً، حيث بلغت قيمة $F\text{-Statistic} = 5.864308$ وبدلالة 0.00

وبما أنه تم رفض الفرضيتان الآتيتان:

H2-1-1-2: تؤثر التحيزات الإدراكية متمثلة بـ (المحاسبة العقلية، الثقة المفرطة) بشكل دال معنوياً في تنوع جهة الإصدار للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-1-2: يؤثر تنوع جهة الإصدار بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

نرفض الفرضية الآتية:

H2-1: يؤدي تنوع جهة الإصدار دور المتغير الوسيط في علاقة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

وبما أنه تم قبول الفرضية الآتية جزئياً:

H2-2-1: تؤثر التحيزات السلوكية متمثلة بـ (التحيزات العاطفية، والتحيزات الإدراكية) بشكل دال معنوياً في التنوع القطاعي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ورفض الفرضية الآتية:

H2-2-2: يؤثر التنوع القطاعي بشكل دال معنوياً في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

لذلك يتم رفض الفرضية الآتية:

H2-2: يؤدي التنوع القطاعي دور المتغير الوسيط في علاقة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

وبهذا يتم رفض الفرضية الرئيسية الآتية:

H2: يؤدي تنوع المحفظة الاستثمارية دور المتغير الوسيط في علاقة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

يمثل الجدول التالي التباين بين الوحدات المقطعية (المؤسسات المالية) والانحراف المعياري للمكون العشوائي.

جدول رقم (40): التأثيرات العشوائية للمقطع العرضي في النموذج الرابع

Cross section random effects in Model 4

ID	Institution		Effect
1	BASY	بنك الائتمان الأهلي	-0.05045
2	BBSF	بنك بيمو السعودي الفرنسي	0.136421
3	BSO	بنك سورية والمهجر	0.056671
4	IBTF	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	0.04611
5	SIIB	بنك سورية الدولي الإسلامي	-0.02107
6	BBS	بنك بيلوس	-0.17604
7	QNBS	بنك قطر الوطني	-0.07048
8	BOJS	بنك الأردن	0.076966
9	SGB	بنك سورية والخليج	0.127565
10	SHRQ	بنك الشرق	0.149263
11	FSBS	فرنسبنك	0.01359
12	CHB	بنك الشام	-0.1059
13	BBSY	بنك البركة	-0.06353
14	ARBS	البنك العربي	-0.13456
15	UIC	الشركة المتحدة للتأمين	0.311316
16	AROP	السورية الدولية للتأمين-أروب	-0.09422
17	NIC	الشركة السورية الوطنية للتأمين	0.031544
18	ATI	شركة العقيلة للتأمين التكافلي	0.59199
19	SKIC	الشركة السورية الكويتية للتأمين	-0.5684
20	SAIC	الاتحاد التعاوني للتأمين	-0.25679

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

تشير النتائج في الجدول السابق إلى وجود تباين بين المؤسسات المالية في مستوى الأداء المالي، حيث سجلت شركة العقيلة للتأمين التكافلي ATI أكبر انحراف موجب ضمن المكون العشوائي للنموذج، مما يشير إلى أن العوامل غير الملاحظة المرتبطة بهذه المؤسسة تسهم في رفع مستوى الأداء المالي مقارنةً بالمؤسسات المالية محل الدراسة. بينما الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC لديها أكبر انحراف سلبي مقدّر ضمن المكون العشوائي للنموذج، من بين جميع المؤسسات المالية، مما يشير إلى أن العوامل غير الملاحظة المرتبطة بهذه المؤسسة تسهم في خفض مستوى الأداء المالي.

كما يمكن المقارنة بين المصارف فقط، حيث أن بنك الشرق SHRQ لديه أكبر انحراف موجب مقدّر ضمن المكون العشوائي للنموذج. بينما بنك بيبلس BBS لديه أكبر انحراف سالب مقدّر ضمن المكون العشوائي للنموذج، أي أن العوامل غير الملاحظة المرتبطة بهذه المؤسسة تسهم في خفض مستوى الاداء المالي. وبالنسبة للمقارنة بين شركات التأمين فقط، فإن أكبر انحراف موجب مقدّر ضمن المكون العشوائي للنموذج سجل لدى شركة العقيلة للتأمين التكافلي ATI، وكان لدى الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC أكبر انحراف سلبي مقدّر ضمن المكون العشوائي للنموذج.

5-1- التأثيرات المباشرة وغير المباشرة: Direct and indirect effects

يُمثل الجدول الآتي نتائج التأثيرات المباشرة وغير المباشرة كما يلي:

جدول رقم (41): التأثيرات المباشرة وغير المباشرة

Direct and indirect effects

Variable	Total Effect	Direct Effect	Total Indirect	Indirect M1	Indirect M2	% Mediation
X1=F	-0.35876	-0.40126620	0.01354339	0.00234499	0.01588838	-4.4287
X2=HB	2.602152	2.53454488	0.09567788	-0.0105493	0.085128512	3.271465
X3=LA	-0.71666	-0.71218507	-0.0007405	-0.003818	-0.00455844	0.636068
X4=MA	-0.00168	-0.00166186	0.0000051	-0.0000029	0.0000022	-0.13247
X5=OC	0.112054	0.114574521	-0.0021840	0.000835359	-0.00134862	-1.20354

المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى مخرجات برنامج EvIEWS 13

حيث أن (Hayes, 2018):

• Total Effect: التأثير الكلي، أي تأثير X في Y دون تضمين متغيرات وسيطة في النموذج، أي أن C في المعادلة الآتية هي التأثير الكلي لـ X في Y.

$$Y = \alpha + CX + \varepsilon_1 \quad (18)$$

• Direct Effect: التأثير المباشر لـ X في Y مع التحكم في المتغيرات الوسيطة في النموذج، كما في المعادلة الآتية:

$$Y = \alpha + C'X + bM + \varepsilon_1 \quad (19)$$

حيث تُمثل C' التأثير المباشر لـ X في Y مع التحكم في M، ويُمثل b معامل تأثير الوسيط M في Y

• Indirect Via M1: تأثير X في Y عن طريق الوسيط M1

• Indirect Via M2: تأثير X في Y عن طريق الوسيط M2

ويُمكن الحصول على التأثير غير المباشر من خلال حساب المعادلات التالية:

معادلة الوسيط الأول:

$$M_1 = \alpha + a_1X + \varepsilon_1 \quad (20)$$

معادلة الوسيط الثاني:

$$M_2 = \alpha + a_2X + \varepsilon_2 \quad (21)$$

ثم حساب معادلة تأثير X في Y عبر M1 و M2

$$Y = \alpha + C'X + b_1M_1 + b_2M_2 + \varepsilon \quad (22)$$

وبالتالي يُحسب التأثير غير المباشر عبر M1 كما يلي:

$$\text{Indirect Effect via } M_1 = a_1 * b_1 \quad (23)$$

والتأثير غير المباشر عبر M2:

$$\text{Indirect Effect via } M_2 = a_2 * b_2 \quad (24)$$

• Total Indirect: التأثير غير المباشر الكلي، هو مجموع التأثيرات غير المباشرة.

من الجدول رقم (41) يتضح أن التأثير الكلي (تأثير المستقل في التابع) لا يختلف كثيراً عن التأثير المباشر (تأثير المستقل في التابع بشكل مباشر لكن مع وجود المتغيرات الوسيطة في النموذج). وأن التأثير الكلي والتأثير المباشر أكبر من التأثير غير المباشر (تأثير المستقل في التابع عبر الوسيطين)، وينسب وساطة ضعيفة حيث تشكل نسبة الوساطة في علاقة أثر كل من تحيز الألفة (F)، تحيز سلوك القطيع (HB)، تحيز النفور من الخسارة (LA)، تحيز المحاسبة العقلية (MA)، وتحيز الثقة المفرطة (OC) في الأداء المالي (-4.43%، 3.27%، 0.64%، -0.13%، -1.20%) على التوالي.

إلا أنه لوحظ أن:

$$\text{Total Effect} \neq \text{Direct Effect} + \text{Total Indirect Effect}$$

الأمر الذي قد يكون بسبب وجود عدة متغيرات وسيطة، حيث تظهر تأثيرات إضافية قد تكون ذات أهمية تتجاوز التأثيرات الطبيعية والخاضعة للتحكم، كالتفاعل بين الوسيطين، أو التأثير التسلسلي (M1 يؤثر على M2). وقد يكون أيضاً بسبب وجود تأثيرات متقاطعة (Gabriel, Sjolander, Dean Follmann & Sachs, 2022).

6-1- Sobel analysis: تحليل Sobel

حيث يُستخدم هذا التحليل لاختبار دلالة التأثير غير المباشر في نموذج الوساطة، من خلال حساب إحصائية Z عن طريق قسمة قيمة التأثير غير المباشر على الخطأ المعياري له، ثم مقارنة قيمة Z بالتوزيع الطبيعي القياسي لتحديد الدلالة الإحصائية P-Value (Zhang, 2024). حيث يعد التأثير غير المباشر دال إحصائياً إذا تجاوزت القيمة المطلقة لـ Z قيمة 1.96 عند مستوى دلالة 0.05 (Yay, 2017).

جدول رقم (42): تحليل Sobel

Sobel analysis

Mediation Path	Indirect Effect	Sobel z-value	p-value
X1 - M1 - Y	0.013543394	0.327817237	0.743049853
X1 - M2 - Y	0.002344986	0.143299689	0.886053502
X2 - M1 - Y	0.095677883	0.355127761	0.72249388
X2 - M2 - Y	-0.01054937	-0.14177934	0.89
X3 - M1 - Y	-0.000740482	-0.20864411	0.834726073
X3 - M2 - Y	-0.003817953	-0.146794161	0.883294493
X4 - M1 - Y	0.000005121	0.351427205	0.725267876
X4 - M2 - Y	-0.00000289	-0.145912433	0.883990516
X5 - M1 - Y	-0.002183982	-0.343348354	0.731336408
X5 - M2 - Y	0.000835359	0.145082712	0.884645567

المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى مخرجات برنامج Eviews 13

حيث تمثل تلك الرموز ما يلي:

- | | |
|---------------------------------|--------------------------------|
| X1: تحيز الألفة (F) | X2: تحيز سلوك القطيع (HB) |
| X3: تحيز النفور من الخسارة (LA) | X4: تحيز المحاسبة العقلية (MA) |
| X5: تحيز الثقة المفرطة (OC) | M1: تنوع جهة الإصدار (ID) |
| M2: التنوع القطاعي (SD) | Y: الأداء المالي (PF) |

مما سبق أثبتت نتائج تحليل Sobel عدم وجود وساطة ذات دلالة إحصائية للمتغيرين الوسيطين، حيث أن جميع قيم Z هي أصغر من 1.96 وقيمة P -Value أكبر من 0.05، وهذا يتفق مع النتائج التي توصلنا إليها سابقاً عند اختبار نماذج الانحدار، مما يؤدي إلى تأكيد رفض الفرضيات الآتية:

H2-1: يؤدي تنوع جهة الإصدار دور المتغير الوسيط في علاقة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2-2: يؤدي التنوع القطاعي دور المتغير الوسيط في علاقة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

لذلك نرفض الفرضية الرئيسية الآتية:

H2: يؤدي تنوع المحفظة الاستثمارية دور المتغير الوسيط في علاقة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي للمؤسسات المالية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

هذا الأثر الضعيف لبعض التحيزات السلوكية، وعدم وجود وساطة قد يكون مرتبطاً بخصوصية العينة وحجمها، أو طبيعة السياق التنظيمي، حيث قد ينتج عن قلة عدد المؤسسات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بما أن السوق السورية تعتبر من الأسواق الناشئة، مما يحد من توسع عمليات الاستثمار في الأسهم. إضافةً إلى أن الاستثمار في الأسهم لا يعتبر من الأنشطة الأساسية للمؤسسات المالية في سورية، فضلاً عن وجود العديد من الضوابط في منح التسهيلات التي يفرضها مصرف سورية المركزي، والتي تحد من إمكانية اتخاذ المؤسسة للقرارات الاستثمارية بما يتوافق مع طبيعتها السلوكية، ومن هذه القرارات والتعميمات: (موقع مصرف سورية المركزي <https://www.cb.gov.sy/>)

- تعميم 52/م ن بتاريخ 11/4/2017 الذي حظر تمويل أي نشاط ضمن المناطق غير الآمنة، ووضع حدود ونسب لتمويل الأنشطة الاستهلاكية والأنشطة التجارية والإنتاجية ونسب خاصة للعمليات الواحد.
- تعميم 16/4774/ص بتاريخ 8/9/2020 الذي حصر منح التسهيلات الائتمانية المباشرة في قطاعات محددة (القطاع الزراعي، المشاريع الصغيرة والمتوسطة، أصحاب الدخل المحدود) والقروض العقارية.
- تعميم 7/3502 بتاريخ 29/12/2021 الذي حدد قائمة المواد المسموح بتمويلها.
- تعميم 433/م بتاريخ 30/12/2021 حدد منح التسهيلات الائتمانية لتمويل المشاريع الصناعية إضافةً للمشاريع الخاصة بإنتاج الطاقة المتجددة.
- تعميم 204/م ن بتاريخ (8/6/2023) الذي حدد نسبة تمويل القطاعات الإنتاجية بنسبة لا تقل عن 75%

ثانياً: النتائج: Results

- تحيز الألفة Familiarity bias:

مما سبق يُلاحظ أن تحيز الألفة يؤثر سلباً في الأداء المالي وهذا التأثير دال معنوياً، حيث أنه يؤدي إلى وجود تحيز الوطن، أي الاستثمار داخل الوطن الأم والسوق المحلية فقط (تحيز محلي)، مما يؤدي إلى تشكيل محافظ أقل من المثالية وبالتالي الأرباح المتولدة عنها ليست أرباحاً مثالية، وهذا ما أثبتته دراسة (Nurcahya & Maharani, 2021).

وعند تضمين المتغيرين الوسيطين: M1 (تنوع جهة الإصدار مقاساً بمقياس التركيز) و M2 (التنوع القطاعي مقاساً بمقياس التركيز) كان تأثير تحيز الألفة في الأداء المالي سلبياً أيضاً وذا دلالة إحصائية، بينما لم يكن تحيز الألفة يؤثر بشكل دال إحصائياً في كل من M1 و M2، فضلاً عن أن تأثير M1 و M2 في الأداء المالي لم يكن دال إحصائياً، بالتالي عدم تحقق مسار الوساطة، وهذا ما أكدته نتائج تحليل Sobel التي أظهرت أن الوساطة سلبية ضعيفة وغير دالة إحصائياً (نسبة الوساطة -4.4287%).

- تحيز سلوك القطيع Herding behavior bias:

يؤثر تحيز سلوك القطيع سلباً في الأداء المالي سواءً بشكل مباشر أو غير مباشر، فتقليد المؤسسة لأقرانها وللمؤسسات المنافسة بشكل أعمى وغير مدروس قد يؤدي إلى عدم ملائمة هذه القرارات مع قدرات وسياسات المؤسسة مما يؤدي إلى انخفاض الربحية وضعف الأداء المالي. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Farooq, Tabash, Abousamak & Habib, 2022) ودراسة (السعيد، 2022) ناحية العلاقة السلبية، لكن عدم وجود دلالة إحصائية يؤدي إلى نتيجة عدم وجود أثر لتحيز سلوك القطيع في الأداء المالي وهذا يتفق مع دراسة (Lebdoui, Chetioui, & Ghechi, 2021).

ويؤثر تحيز سلوك القطيع إيجاباً في M1 تنوع جهة الإصدار وفي M2 التنوع القطاعي، حيث قد تتبع المؤسسة استراتيجيات المؤسسات الأخرى التي ربما قد تكون متنوعة للبحث عن اليقين في ظروف عدم اليقين وتقليل المخاطر، هذا يختلف مع دراسة (هادي وفارس، 2018) التي بينت أن التأثير سلبي في التنوع.

إلا أن هذا التأثير غير دال إحصائياً وبالتالي عدم تحقق مسار الوساطة، وهذا ما أثبتته نتائج Sobel، حيث يشكل الوسيطان علاقة وساطة ضعيفة (3.27%) وغير دالة إحصائياً.

- تحيز النفور من الخسارة Loss aversion bias:

يؤثر تحيز النفور من الخسارة سلباً في الأداء المالي وبدلالة إحصائية، وذلك بسبب أن تحيز النفور من الخسارة يؤدي إلى التمسك بالاستثمارات الخاسرة لفترة أطول بدلاً من الاستثمارات الربحية على أمل عودة ارتفاع سعر السهم ليصل إلى سعر الشراء الأساسي على الأقل، ولو كان هذا الاحتمال ضعيفاً أو معدوماً، وبسبب الرغبة في زيادة المكاسب، ينتج عنها بيع الأسهم الربحية لمجرد ارتفاع سعرها خوفاً من الخسارة، مما يقود إلى خسارة فرصة تحقيق المزيد من المكاسب، كما أنه يضر بتكرار التداول، حيث يصبح المستثمرون أكثر حذراً في البحث عن استثمارات محفوفة بالمخاطر. كل ذلك يجعلهم يتكبدون المزيد من الخسائر، كما يؤدي إلى انخفاض الاستثمار في الاستثمارات المدرة للعوائد الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض هوامش الربح وتحقيق خسائر، وهذه النتيجة تتفق مع دراساتي (Turangan & Kim, 2023) و (Lampthey & Marsidi, 2020) لكن التأثير غير المباشر عبر M1 (-0.004) و M2 (0.005) ضعيف ونسبة وساطة ضعيفة (0.64%).

- تحيز المحاسبة العقلية Mental accounting bias:

إن تأثير المحاسبة العقلية في الأداء المالي تأثير جداً ضعيف حيث كان التأثير الكلي (-0.00168)، التأثير المباشر (-0.00166) والتأثير عبر الوسيطين M1 (0.000003) و M2 (0.000002)، ونسبة وساطة ضعيفة وغير دالة إحصائياً (-0.13%).

وللتأثير السلبي للمحاسبة العقلية في الأداء المالي دلالة إحصائية، لذلك فإن تحيز المحاسبة العقلية يؤثر سلباً في الأداء المالي، وهذا لا يتفق مع دراسة (Anolam, Okoroafor & Ajaero, 2015) التي أثبتت أن الأثر إيجابي.

- تحيز الثقة المفرطة Overconfidence bias:

يؤثر تحيز الثقة المفرطة إيجاباً في الأداء المالي، حيث أن الثقة المفرطة تمنح المديرين الجرأة في اتخاذ القرارات وتجعلهم يقومون بما كانوا خائفين منه وغير راغبين بالقيام به والذي قد يحقق عائداً ودخلاً إيجابياً للمؤسسة وهذا ما يتفق مع دراسة (Wang, Wang, Yang, Huang & Cui, 2021) ولا يتفق مع دراستي (Chang & Lin, 2022) و (السعيد، 2022) بالنسبة إلى أن التأثير إيجابياً وليس سلبياً، لكن هذا التأثير ضعيف سواء التأثير الكلي (0.11) أو التأثير المباشر (0.11). كما أن تأثير الثقة المفرطة في كلا الوسيطين ضعيف حيث يؤثر سلباً في M1 (-0.03) وسلباً في M2 (0.01)، كل تلك العلاقات ليس لها دلالة إحصائية، وأيضاً نسبة الوساطة موجبة ضعيفة وغير دالة إحصائياً (1.2%). تتفق هذه النتيجة أي "عدم وجود تأثير للثقة المفرطة في الأداء المالي" مع دراسة (السعيد، 2022).

من ناحية أخرى، الثقة المفرطة بشأن صحة المعلومات التي يمتلكها متخذ القرار تجعله يبالغ في دقة تحليلاته حول أداء الأسهم مما يؤدي إلى تركّز استثماراته في أوراق مالية معينة، بالإضافة إلى التداول النشط لاعتقادهم أن كل ذلك يولد أرباحاً كبيرةً (Jamal & Rizwan, 2022) هذا ما أثبتته دراسة (Anwar, Khan & Rehman, 2017) التي توصلت إلى أن الثقة المفرطة تجعل المستثمر يستثمر في أسهم مؤسسات معروفة ومحلية، مما يؤدي إلى ضعف تنويع المحفظة الاستثمارية، على عكس نتائج هذه الدراسة التي توصلت إلى أن الأثر سلبياً في تركّز جهة الإصدار (إيجابياً في تنويع جهة الإصدار) إلا أنه غير دال إحصائياً.

وفي النهاية، تشير النتائج إلى أن بعض التحيزات السلوكية متمثلةً بالتحيزات العاطفية والإدراكية تؤثر بشكل مباشر في الأداء المالي للمؤسسات المالية، بينما تنويع المحفظة الاستثمارية سواءً التنويع القطاعي أو تنويع جهة الإصدار، ليس له دور وساطة في علاقة أثر التحيزات السلوكية في الأداء المالي.

خاتمة: Conclusion

هدفت الدراسة إلى التحقق من طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، من خلال اختبار فرضياتها وتحليل العلاقات بين متغيراتها باستخدام النماذج الإحصائية المناسبة. قد أظهرت النتائج وجود أثر هام لبعض التحيزات السلوكية في الأداء المالي (تحيز الألفة، تحيز النفور من الخسارة، وتحيز المحاسبة العقلية)، مما يدل على أن هذه التحيزات تمثل عوامل تؤثر في تفسير التغيرات التي تطرأ على الأداء المالي. كما كان لتحيز الألفة أثراً في اتخاذ القرارات الاستثمارية متمثلةً في قرار تنويع المحفظة الاستثمارية (التنويع القطاعي)، مما يستوجب على المؤسسات المالية الاستفادة من التحيزات السلوكية التي تظهر أثراً إيجابياً في اتخاذ القرارات الاستثمارية والأداء المالي وتعزيزها، لتوظيفها بشكل يفيد المؤسسة، والتعامل مع التحيزات التي تؤثر سلباً للحد منها.

فضلاً عن أن طبيعة العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة تتسم بالطابع المباشر أكثر من غير المباشر في البيئة المدروسة، حيث لم تثبت النتائج وجود دور وساطة معنوية لأي من المتغيرين الوسيطين في العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. الأمر الذي يعكس خصوصية السياق التطبيقي للدراسة وإمكانية تأثر هذه العلاقات بعوامل تنظيمية، اقتصادية أو بيئية أخرى، إضافةً إلى احتمال وجود متغيرات أخرى قد تلعب دوراً وسيطاً أو معدلاً في تفسير العلاقة بين متغيرات الدراسة لم يتضمنها نموذج الدراسة، وهذا ما يؤكد على أهمية التحقق التجريبي من الافتراضات النظرية وعدم الاكتفاء بالإطار النظري في تفسير العلاقة بين المتغيرات.

وبذلك قدمت الدراسة مؤشرات مهمة تساهم في تفسير الظاهرة محل الدراسة، وتوفر أساساً علمياً يمكن الاستناد عليه في صياغة توصيات ومقترحات بحثية مستقبلية في هذا المجال.

توصيات الدراسة والآفاق المستقبلية Study recommendations and future prospects

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، يمكن تقديم بعض التوصيات، كأن تقوم المؤسسات المالية بالتركيز على تعزيز الاهتمام بالتحيزات السلوكية التي تؤثر إيجاباً سواءً في قرارات الاستثمار أو في الأداء المالي، مثل تحيز الثقة المفرطة الذي له أثراً إيجابياً في الأداء المالي، ولو لم يكن هذا الأثر ذو دلالة معنوية، فيجب الاهتمام بهذا التحيز، وإعطاء المديرين الذين لديهم ثقة مفرطة في قراراتهم صلاحية أكبر باتخاذ القرارات بطريقة مدروسة، والعمل على دمجها ضمن السياسات والاستراتيجيات التنظيمية، بما يضمن تحقيق كفاءة وفاعلية أعلى في الأداء المالي للمؤسسات المالية. كما يجب العمل على وضع مجموعة من المعايير والإجراءات للحد من التحيزات التي لها أثراً سلبياً، مثل تحيز الألفة، كأن يتم تنويع فرق العمل واللجان المسؤولة عن اتخاذ القرارات الاستثمارية، واتخاذ قرارات استناداً إلى التحليل الكمي والبيانات الفعلية إلى جانب شعورهم بالألفة تجاه بعض الاستثمارات، كذلك الأمر بالنسبة إلى تحيز النفور من الخسارة الذي يؤدي إلى بيع الاستثمارات الربحية مباشرة خوفاً من انخفاض أسعارها مما يؤدي إلى فقدان فرصة تحقيق المزيد من الأرباح، حيث يجب على المؤسسة في هذه الحالة تنويع الخصائص السلوكية لدى متخذي القرارات، بحيث لا تهيمن توجهات شديدة النفور من الخسارة عند اتخاذ القرارات، وبذلك قد يؤدي التوازن بين المديرين ذوي الميل المُحافظ والذين لديهم تقبل أكثر للمخاطر من خلال التفاعل فيما بينهم، إلى الحد من التحيز الذي له أثراً سلبياً في الأداء المالي.

عليه، تقترح الدراسة توسيع نطاق الدراسات التي تتناول موضوع المالية السلوكية لكونها من التوجهات الحديثة في الإدارة المالية، ولا سيما التحيزات السلوكية التي تؤثر في القرارات الاستثمارية والأداء المالي للمؤسسات المالية لضمان استمراريته ونموها، وذلك من خلال إجراء دراسات مماثلة لكن في قطاعات وبيئات جغرافية مختلفة، وتوسيع العينة لإمكانية تعميم النتائج بشكل أدق. كما يمكن إدخال متغيرات أخرى كأن تكون متغيرات معدلة قد تعدل العلاقة بين متغيرات الدراسة، مثل متغير التوعية المالية، مما قد يساهم في تفسير التباين في النتائج وتعزيز الفهم النظري والتطبيقي للظاهرة محل الدراسة.

المراجع: References

❖ الكتب العربية:

- العلي، أحمد. (2020). الإدارة المالية للشركات. الجمهورية العربية السورية. الجامعة الافتراضية السورية. ص: 235
- سيكاران، أ. (2006). طرق البحث في الإدارة، مدخل لبناء المهارات البحثية. ترجمة: إسماعيل علي بسيوني. الرياض: المملكة العربية السعودية. دار المريخ للنشر. ص: 611
- صقر، منال. وعلي، غذوان. (2021). إدارة المؤسسات المالية. الجمهورية العربية السورية. الجامعة الافتراضية السورية. ص: 253

❖ المجلات والدوريات والرسائل الجامعية:

- أرناؤط، مهند. (2017). أثر حجم الشركة في السعر السوقي لسهمها: دراسة مسحية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية. مج: 33. عدد: 2. ص-ص: 107-126.
- البديوي، حبيب. (2021). تحليل مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية لتقييم طريقة تكوينها، بورصة طوكيو وآفاق الاستثمار في مؤشراتها كنموذج. مجلة الإدارة وريادة الأعمال. مج: 1. عدد: 2. ص-ص: 73-96.
- السعيد، حسين كريم فضالة. (2022). التحيزات السلوكية وتأثيرها في الأداء المالي بإطار التوعية المالية- دراسة تحليلية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2017-2021. درجة الدكتوراه. قسم العلوم المالية والمصرفية. كلية الإدارة والاقتصاد. جامعة البصرة. العراق. ص: 234.
- العتيبي، أشرف أحمد. (2021). طريقة مقترحة لتقدير القيم المفقودة في نموذج الانحدار الخطي المتعدد. مجلة الأندلس للعلوم التطبيقية. مج: 8. عدد: 13. ص-ص: 7-33
- القضاة، مصطفى عبدالله أحمد. (2015, January). العوامل المؤثرة على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية مقاساً بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية للفترة 2005-2011. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية. مج: 23. عدد: 1. ص-ص: 256-281.
- آمنة، بن داود وعمر، ولد عابد. (2023). أثر عامل المخاطرة على عائد المحافظ المالية "دراسة قياسية لعينة من المحافظ بالسوق المالي السعودي خلال الفترة 2021-2023". مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية. مج: 16. ص-ص: 87-104.
- بن سانية، عبد الرحمان،.، نعاس، صلاح الدين. وبين الضب، علي. (2017). الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال. مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة. مج: 1. عدد: 2. ص-ص: 12-30.
- زيدان، موفق تركي. (2025, August,1). المحافظ الاستثمارية ودورها في تقليص مخاطر الاستثمار. مجلة العلوم الإنسانية والطبيعية. مج: 6. عدد: 8. ص-ص: 588-598

- عبدالله، رغد رياض. (2021، تموز 06). تحليل العلاقة بين مؤشرات نمو الشركة وجودة أرباحها بالتطبيق على مجموعة من الشركات المساهمة السعودية للفترة (2009-2018). مجلة الريادة للمال والأعمال. مج: 2. عدد: 4. ص-ص: 93-110.
- علي، عماد الدين إبراهيم. (2023). استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) في تحديد أهم عوامل النمو الاقتصادي في الدول العربية. المجلة العربية للإدارة. مج: 43. عدد: 2. ص-ص: 163-167.
- علي، غذوان. (2024). أثر إدارة رأس المال العامل في ربحية الشركات-دراسة تطبيقية على شركات الصناعات الغذائية والمشروبات المُدرجة في سوق عمان للأوراق المالية. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية. مج: 40. عدد: 3. ص-ص: 247-265.
- علي، غذوان. (2019). العلاقة بين السيولة والربحية والقيمة السوقية للشركات: دراسة تطبيقية على شركات صناعة الملابس والجلود والنسيج المُدرجة في سوق عمان للأوراق المالية. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية. مج: 35. عدد: 2. ص-ص: 89-132.
- علي، غذوان. (2015). أثر تركيز المحفظة الائتمانية في أداء المصارف: دراسة تطبيقية على المصارف التقليدية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية. مج: 31. عدد: 2. ص-ص: 119-146.
- غالمي، الطيب. وبوجورفة، بناصر. (2021، حزيران 23): أثر التحيزات العاطفية والإدراكية على سلوك المستثمرين الأفراد عند اتخاذ القرارات المالية. مجلة الرواق للدراسات الاجتماعية والإنسانية. مج: 7. عدد: 1. ص-ص: 169-188.
- محمود، آية عادل. (2021). أثر تطبيق الشمول المالي على الأداء المالي بالبنوك. مجلة الدراسات المالية والتجارية. عدد: 3. ص-ص: 370-394.
- ميكائيل، هيمان أحمد. والمحمود، سعد فاضل عباس. (2022): تنويع الاستثمار في الأدوات المالية وأثره على أداء المحفظة الاستثمارية-دراسة تحليلية مقارنة لعينة من شركات في الأسواق المالية الأمريكية للفترة (1990-2020). مجلة جامعة دهوك. مج: 25. عدد: 2. ص-ص: 944-970.
- نوري، عماد جودت. (2021). تأثير استخدام المؤشرات المالية الحديثة كأداة لتقييم الأداء المالي والاستثمارية وفق معيار التدقيق الدولي رقم (570). درجة الماجستير. قسم المالية والمحاسبة. كلية العلوم الاقتصادية والإدارية. معهد الدراسات العليا. جامعة الشرق الأوسط. نيقوسيا. ص: 155.
- هادي، ميثم ربيع. وفارس، علي احمد. (2018): أثر الثقة والتعاون المفرطين وسلوك القطيع في عملية اتخاذ القرار الاستثماري - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية. المجلة العراقية للعلوم الإدارية. مج: 10. عدد: 39. ص-ص: 104-126.
- وادي، محمد حسن. (2025). بناء المحافظ الاستثمارية وفق نماذج المالية السلوكية. مجلة الحكمة للدراسات والأبحاث. مج: 5. عدد: 1. ص-ص: 556-582.

❖ English books:

- Akkaya, M. (2021). Behavioral portfolio theory. **Applying particle swarm optimization**. Springer cham. P: 29-48
- Aljandali, A., & Tatahi, M. (2018). **Economic and financial modelling with Eviews: a guide for students and professionals**. Switzerland. Springer international publishing
- Baltagi, B. H. (2005). **Econometric analysis of panel data**. England. John Wiley & Sons, Ltd. P: 302.
- Burton, E. T.& Shah, S. N. (2013). **Behavioral finance, Understanding the social, cognitive, and economic debates**. Hoboken, New Jersey. John Wiley & Sons, Inc. P: 242.
- Chandra, P. (2016). **Behavioral finance**. India. McGraw Hill Education (India) private limited. P: 457.
- Copur, Z. (2015). **Handbook of research on behavioral finance and investment strategies: decision making in the financial industry**. United States of America. IGI Global book series Advances in finance, Accounting, and Economic (AFAE). P: 525.
- Gervellati, E. M., Angelini, N., & Stella, G. P. (2024). **Behavioral finance and wealth management: market anomalies, investors behavior and the role of finance advisors**. Ukraine. Virtus Interpress.
- Greene, W. H. (2018). **Econometric analysis**. 8th Edition, Pearson, New York. P: 1126.
- Gujarati, D. (2011). **Econometrics by example**. Palgrave Macmillan. P: 385
- Hayes, A. F. (2018). **Introduction to mediation, moderation, and conditional process analysis: a regression Based approach**. United States of America. The Guilford press. P:692.
- Lecoutre, M.-P. (1998). And... What about the researcher's point of view?. **New ways in statistical methodology: from significance tests to Bayesian inference**. Berne: Peter lang. PP: 67-157
- Maginn, J. L., Tuttle, D. L., McLeavey, D. W., and Pinto, J. E. (2007). **Managing investment portfolio: A dynamic process**. Hoboken, New Jersey. John Wiley & Sons, Inc. p: 932.
- McMillan, M. G., Pinto, J. E., Pirie, W. L., & Venter, G. V. (2011). **Investment: principles of portfolio and equity analysis**. Hoboken, New Jersey. John Wiley & Sons, Inc. p: 620.
- Montier, J. (2002). **Behavioral finance: insight into irrational minds and markets**. England. John Wiley & Sons. P: 134

- Pompian, M. M. (2012). **Behavioral finance and investor types: managing behavior to make better investment decision**. Hoboken, New Jersey. John Wiley & Sons, Inc. p: 291
- Pompian, M. M. (2006). **Behavioral finance and wealth management: How to build Optimal portfolios that account for investor biases**. Hoboken, New Jersey. John Wiley & Sons, Inc. p: 317.
- Redhead, K. (2008). **Personal finance and investments: a behavioral finance perspective**. London and New York: Routledge. P: 909.
- Richards, T. (2014). **Investing psychology: the effects of behavioral finance on investment choice and bias**. Hoboken, New Jersey, Canada. John Wiley & Sons, Inc. p: 240.
- Shefrin, H. (2002). **Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing**. New York. Oxford University Press, Inc. p: 368.
- Statman, M. (2019). **Behavioral finance**. 2nd ed. CFA Institute Research Foundation. P: 228.
- Subramanyam, K. R. (2014). **Financial statement analysis**. New York. McGraw-814.
- Supraja, N., Dhivya, S., Manju, N. & Reeta, Y. (2025, January). **Investment analysis and portfolio management**. Innovation online training academy (IOTA). P: 102.
- Thygesen, N., McCauley, R., Ma, G., White, W., Haan, J., Pattipeilophy, C., et al. (2013). **50 years of money and finance: lessons and challenges**. SUERF- The European Money Finance Forum. Vienna: Astria. PP: 524
- Wooldridge, J. M. (2012). **Introductory econometric: a modern approach**. South-Westren, Cengage learning. PP: 881.
- Wooldridge, J. M. (2002). **Econometric analysis of cross section and panel data**. London, England. MIT Press, Cambridge, Massachusetts. PP: 735.
- Zahariev, A. (2022). **Financial analysis**. Tsenov Academic publishing house. PP: 238
- ❖ **Articles, Thesis & Conferences:**
 - Abdelkader, N., & Belkacem, B. (2026, 20, January). Financial portfolio management between Markowitz analysis and behavioral finance. **Journal of contemporary business and economic studies**. Vol: 9 (1). PP: 192-209.
 - Abraham, Y., & Sardais, C. (2008, 4, July). Will we learn from the bankruptcy of Barings Bank?. **Ecole de Paris du management**. PP: 1-15
 - Adhimbo, A., Melly. P. T. & Mwanza. J. W. (2023, 23, August). Relationship between portfolio diversification and financial performance of large enterprises in

Kisumu County, Kenya. **East African Journal of business and economics**, Vol: 6 (1). PP: 300-315.

– Akinkoye, E.Y., & Bankole, O., E. (2020). Effect of emotional biases on investor's decision making in Nigeria. **International journal of business and management future**. Vol: 4 (1). PP: 33-39.

– Alam, S.M. I. (2022). The arbitrage pricing theory. Bangladesh ,IBA, Jahangirnagar University. **Jahangirnagar Univireity**.

– Ali, M., Amir, H., & Shamsi, A. (2021, March). Consumer herding behavior in online buying: a literature review. **International review of management and business research**. Vol: 10 (1). PP:345-360.

– Al Masum, A. (2014). Dividend policy and its impact on stock price – a study on commercial banks listed in Dhaka stock exchange. **Global disclosure of economics and business**. Vol: 3(1). PP: 7-16.

– Amalia, N., & Wulandari, R. (2026,12, January). Profitability, leverage, and CSR: determinants of corporate value in the food and beverage industry on the Indonesia stock Exchange. **Sentralisas: Universitas Muhammadiyah sorong**. PP: 288-319.

– Anolam, O. M., Okoroafor, S. N., & Ajaero, O. O. (2015, June). Effect of mental accounting on corporate profitability. **West African journal of inoustrial & acaoemic research**, Vol: 14 (1). PP: 100-114.

– Antony, A. (2019, 01, July). Behavioral finance and portfolio management: review of theory and literature. **John Wiley & sons, Ltd**. PP: 1-7.

– Anwar, M.. Khan, S. Z., & Rehman, A. U.I. (2017): Financial literacy, behavioral biases and investor's portfolio diversification: empirical study of an emerging stock market. **Journal of finance & Economics Research**. Vol: 2 (2). PP: 144-163.

– Arciola, R. M. (2022, 04, May). **The foundations of behavioral finance: a case study of Robinhood users and impact of biases in financial markets**. Senior project. Social studies. Bard college. New York. P: 2-122.

– Assadi, M. A. (2021, December). **Hybird optimization and formation of index tracking portfolio in TSE**. Degree of master. University of Salford. Manchester.

– Awalakki, M. S., & H. N, A. (2024, November). Impact of home bias and diversification of stock among Indian retail investor: a case study of Hyderabad Karnataka region. **International journal of science and research (IJSR)**, Vol: 13 (11). PP: 384-390

– Azis, I. (2025, October). The strategic differences between short- and long- term portfolio management in selecting debt and equity securities. **Paradoks jurnal Ilmu ekonomi**. Vol: 8 (4). PP: 439-454

– Azouagh, I., & Daoui, D. (2023, 20, June). Comparative analysis of active and passive portfolio management: **A theoretical approcach. International Journal of**

Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics. Vol: 4 (3). PP: 504-517.

– Baltagi, B., Bersson, G., & Pirotte, A. (2007). Panel unit root tests and spatial dependence. **Journal of applied econometrics**. PP: 339–360.

– Banerji, J., Alam, P. A., & Kundu, K. (2021, December). Relating behavioral biases to personality: an investigation on prospective investors. **Indian journal of economics and business**, Vol: 20 (3). PP: 1595-1626.

– Barman, R. D. (2023). Financial statements: a tools to evaluate business performance. **Business, management and economics engineering**. Vol: 21 (2). PP: 819-835.

– Berzkalne, I., & Zelgalve, E. (2014). Trade-off theory vs. pecking order theory – Empirical evidence from the Baltic countries. **Journal of economic and social development**. Vol: 1 (1). PP: 22-32.

– Bleichrodt, H., & Wakker, P. P. (2015, March). Regret theory: a bold alternative to the alternatives. **The Economic Journal**. P: 493- 532. John Wiley & Sons.

– Bouakaz, Y., & Taibi, A. (2024). Evaluation of the financial performance efficiency of commercial banks: a field study at bank of peace, Biskra branch, Algeria (2021-2023). **International journal of economic perspectives**. Vol: 18 (12). PP: 2370-2384

– Bouteska, A., & Regaieg, B. (2018, June, 19). Loss aversion, overconfidence of investirs and their impact on market performance evidence from the US stock markets. **Journal of economics, finance and administrative science**. Vol: 25(50). PP: 451-478.

– Brown, A. D. (2005). Making sense of the collapse of Barings Bank. **Human relations**. Vol: 58 (12). PP: 1579-1604.

– Brusove, P., Filatova, T., Orekhova, N., Kulik, V., Chang, S., & Lin, G. (2021, 03, June). Generalization of the Modigliani-Miller theory for the case of variable profit. **Mathematics**. PP: 1-24.

– Chang, L. & Lin, T. (2022, 08, March). The Association among CEO overconfidence, ownership structure and financial performance. **European Journal of Business and Management Research**, Vol: 7 (2). PP: 37 -44.

– Cruz, A., & Sukoco, A. (2022, 01, June). Financial performance analysis using the Du Pont system method (study of PT. Tiga Pilar Sejahtera food Tbk 2016-2020 period). **Jurnal ekonomi**. Vol: 22 (1). PP: 45-53.

– Cui, D., Abu Baker, A., & Baker, N. (2025, 09, November). Herding behavior and portfolio management: a behavioral finance perspective on individual investors. **International journal of accounting and economics studies**. Vol: 12(7). PP: 353-362.

– Deaton, A. (2005, June-September). Franco Modigliani and the life-cycle theory of consumption. **BNL Quarterly Review**, Vol: 88 (233). pp: 91-107.

- Elias, N. L. Md., Alhabshi, S. M., & Haron, R. (2022, January). Home bias in the global portfolio investment of selected OIC countries. **Journal of emerging economics & Islamic research**, Vol: 10 (1). PP: 24-43.
- Enow, S. T., (2023, September). The merits of buy and hold strategy in international financial markets. Journal of Economic and Social Development- Resilient Society. Vol: 10 (2). PP: 133-137.
- Fadilah, A., & Achyani, F. (2025). The effect of accounting conservatism and cash flow on cash holding with information asymmetry as a moderating variable. **Majabahit journal of Islamic finance and management**, Vol: 5 (1). PP: 303-328.
- Fama, U.F. (1970, May). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The journal of finance**, Vol. 25 (2). PP: 383-417.
- Farooq, U., Tabash, M. I., Abousamak, A., & Habib, S. (2022). Behavioral biases in trade credit policy: does it matter for financial performance. **Asian Journal of Accounting Research**, Vol: 7 (3). PP 295-307.
- Filiz, I., Spiwoks, M., Nahmer, T., & Bizer, K. (2017). portfolio diversification: the influence of herding, statue-que bias and gambler's fallacy. **Ostfalia Hochschule fur angewandte Wissenschaften, Wolfsburg Fakultat Wirtschaft, WWP Wolfsburg Working Papers**. Vol: 1-17. PP: 2-37.
- Flint, E. Seymour, A., & Chikurunhe, F. (2020, August, 13). Defining and measuring portfolio diversification. **South African Actuarial Journal**. PP: 17-48.
- Gabriel, E., Sjolander, A., Follmann, D., & Sachs, M. (2022). Cross_direct effects in settings with two mediators. **Oxford university press**. PP:1-14.
- Ghasemi, A., & Zahediasl, S. (2012). Normality test for statistical analysis: a guide for non-statisticians. **International journal of endocrinology & metabolism**. Vol:10(2). PP: 486-489.
- Gelberg, G. B. (2002). Regret theory- explanation, evaluation and implications for the law. **University of Michigan Journal of Law Reform**, Vol: 36 (183). PP: 183-207.
- Gharbi, O., Trichilli, Y., & Boujelbene, M. (2023). Impact of the COVID-19 pandemic on the relationship between uncertainty factors, investor behavioral biases and the stock market reaction of US fintech companies. **Journal of academic finance**. Vol: 13. PP: (101-122).
- Graham, F., & Isaac, A. G. (2016). The behavioral life- cycle theory of consumer behavior: survey evidence. **Journal of Economic Behavior and Organization**. PP:1-16.
- Greener, L. (2007,05, December). Nick lesson and the collapse of Barings Bank: socio- technical networks and the 'Rogue Trader'. **SAGE Publications**, Vol: 13 (3). PP: 421-441.

- Guo, Y. (2024, January). Unveiling the endowment effect: understanding its significance and applications. **Advances in economics management and political sciences**. Vol: 60 (1). PP: 199-205.
- Gurung, R., Ghimire, B., Dahal, R. K., & Koirala, N. (2024, 10, January). Unraveling behavioral biases in decision making: a study of Nepalese investors. **Investment management and financial innovations**, Vol: 21 (1). PP: 25-37.
- Hatem, G., Zeidan, J., Gooseens, M., & Moreira, C. (2022, June). Normality testing methods and the importance of skewness and kurtosis in statistical analysis. **BAU Journal-Science and technology**. Vol: 3 (2). PP: 1-5.
- Herlambang, A., Murhadi, W.R., & Andriani, T. (2020). Factors affecting the financial performance of companies based on agency theory. **Advances in economics business and management research**. Atlantis press SARL. Vol: 115. PP: 110-114.
- Hidayat, I., Bailusy, M., & Rusandry. (2026, 01, November). The effect of green finance and leverage on company value with profitability as a mediating variable. **International journal of business, law and Education**. Vol: 7 (1). PP: 142-153.
- Iqbal, M. J., Hassan, S., & Kayani, M. B. (2022). Impact of financial literacy on investment decision with mediating role of behavioral biases. **Global economics review (GER)**, Vol: 7 (3). PP: 26-43.
- Ismaeel, S.S., Midi, H., & Sani, M. (2021). Robust multicollinearity diagnostic measure for fixed effect panel data model. **Malaysian journal of fundamental and applied science**. Vol: 17. PP: 636-646.
- Jamal, A. H. & Rizwan, M. F. (2022, December). The impact of social influence on the relationship between behavioral biases and portfolio diversification. **Journal of workplace behavior (JOWB)**, Vol. 3 (2). PP: 84-99.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976, October). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial Economics**, Vol:3(4). PP: 305-360.
- Jin, P. (2023, September). Research on confirmation bias and its influences on purchase decision-making. **Advances in economic management and political sciences**. Vol: 10 (1). PP: 227-231
- Jing, Y. (2024). P-index: A generalized statistical aggregation metric. **Journal of physics: Conference series**. PP: 1-5.
- Kadhun, H. J & Saidi, H. K. (2022, 14, June). Behavioral biases and their impact on financial performance in the context of financial literacy: A literature review. **World bullet of management and law (WBML)**, Vol. 11. PP: 8 -49.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979, March). Prospect theory: an analysis of decision under risk. **Econometric**, Vol: 47 (2). P: 263-291

- Karimi, E & Theuri, J. (2023): Behavioral attributes and performance of securities held by individual investor in Isiolo county, Kenya. **International Journal of Finance**, Vol. 8 (6). PP: 1-26.
- Khalid, F., Mukthar, N., & Abbas, J. (2025). The impact of firm growth on firm performance with the moderating role of economic policy uncertainty. **Contemporary journal of social science review**. Vol: 3 (1). PP: 1107-1125.
- Khan, M. K., Nouman, M., & khan, M. I. (2015). Determinants of financial performance of financial sectors (An assessment through economic value added). **Munich personal RePEc Archive**, Vol: 81659. PP: 1-30.
- Kim, N. Duvernay, D., & Thanh, H. (2021, 29, January). Determinants of financial performance of listed firms manufacturing food products in Vietnam: regression analysis and Blinder- Oaxaca decomposition analysis. **Journal of economics and development**, Vol: 23 (3). PP: 267-283.
- Kioko, D. M & Ochieng, M. (2020, December): Effect of portfolio diversification on the financial performance of investment firms listed in the Nairobi securities exchange. **Journal of finance and accounting**, Vol: 4 (5). PP: 77 – 96.
- Kirimi, P. N., Kariuki, S. N., & Ocharo, K. N. (2022, 20, May). Ownership structure and financial performance: evidence from Kenyan commercial banks. **PLoS ONE**. Vol:17 (5). PP: 1-20.
- Klauss, C. P. (2006). Capital investment decision with managerial overconfidence and regret aversion. Degree of doctor of philosophy. **School of management. University of bath**. United Kingdom. PP: 1-205.
- Kumanayake, M. S., Gunarathne. Y. M. C., Deyshappriya, R. (2019). Impact of loan portfolio diversification on performance of commercial banks in Sri Lanka. **Journal of management and Tourism Research**, Vol: 2 (1). PP: 37-53.
- Lampety, J., & Marsidi, A. B. (2020). Loss aversion bias in working capital management and performance of small and medium enterprises (SMEs): the perspectives of Ghanaian SME managers. **International journal of academic research in business & social sciences**, Vol: 10 (5). PP: 127-141.
- Lebdaoui, H., Chetoui, Y., & Ghechi, E. (2021, 24, April). The impact of behavioral biases on investment performance: does financial literacy matter. **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol: 11 (3). PP: 13-21.
- Lekovic, M. (2020, May). **Cognitive biases as an integral part of behavioral finance**. Economic themes. Vol: 58 (1). PP: 75-96.
- Lekovic, M. (2019, December). Behavioral portfolio theory and behavioral asset pricing model as an alternative to standard finance concepts. **Economic Horizons**. Vol:21 (3). PP: 256-271.

- Linciano, N. (2010, January). Cognitive biases and instability of preferences in the portfolio choices of retail investors: policy implications of behavioral finance. **Commission nazionale per le societa e la borsa (CONSOB)**. PP: 1-41.
- Mamo, W. B., Feyisa, H. L., & Yitayaw, M. K. (2022, 11, January). Financial performance of commercial Banks in the emerging markets. **Corporate Governance and Organizational Behavior Review**, Vol: 5 (2). PP: 244-257.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. **The journal of finance**, Vol: 7 (1). PP: 77-91
- Massa, M., & Simonov, A. (2006, April). Hedging, familiarity and portfolio choice. **Review of financial studies**. Vol: 19 (2). PP: 633-685.
- Matey, J. (2020, 8, October). The collapse of Barings Bank and Lehman Brothers holdings, Ink: An abridged version. **Preprints**. PP: 1-8.
- Mhadhbi, F. (2013, 15, January). International portfolio diversification and assets allocation bias. **International journal of business and management**, Vol: 8 (3). PP: 51-70.
- Mirzaliyev, N. (2022). **Analysis of individuals' financial decision with behavioral finance approach**. Degree of Master. English economics department. Institute of social sciences. Istanbul University. Istanbul. P: 33.
- Modigliani, F. (1985). Life cycle, Individual thrift and the wealth of nations. **Economic Sciences**. PP: 160-171.
- Modigliani, F & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American economic review**, Vol: 48 (3). PP: 261-297
- Momany, M., Bataineh, K., & Al-Bataineh, O. (2024, 19, March). Determinants of UK companies' dividend policy. **Investment Management and financial innovations**. Vol: 21 (1). PP: 386-396.
- Mushahid, S & Yadav, A. (2016). Behavioral finance: a paradigm shift. **IJARS International Journal of Management & Corporate Affairs**, Vol: 2 (4). PP: 1-7.
- Muthui, J. K & Wepukhulu, M. (2019, March): Effect of portfolio diversification on financial performance of commercial banks listed at NSE, Kenya. **International Journal of management and commerce innovations**, Vol: 6 (2). PP: 449 – 461.
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. **Journal of Economic Perspective**, Vol:15(2). PP: 81-102.
- Nyabiba, J. K & Kiamani, E. M. (2023, May). Portfolio diversification and financial of microfinance institutions in Nairobi County, Kenya. **International Journal of Finance**, Vol: 8 (2). PP: 90 - 113.

- Odhiambo, J. D., Murori, C. K., & Aringo, C. E. (2025). Financial leverage and firm performance: an empirical review and analysis. **East African Financial Journal**. Vo: 4 (1). PP: 25-35.
- Paveendra, p.v.. Singh, J. E., Singh, P., & Kumar S, S. (2018, May): Behavioral finance and its impact on poor financial performance of SMES: A review. **International Journal of Mechanical Engineering and Technology (IJMET)**. Vol:9(5). PP: 341-348.
- Pesaran, H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross section dependence. **Journal of applied econometrics**. PP: 265-312
- Rashwan, A. M., & Saqfa, Kh. I. (2024, February). Measuring the impact of mental accounting on financial and investment decision among investors. **Arab Journal of Administration**, Vol.: 44 (1). PP: 277-293.
- Reboredo, C. O. (2019). **Active management vs. passive management. An analysis in the investment funds of the Spanish sector**. Degree of Master, Business Administration, ICADE business school, ICAI University. Madrid. P: 53.
- Reddy, N., Santosh, B., Anada, S., & Desai, G. (2026, 21, January). Behavioral biases and investment decision-making in the Indian Stock Market: the moderating role of financial literacy and investor experience. **F1000Research**. PP: 1-27.
- Renfiana, L., & Ardana, Y. (2021, December). Company internet factors and their influences on financial performance: panel data analysis. **International journal of Islamic economic**. Vo: 3 (2). PP:177-192.
- Ricciardi, V., & Baker, H. K. (2014, March). How biases affect investor behavior. **European financial management**. PP: 7-10.
- Rizani, A., Rasyed, R. Z., Budiarti, L., & Sulistyawati, U. S. (2023, December). Analysis of financial decision-making with a behavioral economics approach: perspectives on capital market investors. **International journal of management science and information technology**, Vol: 3 (2). PP: 205-216.
- Safarli, A., & Hasanov, R. (2024, July). Financial performance analysis: A case study of industrial enterprise governance. **Journal of Governance and Regulation**. Vol:13(3). PP: 115- 123.
- Saputra, W. H., & Aqsari, H. W. (2025, 24, November). Modified statistical-based value at risk for multi-objective optimal-based portfolio analysis of Indonesian stock return distribution. **Barekeng: Journal of mathematics and its applications**. Vol:20(1). PP: 287-298.
- Saranya, B., & Babu, R. P. (2020, March). A study om financial performance analysis with special reference to Glidersoft Technologies at Chennai. UGC Care Journal. Vol:40 (40). PP: 833-842.

- Sarno, P. M., & Martins, N. M. (2018, October). Derivatives, financial fragility and systemic risk: Lessons from Barings Bank, long-term capital management, Lehman Brothers and AIG. **Post-Keynesian economics society**. PP: 1-30.
- Satio, A., Savoia, J., & Fama, R. (2013, April, 4). Financial Theory Evolution. **International Journal of Education and Research**, Vol: 1 (4). PP:1-18
- Schwed, T. (2018, 11, April). State dependent loss aversion and home country bias. Degree of bachelor of arts. department of economics. **Amherst college**. United states. PP: 1-52.
- Shah, S. A., & Noreen, U. (2016). Stock price volatility and role of dividend policy: empirical evidence from Pakistan. **International journal of economics and financial issues**. Vol: 6(2).
- Shah, S. S.H., Khan, M. A., Ahmed, M., Meyer, D. F. & Olah, J. (2024). A micro _ level evidence of how investor and manager herding behavior influence the firm financial performance, **SAGE Open**. PP: 1-18.
- Shahwan, T. H., Qamhawi, E. M., & Ajlan, A. R. (January, 2024). The impact of the board of directors' characteristics on the financial performance in the banks listed on the Egyptian stock exchange. **Journal of business research**. Vol: 46 (1). PP: 149-186.
- Shagerdi, G. A., Javan, M., & Shagerdi, M. S. (2019, August). The effect of CEO overconfidence and CEO narcissism on the relationship between social responsibility and financial performance in the listed companies in Tehran Stock Exchange. **Iranian Journal of accounting, auditing and finance**. Vol: 3 (3). PP: 1-17.
- Sharma, V., & Kumar, R. (2022). Examining the role of behavioral biases in financial decision: a literature review. **Journal of positive school psychology**. Vol: 6 (3). P: 6685- 6697.
- Sharpe, W. f. (1964, September). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **The journal of finance**, Vol. 19 (3). PP: 425-442.
- Shefrin, H. (2008). SP/A theory: introduction. **Academic Press Advanced Finance**. PP: 429-436.
- Shefrin, H., & Statman, M. (2000, June). Behavioral portfolio theory. The journal of financial and quantitative analysis, Vo: 35 (2). PP: 127-151.
- Sibarani, B., & Suparno. (2024, 01, April). Herding behavior in financial market – systematic literature review. **Journal riset manajemen sains** Indonesia. Vol: 15 (1). PP: 33-45.
- Silva, S. D., Gupta, R., & Monzani, D. (2023, July, 03). Editorial: highlights in psychology: cognitive bias. **Frontiers in psychology**. Vol: 14. PP: 1-3.
- Sukanya. R., & Thimmarayappa. R. (2015, August). Impact of behavioral biases in portfolio investment decision making process. **International Journal of commerce, business and management (IJCBM)**, Vol: 4 (4). PP: 2319-2828

- Talhartit, I, Jillali, S. A, & EL Kabbouri, M. (2022, October). Behavioral finance: How are traders' financial decision and performance impacted by behavioral biases under uncertainty. **International journal of science academic research**, Vol: 3 (10). PP: 4588-4597.
- Thuy, D. T. (2023, 04, June). Literature review on factors affecting financial performance of firms. **International Journal of Business and Management Invention (IJBMI)**, Vol: 12 (6). PP (181-188).
- Tudose, M. B., Rusu. V. D., & Avasilcai. S. (2022, 11, April). Financial performance- Determinants and interdependencies between measurement indicators. **Business, Management and Economics Engineering**, Vol: 20 (1). PP: 119-138.
- Turangan, G., & Kim, S. S. (2023-September). Mental accounting and loss aversion on Indonesia firm's performance during covid- 19. **Ekuitas: Jurnal ekonomi dan keuangan**, Vol: 7 (3). PP: 351-372.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974, 27, September). **Judgment under uncertainty: heuristics and biases**. Science, New Series. Vol: 185 (4157). PP: 1124-1131.
- Vaid, A. J., & Chaudhry, R. (2022). Review paper on impact of behavioral biases in financial decision- making. **World journal of advanced research and reviews**. Vol:16(2). PP: 989-997.
- Wang, Y. (2023). Behavioral biases in investment decision-making. **Proceedings of the 2nd international conference on financial technology and business analysis**. PP: 140-146.
- Wang, Z. (2023). Research on the application of availability bias on decision making. **Lecture notes in education psychology and public media**. Vol: 22 (1). PP: 60-64.
- Wang, D., Wang, Y., Yang, J., Huang, Z., & Cui, R. (2021). Managerial cognitive biase, business transformation, and firm performance: evidence from China, **SAGE Open**. PP: 1-20.
- Whitfield, I. A. (2013, 01, February). **Behavioral finance, options markets and financial crises: application to the UK market 1998-2010**. Degree of Doctor, Durham business school, Durham University. PP:1-7.
- Yaman, S., & Tuncel, M. B. (2025, March). The benefits of sectoral diversification for investors with different risk perceptions. **Borsa Istanbul Review**. Vol: 25. PP: 597-616.
- Yay, M. (2017, February). The mediation analysis with the Sobel test and the percentile Bootstrap. **International journal of management and applied science**. Vol: 3 (2). PP: 129-131.
- Young, M., Chuahay, T., Lee, Y., T.Diaz, J., Prasetyo, Y., Persada, S., et all. (2022, 15, November). Portfolio optimization concidering behavioral stocks with return scenario generation. **Mathematics**. PP: 1-20.

- Zachariah, S. E. (2021). **A report on the financial performance analysis of coirfed, Alappuzha**. Degree of Master, Business Administration, Mar Athanasios college for advanced studies, Mahata Gandhi University. Tiruvalla, India. P: 126
- Zhang, H. (2025). Behavioral bias in the stock market: consequences for investor performance and market efficiency. **Resilient business strategies in global markets**. PP: 29-35.
- Zhang, H. (2024,05, September). Efficient adjusted joint significance test and Sobel-Type confidence interval for mediation effect. **Center for applied mathematics**. PP: 1-50.
- Zhang, M. (2023): Empirical evidence of cognitive biases among Chinese investors. **Advances in Economic Management and Political Sciences**, Vol: 9 (1). PP: 204-209.
- Zhang, T. (2022). The introduction and analysis of representativeness bias. **BCP Business & Management**. Vol: 29.
- Zhang, Y. (2023). Research on the process of the formation of an optimal investment portfolio. **Proceedings of the 2nd international conference on business and policy studies**. PP: 334-340.
- Zhang, T., & Chen, J. (2025). A contingency model of CEO gender and corporate innovation: the moderating effects of firm age and firm size. **Sage journals**. PP: 1-14.
- Zhu, Z., Qi, Z., & Jin, Y. (2023, May). Familiarity bias and economic decisions: evidence from a survey experiment. **Economics letters**. Vol: 229. PP: 111197.
- Zureigat, N. B., Al-hazimeh, A. M., Batayneh, R., & Alrawashedh, N. H. (2024, 9, April). Does board of directors affect financial performance? A study of the Jordanian companies. **Uncertain supply chain management**. PP: 1441-1450.
- ❖ **Conferences and seminars:**
 - Nurcahya, S. A., & Maharani, S. N. (2020, 04-05, November). **Investor competence and decision familiarity bias analysis for portfolio diversification**. Proceeding of the first international conference on economics, business and social humanities, ICONESB. Madiun, Indonesia.
- ❖ **Reports:**
 - Food and Agriculture Organization of the United Nations. (2019, 19, December). **Statistical standard series / Data aggregation**. FAO Statistical standard on data aggregation.

❖ مواقع انترنت:

- موقع سوق دمشق للأوراق المالية <http://www.dse.gov.sy>
- هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية <https://www.scfms.sy>
- موقع مصرف سورية المركزي <https://www.cb.gov.sy>

❖ القرارات والتعاميم:

- قرار رقم (204/م ن) الصادر عن مجلس النقد والتسليف.
- قرار رقم (433/م ن) الصادر عن مجلس النقد والتسليف.
- قرار رقم (52/م ن) الصادر عن مجلس النقد والتسليف.
- تعميم رقم (7/3502) الصادر عن مصرف سورية المركزي.
- تعميم رقم (16/4774/ص) الصادر عن مصرف سورية المركزي.

الملاحق Appendices

- الملحق (1): نتائج مقاييس المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

Company	Date	Tobin Q	MA	OC	LA	HB	F
BASY	2019	1.11	33.90	0	0.06	0.01	0.50
BASY	2020	0.89	1.03	1	0.02	0.02	0.50
BASY	2021	0.77	0.78	0	-0.29	0.02	0.50
BASY	2022	0.97	4.01	0	-0.64	0.01	0.50
BASY	2023	0.85	0.88	1	-0.65	0.02	0.67
BBSF	2019	1.10	29.52	0	0.02	0.01	0.80
BBSF	2020	1.00	1.75	0	-0.16	0.01	0.80
BBSF	2021	0.94	1.49	1	-0.49	0.03	0.83
BBSF	2022	1.08	9.67	0	-0.68	0.00	0.80
BBSF	2023	0.89	0.89	1	-0.42	0.01	0.67
BSO	2019	1.19	270.27	0	0.21	0.00	0.00
BSO	2020	0.97	1.45	1	0.04	0.01	0.50
BSO	2021	0.88	1.05	0	-0.16	0.00	0.50
BSO	2022	0.93	7.44	0	-0.35	0.00	0.50
BSO	2023	0.80	0.34	1	-0.47	0.00	0.50
IBTF	2019	0.96	3.08	0	0.64	0.00	0.44
IBTF	2020	0.91	0.01	1	-0.51	0.01	1.00
IBTF	2021	0.93	0.01	0	-0.54	0.01	1.00
IBTF	2022	0.99	4.86	0	-0.42	0.01	1.00
IBTF	2023	0.88	0.76	1	-0.61	0.00	1.00
SIIB	2019	0.83	13.10	0	0.74	0.01	0.00
SIIB	2020	0.87	2.52	0	-0.38	0.01	0.00
SIIB	2021	0.86	1.89	0	-0.28	0.00	0.00
SIIB	2022	0.90	11.42	0	-0.53	0.00	0.00
SIIB	2023	0.86	0.86	1	-0.14	0.00	0.00
BBS	2019	1.00	23.60	0	-0.02	0.00	0.50
BBS	2020	0.76	0.61	1	-0.13	0.00	0.50
BBS	2021	0.67	0.61	0	-0.39	0.01	0.50
BBS	2022	0.67	2.24	0	-0.17	0.00	0.50
BBS	2023	0.59	0.41	1	-0.77	0.00	0.50
QNBS	2019	0.76	26.25	0	0.33	0.00	1.00
QNBS	2020	0.64	0.78	1	-0.56	0.01	1.00
QNBS	2021	0.68	1.13	0	-0.56	0.01	1.00
QNBS	2022	0.97	5.46	0	-0.51	0.01	1.00
QNBS	2023	0.65	0.68	1	-0.55	0.01	1.00
BOJS	2019	1.15	73.60	0	0.08	0.00	1.00
BOJS	2020	0.86	0.74	1	-0.17	0.01	1.00
BOJS	2021	0.84	0.59	1	-0.27	0.00	1.00
BOJS	2022	0.93	3.15	0	-0.61	0.01	1.00
BOJS	2023	1.04	0.51	1	-0.87	0.00	1.00
SGB	2019	1.47	-59.77	0	-0.70	0.00	1.00
SGB	2020	1.02	1.37	1	-0.29	0.01	1.00
SGB	2021	1.01	1.65	0	-0.61	0.01	1.00

Company	Date	Tobin Q	MA	OC	LA	HB	F
SGB	2022	1.17	9.14	0	-0.64	0.02	1.00
SGB	2023	0.96	1.16	1	-0.29	0.00	1.00
SHRQ	2019	1.11	19.55	0	0.06	0.01	1.00
SHRQ	2020	0.95	1.31	0	-0.25	0.01	1.00
SHRQ	2021	0.90	1.43	0	-0.41	0.00	1.00
SHRQ	2022	0.99	6.05	0	-0.39	0.01	1.00
SHRQ	2023	1.04	1.41	1	-0.80	0.00	1.00
FSBS	2019	0.97	40.54	0	0.17	0.03	1.00
FSBS	2020	0.82	0.43	0	-0.18	0.01	1.00
FSBS	2021	0.81	0.70	0	-0.43	0.00	1.00
FSBS	2022	0.80	2.06	0	-0.29	0.00	1.00
FSBS	2023	0.70	0.25	1	-0.54	0.01	1.00
CHB	2019	0.80	10.89	0	0.02	0.02	0.44
CHB	2020	0.89	2.18	1	-0.51	0.00	0.44
CHB	2021	0.89	2.01	1	-0.29	0.00	0.44
CHB	2022	0.94	7.49	0	-0.36	0.00	0.44
CHB	2023	0.91	1.11	1	-0.66	0.00	0.50
BBSY	2019	0.97	12.60	0	-0.14	0.00	0.00
BBSY	2020	0.99	3.17	1	-0.51	0.01	0.00
BBSY	2021	1.02	6.53	0	-0.46	0.00	0.00
BBSY	2022	1.48	17.81	0	-0.70	0.00	0.00
BBSY	2023	1.14	3.44	1	-0.47	0.01	0.00
ARBS	2019	1.13	95.65	0	0.06	0.00	0.50
ARBS	2020	0.77	0.46	1	-0.12	0.01	0.50
ARBS	2021	0.71	0.55	1	-0.38	0.00	0.50
ARBS	2022	0.75	2.04	0	-0.40	0.00	0.67
ARBS	2023	0.59	0.28	1	-0.62	0.01	0.50
UIC	2019	1.74	129.06	1	-0.22	0.02	0.00
UIC	2020	1.20	2.65	0	-0.10	0.01	0.00
UIC	2021	1.22	3.40	0	-0.49	0.00	0.14
UIC	2022	2.31	10.93	0	-0.76	0.03	0.09
UIC	2023	3.70	8.32	1	-0.78	0.03	0.10
AROP	2019	1.37	50.80	0	0.00	0.07	0.00
AROP	2020	1.16	5.67	0	0.02	0.02	0.00
AROP	2021	1.41	6.84	0	-0.56	0.00	0.00
AROP	2022	1.70	15.43	0	-0.48	0.03	0.00
AROP	2023	1.90	5.37	1	-0.70	0.04	0.00
NIC	2019	1.66	14.78	0	-0.03	0.07	0.00
NIC	2020	1.21	2.78	0	0.04	0.01	0.00
NIC	2021	1.05	2.82	0	-0.16	0.03	0.00
NIC	2022	2.09	17.69	0	-0.65	0.03	0.00
NIC	2023	2.67	4.36	1	-0.80	0.01	0.00
ATI	2019	1.28	5.48	0	0.11	0.05	0.00
ATI	2020	1.32	13.33	0	-0.43	0.00	0.00
ATI	2021	4.60	94.55	0	-0.85	0.01	0.00
ATI	2022	4.65	-1329.17	0	-0.31	0.03	0.00

Company	Date	Tobin Q	MA	OC	LA	HB	F
ATI	2023	1.44	6.51	1	0.54	0.01	0.00
SKIC	2019	1.16	-152.65	0	0.00	0.04	0.00
SKIC	2020	0.65	0.92	0	0.00	0.02	0.00
SKIC	2021	0.73	1.41	0	-0.58	0.01	0.00
SKIC	2022	1.16	13.22	0	-0.64	0.02	0.00
SKIC	2023	0.89	1.24	1	-0.57	0.00	0.00
SAIC	2019	1.82	-11.27	0	-0.05	0.01	0.00
SAIC	2020	1.22	2.81	0	0.04	0.03	0.00
SAIC	2021	1.05	3.76	0	-0.05	0.08	0.00
SAIC	2022	1.05	8.36	0	-0.13	0.00	0.00

- الملحق (2): نتائج مقاييس المتغيرات الوسيطة والضابطة

Date	Company	RD	SD	FG	FS	CF	FI
2019	BASY	1.00	0.32	0.61	25.53	0.05	31.31
2020	BASY	0.69	0.32	0.49	26.23	0.25	4.16
2021	BASY	0.64	0.31	2.47	26.66	0.34	1.65
2022	BASY	0.66	0.31	0.17	26.85	-0.04	1.65
2023	BASY	0.36	0.33	1.10	28.10	0.09	1.28
2019	BBSF	0.25	0.36	0.37	26.50	0.09	148.90
2020	BBSF	0.28	0.36	1.18	27.21	0.30	0.58
2021	BBSF	0.24	0.37	1.41	28.04	0.16	5.30
2022	BBSF	0.22	0.34	0.36	28.27	0.02	5.23
2023	BBSF	0.22	0.34	1.57	29.46	0.10	3.14
2019	BSO	0.50	0.37	0.41	25.65	-0.22	4.55
2020	BSO	0.36	0.40	0.54	26.43	0.22	4.13
2021	BSO	0.42	0.27	0.68	26.90	-0.22	3.16
2022	BSO	0.55	0.30	0.54	27.06	0.00	3.39
2023	BSO	0.80	0.38	2.29	28.46	0.16	2.66
2019	IBTF	0.69	0.50	0.28	25.89	0.07	5.74
2020	IBTF	0.83	0.49	0.21	26.53	0.23	3.91
2021	IBTF	1.00	0.36	0.59	27.14	0.01	3.94
2022	IBTF	1.00	0.34	0.64	27.21	-0.20	3.25
2023	IBTF	1.00	0.29	1.94	28.41	0.00	2.44
2019	SIIB	0.83	0.83	1.61	27.25	0.00	19.52
2020	SIIB	0.82	0.82	0.69	27.92	-0.04	14.66
2021	SIIB	0.92	0.82	1.39	28.57	-0.02	13.30
2022	SIIB	0.93	0.76	0.69	28.66	0.03	12.37
2023	SIIB	0.81	0.70	0.15	29.70	0.26	10.12
2019	BBS	0.68	0.29	0.63	25.24	0.01	2.58
2020	BBS	0.70	0.30	0.28	25.93	0.44	1.52
2021	BBS	0.58	0.30	0.06	26.45	0.37	1.06
2022	BBS	0.60	0.38	-0.04	26.59	-0.02	1.02
2023	BBS	0.74	0.37	1.93	27.87	0.07	0.65
2019	QNBS	1.00	0.38	0.36	25.43	-0.07	0.50
2020	QNBS	1.00	0.27	0.78	26.38	0.46	0.35
2021	QNBS	1.00	0.27	1.25	27.08	-0.04	0.35

Date	Company	RD	SD	FG	FS	CF	FI
2022	QNBS	1.00	0.33	0.35	27.29	0.00	0.38
2023	QNBS	1.00	0.43	3.60	28.72	0.03	0.38
2019	BOJS	1.00	0.46	0.40	24.23	-0.06	3.71
2020	BOJS	1.00	0.37	0.11	25.15	0.38	2.16
2021	BOJS	1.00	0.50	1.96	26.22	0.39	3.06
2022	BOJS	1.00	0.46	0.85	26.58	0.00	3.58
2023	BOJS	1.00	0.44	1.68	27.83	0.42	2.59
2019	SGB	1.00	0.38	0.16	24.69	-0.02	7.15
2020	SGB	1.00	0.64	2.60	26.22	0.04	5.44
2021	SGB	1.00	0.71	8.26	27.33	0.09	6.03
2022	SGB	1.00	0.57	0.98	27.64	0.07	6.24
2023	SGB	1.00	0.43	0.32	28.42	0.17	3.21
2019	SHRQ	1.00	0.41	0.67	25.13	0.11	4.67
2020	SHRQ	1.00	0.34	0.40	25.66	0.91	2.59
2021	SHRQ	1.00	0.27	0.13	26.13	-0.22	1.90
2022	SHRQ	1.00	0.44	-0.02	26.11	0.06	1.41
2023	SHRQ	1.00	0.46	4.50	27.55	0.37	1.29
2019	FSBS	1.00	0.41	0.44	25.61	0.02	5.45
2020	FSBS	1.00	0.50	0.82	26.30	0.15	2.80
2021	FSBS	1.00	0.50	1.33	26.84	0.17	2.71
2022	FSBS	1.00	0.41	-0.36	26.89	-0.12	2.24
2023	FSBS	1.00	0.46	0.69	28.12	-0.03	1.74
2019	CHB	0.69	0.63	0.51	25.94	-0.07	5.46
2020	CHB	0.69	0.82	0.19	26.70	0.27	5.19
2021	CHB	0.69	0.81	0.69	27.41	-0.08	5.96
2022	CHB	0.69	0.77	0.38	27.65	-0.03	6.55
2023	CHB	1.00	0.81	2.06	29.05	0.16	6.33
2019	BBSY	1.00	0.46	0.44	26.52	-0.03	0.17
2020	BBSY	1.00	0.46	1.18	27.42	0.06	0.59
2021	BBSY	1.00	0.59	1.13	27.96	0.06	0.51
2022	BBSY	1.00	0.56	0.09	28.02	0.02	0.24
2023	BBSY	1.00	0.59	1.16	29.43	0.10	0.70
2019	ARBS	0.52	0.33	0.11	24.81	-0.17	4.33
2020	ARBS	0.50	0.36	0.98	25.76	0.45	1.73
2021	ARBS	0.52	0.37	0.21	26.40	0.29	1.45
2022	ARBS	0.52	0.35	1.60	26.63	0.18	1.50
2023	ARBS	0.52	0.36	2.23	27.89	-0.05	0.90
2019	UIC	0.38	0.19	0.36	22.39	0.05	1.02
2020	UIC	0.34	0.23	0.98	22.95	0.09	0.71
2021	UIC	0.47	0.27	2.92	23.70	0.19	0.96
2022	UIC	0.46	0.22	0.25	24.17	0.15	0.64
2023	UIC	0.74	0.23	0.89	25.13	0.01	0.37
2019	AROP	0.69	0.19	0.17	22.29	0.03	1.06
2020	AROP	0.69	0.20	0.27	22.55	0.13	0.65
2021	AROP	0.69	0.19	2.03	23.08	0.21	0.65
2022	AROP	0.69	0.27	0.81	23.45	0.11	0.51
2023	AROP	0.69	0.31	1.60	24.42	0.26	0.39

Date	Company	RD	SD	FG	FS	CF	FI
2019	NIC	0.58	0.23	0.08	22.48	0.06	1.03
2020	NIC	0.46	0.33	0.51	22.89	0.08	0.93
2021	NIC	0.35	0.22	-0.25	23.19	-0.07	0.64
2022	NIC	0.36	0.17	-0.23	23.26	-0.05	0.50
2023	NIC	0.14	0.18	1.19	24.57	0.06	0.37
2019	ATI	0.37	0.32	-0.41	22.90	-0.01	0.28
2020	ATI	0.35	0.32	0.89	23.41	0.38	0.30
2021	ATI	0.26	0.27	1.08	23.90	-0.13	0.20
2022	ATI	0.30	0.26	2.39	24.27	-0.03	0.27
2023	ATI	0.30	0.27	1.55	25.12	0.05	0.40
2019	SKIC	0.26	0.36	0.13	22.44	0.00	0.66
2020	SKIC	0.37	0.21	1.04	23.16	0.01	0.40
2021	SKIC	0.47	0.24	2.38	23.87	0.03	0.43
2022	SKIC	0.50	0.21	0.18	24.16	0.01	0.38
2023	SKIC	0.53	0.24	0.57	25.32	0.00	0.34
2019	SAIC	0.43	0.18	0.72	21.63	-0.03	2.20
2020	SAIC	0.40	0.19	0.46	22.20	-0.01	1.53
2021	SAIC	0.47	0.23	1.57	22.64	0.11	1.74
2022	SAIC	0.41	0.27	0.89	22.92	0.12	2.12

Abstract

The study aimed to determine the impact of behavioral biases, represented by emotional biases (familiarity bias, loss aversion bias, and herding behavior bias) and cognitive biases (overconfidence bias, and mental accounting bias), on the financial performance of financial institutions listed on the Damascus Securities Exchange, directly and indirectly through the mediation of portfolio diversification in its two dimension (issuer diversification and Sectoral diversification), while controlling for control variables (cash flow, financial performance, institution size and institution growth). The study adopted the positivist philosophy, thus relying on the deductive (casual) approach to formulate hypotheses between independent and dependent variables. The strategy followed was an archival strategy, which involves collecting quantitative secondary data from the stock exchange and analyzing them using Eviews13 software, since The study population consists entirely of private financial institutions listed on the Damascus stock exchange, totaling 15 banks and 6 insurance companies during the period from 2019 to 2023. Given that the study population is limited, a comprehensive enumeration approach was adopted. The study showed that loss aversion bias, familiarity bias, and mental accounting bias had a significant impact on financial performance, while the rest of behavioral biases (overconfidence bias and herding behavior bias) did not significantly affect financial performance. Furthermore, portfolio diversification did not mediate the relationship between behavioral biases and financial performance.

Key words: Behavioral biases, Cognitive biases, Emotional biases, Overconfidence bias, Mental accounting bias, Loss aversion bias, Herding behavior bias, Familiarity bias, Portfolio diversification, Issuer diversification, Sectoral diversification, and Financial performance.



Syrian Arab Republic

Damascus University

Faculty of Economic

Department of Business Administration

The impact of behavioral biases on the financial performance

**(An applied study on private financial institutions listed in
Damascus Securities Exchange)**

A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for
degree of master in Business Administration

By

Aya Ayham Alhammoud

Supervisor

Prof. Dr. Ghazwan Ali

2026