

أثر الثقة والتفاؤل المفرطين وسلوك القطيع في عملية اتخاذ القرار الاستثماري-دراسة تطبيقية  
في سوق العراق للأوراق المالية  
أ.م. د ميثم ربيع هادي

م. م. علي احمد فارس

كلية الادارة والاقتصاد/جامعة كربلاء

### Abstract

The analysis and interpretation of changes in asset prices in financial markets, has adopted a long period of time on the theories of traditional financial adopting assumptions that rational investors in these markets and the difficulty of achieving abnormal profits or superiority in the market in light of the availability of information to all and uniformity in the interpretation of this information by investors . But the new entrance in a financial behavioral finance has proved not as rational investors like traditional financial say and there are many deviations from rational behavior to them when making the decision because of the suffering of some of the cognitive and psychological biases that affect the decision-making process. Hence the study was based on the problem represented investors in the stock markets suffering from cognitive biases that may lead them to increases the risk when they making decisions without adequate compensation for the return. The study tried to show the role played by biases overconfidence and herd behavior and Over optimism in the decision-making process for investors in the stock market. The study adopted a questionnaire to measure these biases and conducted on a sample of investors in the Iraqi's stock exchange amounted to 107 from investors. Statistical methods were used to help the researcher to detect the presence of these biases and their impact on the decision-making process. The study found that excessive confidence and herd behavior and excessive optimism statistically significant effect on the decision-making process dimensions consisting of trading volume and the level of diversification and the attitude toward risk.

### المستخلص

إن تحليل وتفسير التغيرات الحاصلة في أسعار الموجودات في الاسواق المالية اعتمد ولمدة طويلة من الزمن في النظريات المالية التقليدية التي تتبنى افتراضات عقلانية المستثمرين في هذه الاسواق وصعوبة تحقيق الارباح غير الاعتيادية او التفوق في السوق في ظل توفر المعلومات للجميع والتجانس في تفسير هذه المعلومات من قبل المستثمرين. ولكن المدخل الجديد في المالية وهو المالية السلوكية اثبت عدم عقلانية المستثمرين كما يراهم اصحاب المالية التقليدية وأن لديهم العديد من الانحرافات عن السلوك العقلاني عند اتخاذ القرار بسبب معاناتهم من بعض التحيزات الادراكية والنفسية التي تؤثر في عملية اتخاذ القرار. ومن هنا استندت البحث الى مشكلة متمثلة بعدم ادراك المستثمرين في أسواق الاسهم بمعاناتهم من التحيزات الادراكية التي قد تقودهم دون شعور منهم لاتخاذ قرارات تزيد من المخاطرة دون تعويض ملائم للعائد. حاولت البحث إظهار الدور الذي تلعبه تحيزات الثقة المفرطة وسلوك القطيع والتفاؤل المفرط في عملية اتخاذ القرار للمستثمرين في سوق الاسهم. واعتمدت البحث استمارة الاستبانة كمقياس لهذه التحيزات واجريت في عينة من المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية. وتم استخدام الاساليب الاحصائية التي تساعد في الكشف عن وجود هذه التحيزات وتأثيراتها في عملية اتخاذ القرار. وتوصلت البحث الى أن للثقة المفرطة وسلوك القطيع والتفاؤل المفرط تأثير معنوي احصائيا في عملية اتخاذ القرار بأبعادها المتكونة من حجم التداول ومستوى التنوع والموقف من المخاطرة.

## 1- المقدمة

المالية السلوكية ميدان جديد نسبياً يحاول تفسير الحالات الشاذة التي لا تتوافق مع النظريات المالية التقليدية التي سادت لأكثر من خمسين سنة في تفسير وبناء نماذج تحدد وتقدر أسعار وعائدات الموجودات المالية. لذلك قدمت المالية السلوكية منظوراً جديداً يحاول الدمج بين العلوم المالية وعلم النفس وعلم الاجتماع لتفسير السلوكيات والاتجاهات التي عجزت عن تفسيرها النظريات التقليدية. وقدمت النظرية المالية السلوكية مجموعة من التحيزات النفسية والاجتماعية التي قد تسهم في تفسير العديد من الاضطرابات والفقاعات والانهيابات في الاسواق المالية. ولعل من أهم التحيزات النفسية والاجتماعية التي تطرقت اليها الدراسات عن المالية السلوكية هي الثقة المفرطة والتفاؤل المفرط وسلوك القطيع. وهي التحيزات التي لعبت مازالت دوراً كبيراً في تفسير وتحليل سلوك المستثمرين البعيد عن الرشد والعقلانية اللذان افترضتهما النظرية المالية التقليدية. وتحاول هذه البحث تقديم عرض مفاهيمي مدعوماً بتحليل تطبيقي لتأثير هذه التحيزات في اتخاذ القرار في سوق العراق للأوراق المالية. وقد تطلب ذلك تقسيم البحث الى أربعة أجزاء خصص الاول للمنهجية والثاني للجانب النظري والثالث للجانب التطبيقي واختتمت البحث بالجزء الرابع الذي خصص للاستنتاجات والتوصيات.

## 2- منهجية البحث

## 1-2 مشكلة البحث

لقد كان الانسان لايزال تتجاوزه الاهواء والعواطف احيانا ويلجأ بالمنطق والعقلانية الرصينة احيانا اخرى. وبين الحالتين يعاني من تناقض كبير في كيفية الموازنة بين المخاطرة التي يستطيع تحملها والعائد الملائم لتعويض هذه المخاطرة. والمستثمرون في الاسواق المالية يواجهون مثل هذا التحدي في عمليات بيع وشراء الأوراق المالية. وقد تؤدي بهم بعض العوامل النفسية مثل الثقة المفرطة بالنفس والتفاؤل المفرط الى اتخاذ قرارات بعيدة عن قاعدة المنفعة المتوقعة مما يؤدي الى سلوك شراء او بيع يعتمد في هذه التحيزات دون الرجوع الى التحليل المنطقي للبيانات المتوفرة. كما أن العوامل الاجتماعية مثل سلوك القطيع قد تلعب دوراً كبيراً في ايجاد تبريرات غير عقلانية لقرارات الشراء او البيع. وعدم ادراك مثل هذه العوامل يقود الى أخطاء منتظمة في عملية اتخاذ القرار وهي مشكلة كبيرة ممكن أن يواجهها المستثمرون في الاسواق المالية . ويمكن تلخيص المشكلة بالتساؤلات الاتية :

(1) هل تلعب العوامل النفسية والاجتماعية دوراً مؤثراً في عملية اتخاذ القرار الاستثماري في السوق؟

(2) كيف تؤثر الثقة المفرطة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري؟

(3) كيف يؤثر التفاؤل المفرط في عملية اتخاذ القرار الاستثماري؟

(4) كيف يؤثر سلوك القطيع في عملية اتخاذ القرار الاستثماري؟

## 2-2 أهمية البحث

تلعب العوامل النفسية والاجتماعية دوراً كبيراً في تشكيل سلوكيات الانسان بشكل عام والمستثمرين في الاسواق المالية بشكل خاص. وتكمن أهمية هذه العوامل في صعوبة اكتشافها وتحديدها عند اتخاذ القرار الاستثماري. ويمكن القول ان فهم هذه العوامل النفسية والاجتماعية والكشف عنها تسهم في تحسين عملية اتخاذ القرار. فالاستثمار في الاسواق المالية اصبح من المصادر الرئيسية لدخل الاشخاص والشركات. واكتشاف الانحرافات عن الاسعار الحقيقية يساعد المستثمرين في التفوق في السوق وتحقيق عائدات غير اعتيادية أو في الاقل يجنبهم مخاطرة المعالجة الخاطئة للمعلومات المتوفرة ومن ثم يجنبهم مخاطرة تقلبات الاسعار والخسائر التي قد تنجم عن ذلك.

## 2-3 أهداف البحث

- 1- الكشف عن بعض التحيزات النفسية والاجتماعية التي تؤثر في اتخاذ القرار الاستثماري.
- 2- عرض مفاهيمي لتحيزات الثقة المفرطة والتفاؤل المفرط وسلوك القطيع وعملية اتخاذ القرار.
- 3- اجراء اختبار ميداني لتحليل العلاقات الاحصائية إن وجدت بين التحيزات الثلاثة واتخاذ القرار الاستثماري.
- 4- تقديم مجموعة من التوصيات التي قد تخدم المستثمر في فهم ومعرفة ما يعاني منه من انحرافات سلوكية في عملية اتخاذ القرار ناتجة عن هذه التحيزات.

## 2-4 فرضيات البحث

بضوء أبعاد مشكلة البحث فإن فرضياتها كالتالي:

- 1- تؤثر الثقة المفرطة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري في الاسواق المالية.
- 2- يؤثر سلوك القطيع في عملية اتخاذ القرار الاستثماري في الاسواق المالية.
- 3- يؤثر التفاؤل المفرط في عملية اتخاذ القرار الاستثماري في الاسواق المالية.
- 4- هناك علاقات ارتباط معنوية بين الثقة المفرطة والتفاؤل المفرط وسلوك القطيع.

## 2-5 مجتمع وعينة البحث

لان البحث يتعلق ببعض التحيزات التي تؤثر في قرارات المستثمرين في أسواق الاسهم فقد اجريت في سوق العراق للأوراق المالية ومن ثم فان المستثمرين في هذه السوق هم مجتمع البحث وقد تم اختيار عينة مكونة من 107 من المستثمرين الافراد في السوق اعتمادا في المقياس الذي قدمته Survey System بمستوى ثقة 0.99 وهامش خطأ (10%). وهو مقياس لتحديد أقل حجم عينة مقبول لمجتمع كبير جدا أو غير معروف ([www.surveysystem.com](http://www.surveysystem.com)). وكان أقل عدد مقبول للعينة (106) ومع الاخذ بالحسبان نسبة من الاستثمارات التي قد لا يتم استرجاعها تم توزيع (125) استمارة في المستجيبين واسترجعت منها (107) أي بنسبة (85%). واعتمدت البحث في النهج الاستنباطي يعده مدخل لاختبار النظريات الموضوعية ومحاولة تطبيقها في المجتمع المبحوث للوصول الى البيانات ومن ثم النتائج. واعتمدت البحث في المنهج التحليلي الاختباري الذي يعتمد في قياس متغيرات البحث من خلال اجراء استبيان وتحليل نتائجه ومن ثم اختبار متغيرات البحث.

من أجل التحقق من صدق وثبات الاستمارة فقد تم عرضها في عدد من المحكمين لغرض بيان الصدق الظاهري وقد استخدم مقياس الفا كرونباخ لبيان ثبات فقرات الاستمارة. فقد تم عرض أداة البحث في صورتها الأولية في عدد من المحكمين المتخصصين في مجال إدارة الأعمال وعلم النفس وعلم الاحصاء بلغ عددهم (12) محكماً<sup>15</sup> وذلك للتأكد من الصدق الظاهري لأداة القياس.

وقد أعدت استمارة خاصة لاستطلاع آراء المحكمين عن مدى وضوح كل عبارة من حيث المحتوى الفكري والصياغة وتصحيح ما ينبغي تصحيحه من العبارات مع إضافة أو حذف ما يرى المحكم من عبارات في أي محور من المحاور. وفي ضوء الآراء التي أظهرها المحكمون اجريت التعديلات التي اتفق عليها (80%) من المحكمين، وتعديل وصياغة بعض العبارات التي رأى المحكمون ضرورة إعادة صياغتها لتكون أكثر وضوحاً. وتم الاعتماد في معاملات الفا كرونباخ للتحقق من ثبات واتساق فقرات الاستمارة وكانت جميع

أسماء المحكمين في الملحق (1)<sup>15</sup>

المعاملات أكبر من (80%) وهي أقل نسبة مقبولة في البحوث الاجتماعية المرتبطة بالإدراكات (Field,2009:675).

الجدول (1) معاملات الفا كرونباخ للمتغيرات

المتغير	معامل كرونباخ ألفا لكل بعد
التحيزات	1. الثقة المفرطة 0.977
	2. سلوك القطيع 0.962
	3. التفاؤل المفرط 0.977
اتخاذ القرار	1. حجم التداول 0.966
	2. مستوى التنوع 0.980
	3. الموقف من المخاطرة 0.944

### 3- الجانب النظري للدراسة :

#### 1-3 الثقة المفرطة في الاسواق المالية

إن الثقة المفرطة تظهر بوضوح أكبر في القرارات الصعبة التي تتضمن حالات عدم التأكد، لذلك فإن اتخاذ القرار المالي يتأثر بشكل كبير بالثقة المفرطة. لقد تم تحليل وجود اثر الثقة المفرطة في الاسواق المالية من خلال الدراسات التجريبية والدراسات المستندة الى الاستبانة. والثقة المفرطة مصدر من مصادر عدم الاتفاق بين المستثمرين في قرارات بيع وشراء الاوراق المالية فهي تولد عادة معتقدات غير متجانسة لدى المتداولين (Scheinkman&Xiong,2003:1185). والثقة المفرطة لها مدلولات مهمة في النظرية والسلوك في عالم الاسواق المالية، فهي تؤثر في أحكامهم بشكل كبير مما يقود المستثمرين الى التداول المفرط وهي تؤثر أيضا في مدى تفضيلات الأشخاص لبذل جهد أكبر أو لفهم معلومات أكثر عن قدراتهم الذاتية (Healy&Offenberg,2007:2). وقد طبق المفهوم السلوكي للثقة المفرطة في القرارات المالية ميدانيا ومختبريا ووجد بأن المستثمرين مفرطي الثقة ينحرفون عن قاعدة الرشد والعقلانية حينما يجمعون المعلومات، ويستجيبون بشكل مبالغ للإشارات الخاصة بينما تكون استجاباتهم منخفضة للإشارات العامة وهذا قد يجعلهم عرضة للاستغلال من قبل مشاركين آخرين في السوق (Dittrich,etal,2001:4).

تتوفر الكثير من المعلومات للأشخاص من خلال الانترنت لذلك يمكنهم التعلم وزيادة المعرفة عن أي شركة أو أي تقنية تداول أو عملية تقييم، لذلك يصبحون أكثر ثقة بقدراتهم ومهاراتهم في اختيار الاوراق المالية أو تطبيق أي من الادوات الاستثمارية (Mayo,2011:396). وقد أظهرت العديد من الدراسات ان الثقة المفرطة موجودة في القرارات المالية، فالمستثمر الذي يعاني من الثقة المفرطة يقوم بالتداول اكثر من غيره ويعتقد بأنه يستطيع التنبؤ بالعائدات بشكل كبير ويتوقع أيضا تحقيق عائدات أفي مما يتوقعه الآخريين ممن هم أقل ثقة بأنفسهم (Lewellen,etal,1977:305). ويؤكد ذلك ما توصل إليه (Odean,1998:1887) بأن المستثمرين الذين يعانون من الثقة المفرطة يبالغون في تقدير قيمة المعلومات الخاصة لديهم وهذا يجعلهم يتداولون بشكل متكرر رغم أن الإفراط في تكرار التداول لا يقود إلى أداء أفضل كما أظهرت دراسة (Barber&Odean,2000:773). إذ إن صافي متوسط العائد الذي يحققه من يبالغ في تكرار التداول أقل من العائد الذي يحققه الآخريين الأقل تداولاً، وهذا يعني ان الثقة المفرطة ستكون خطرة على ثروة المستثمرين. الثقة المفرطة لا يعاني منها المستثمرون العاديون فقط، ولكن يعاني منها ايضا المستثمرون المحترفون ومدراء الصناديق أيضا. وقد أظهرت دراسة (Montier,2002:3) أن حوالي ثلاثة أرباع مديري الصناديق يجدون أنفسهم أفي من المعدل بخصوص مهامهم

والقليل منهم فقط يرى نفسه أقل من المعدل. وهذا ما توصل إليه (Olsen,1997:65) إذ وجد ان مدراء الاستثمارات يميلون للمبالغة في تقدير احتمالات نتائجهم الايجابية ويقللون من تقدير النتائج غير المرغوبة. ومن هنا فإن المستثمرون يتذكرون أرباح أسواق الأسهم أكثر مما يتذكروا الخيبة الناتجة عن خسائرهم.

بشكل عام الثقة المفرطة تجعل المستثمرين يخطئون في تفسير دقة المعلومات ويبالغون في تقدير إمكاناتهم في تحليل هذه المعلومات، وهذا يقود الى تداول مفرط وتقبل مخاطرة غير مبررة وفي النهاية تحقيق خسائر مالية. ولعل سبب كثرة تداول المستثمرين الذين يبالغون في الثقة بأنفسهم هو اعتقادهم بأنهم أكثر قوة في تقييمهم للأسهم وبسبب قلة اهتمامهم بحركات السوق واعتقادات الآخرين. فحينما ينجح المستثمر في تداولاته يعزو أغلب أسباب هذا النجاح لقدراته الذاتية ومن ثم يعدل من اعتقاده بهذه القدرات صعودا ومن هنا تبدو الثقة المفرطة عملية ديناميكية وليست ثابتة وقابلة للتزايد والتناقص اعتمادا في حالات النجاح والفشل (Gervais&Odean,2001:19).

ولعل الثقة المفرطة من أهم العناصر السلوكية التي تفهم من خلالها الحالات الشاذة في أسواق الأسهم من خلال علم نفس الأحكام المالية (Hede,2012:37). وهي قد تكون العنصر السلوكي الأهم عند محاولة فهم الحالات الشاذة في أسواق الأسهم لانها تزيد من ثقة واطمئنان الأشخاص بأحكامهم أكثر من الواقع بكثير، ومن ثم تزيد من ميلهم للمبالغة في تقدير مهارات التنبؤ لديهم (Levy&Post,2005:402). وقد قسم الباحثون الثقة المفرطة إلى مجالين هما المبالغة بتقدير الإمكانيات الذاتية والمبالغة بتقدير دقة معرفة المرء ومعلوماته (Weinberg,2009:4). يرتبط المبالغة بتقدير الإمكانيات بالفاعلية الذاتية Self-Efficacy وتعني ميل الأشخاص لتجنب المهام والمواقف التي تتجاوز إمكاناتهم حسب ما يعتقدون ومن ثم يقوموا بالأعمال والنشاطات التي يمكنهم التعامل معها وتكون ضمن إمكاناتهم حسب حكمهم في هذه المهام. والأخطاء في تقدير الفاعلية الذاتية مكلفة جدا لان الأشخاص الذين يبالغوا في تقدير إمكاناتهم يحاولوا القيام بالأعمال والنشاطات التي هي أفي من قدراتهم ومن ثم لا يستطيعوا انجازها بالشكل المطلوب وهذا يعرضهم للفشل المستمر.

أما من ناحية المبالغة في دقة المعلومات، فإن الأشخاص بشكل عام يعطون وزن أكبر للمعلومات المهمة مثل المعلومات التي تجذب الانتباه والمعلومات البارزة للعيان. وقد قدم (Odean,1998:1889) أدلة في ان الأشخاص يعتمدوا بشكل كبير في المعلومات الأقل ملائمة لاتخاذ القرار ولكنها بنفس الوقت تجذب اهتمام اكبر، ويعطوا وزن أقل للمعلومات الملائمة والني تتصف بالتجريد او العمومية. ومن هنا وصفت الثقة المفرطة بهذا المعنى بأنها اعتقاد المتداولون بدقة معلوماتهم أكثر من حقيقتها الفعلية.

وتعني الثقة المفرطة الايمان (دون مبرر كافي) بالأحكام والحدس والمقدرات الإدراكية للمرء (Pompian,2006:51). وهذا المفهوم مشتق من العديد من التجارب في علم النفس الإدراكي ومن الاستطلاعات، إذ يبالغ الأشخاص في مقدراتهم في التنبؤ ويبالغوا بدقة المعلومات التي يمتلكونها بمعنى انهم يرون بأنهم أدكى من غيرهم ولديهم معلومات أفضل. وظهر أن المستثمرون الأشخاص يميلون للمبالغة بالاستجابة للأحداث الجديدة وغير المتوقعة، والثقة المفرطة بالمهارات الاستثمارية تجعل المستثمرين يقوموا بالتداول أكثر.

هناك نوعان شائعان من الثقة المفرطة، الاول هو الثقة المفرطة بالتنبؤ ويشير الى ضيق مديات الثقة التي يعينها المستثمرون لتنبؤاتهم الاستثمارية، فعند تقدير القيمة السوقية لسهم ما سيضع المستثمرون مفرطوا الثقة انحراف قليل جدا في مدى الدفعات المستقبلية المتوقعة ، مثلا يتنبأ المستثمرون بارتفاع او انخفاض يصل الى 10% بينما اثبتت الاحداث التاريخية بأن الانحرافات المعيارية أكبر من ذلك بكثير (Pompian,2006:52). ومدلول هذا السلوك هو أن المستثمرون قد يقللوا من تقدير مخاطر محافظهم ويصبحوا بذلك غير مهتمين بالمخاطر العالية. وقد قدم (Clarke&Statman,2000,5) مثالا مهما عن هذا النوع من الثقة المفرطة حينما استطلعوا المستثمرين عن السؤال الاتي: كان سعر مؤشر داو جونز المعدل عام 1896 (\$40) دون ان يتضمن اعادة استثمار المقسوم، وفي عام 1998 تجاوز (\$9000)، فإذا تم إعادة استثمار المقسوم فكم ستكون قيمة المؤشر عام 1998 مع التنبؤ بأفي وأدنى مدى بحيث تكون نسبة الثقة بهذا التنبؤ 90% ؟ القليل من المستطلعين اقتربوا بشكل معقول من القيمة عام 1998 ولم يستطع أي احد من اختيار الجواب الصحيح لمدى الثقة (القيمة تصل الى \$652230). أما النوع الثاني فهو الثقة المفرطة بالتأكد ويعني التأكد المبالغ بالأحكام وهذا يؤدي غالبا الى التداول المتكرر والى عدم الاحتفاظ بمحافظ متنوعة بشكل جيد. فالأشخاص هنا يثقون كثيرا بدقة أحكامهم.

إن الثقة المفرطة صفة شائعة بين المستثمرين حينما يشترون الاسهم او حينما يتخذون قرار بالدخول او الخروج من أي مركز من المراكز، وهذا ما أظهره (Odean,1998:1887) حين وجد ان المتداولين الذين يقوموا بأغلب التداولات في السوق يستلمون معدلات عائدات أقل. كما أن اختبارات الثقة المفرطة واستطلاع المستثمرين في أساس الجنس أظهرت أن الرجال بشكل عام لديهم افراط ثقة أكبر من النساء وهم يتداولون أكثر من النساء بنسبة 45% ويحققوا مع ذلك عائدات أقل من النساء بمعدل 2.5% (Barber&Odean,2001:261). يمكن النظر الى الثقة المفرطة في انها خاصية ايجابية متى ما قادت الى البقاء والاستمرار في الأمدن القصير والطويل أما سلبية مثل هذا التحيز فتظهر حينما لا يدرك الأشخاص محدداتهم وبذلك يتخذون قرارات خاطئة اعتمادا في مقدمات خاطئة (Chira,etal,2008:12).

بشكل عام يبالغ المستثمرون مفرطوا الثقة في تقدير قدراتهم في تقييم شركة ما كاستثمار محتمل، ونتيجة لذلك يمكن ان يغفلوا عن اي معلومات سلبية قد تقدم لهم اشارات تحذير بعدم شراء السهم المعروض او بيع السهم الذي تم شراؤه فعلا. كما يتداول المستثمرون مفرطوا الثقة بكثافة نتيجة لاعتقادهم بأنهم يمتلكون معلومات خاصة لايمتلكها الآخرون. وقد تم اثبات ان سلوك التداول المكثف يقود الى عائدات سيئة مع مرور الوقت. ويمكن للمستثمرين مفرطي الثقة ان يقللوا من تقديراتهم للمخاطرة بسبب عدم فهمهم او معرفتهم او عدم امتلاكهم للاحصائيات التاريخية عن اداء الاستثمارات، ونتيجة لذلك قد يعانون من اداء سيء للمحافظ الاستثمارية بشكل غير متوقع. وأخيرا قد يحتفظ المستثمرون مفرطوا الثقة بمحافظ غير متنوعة بشكل كافي لذلك يتقبلوا مخاطرة اكبر دون تعويض مكافئ لتحملهم هذه المخاطرة.

### 3-2 تحيز سلوك القطيع Herding Bias

يتأثر الأشخاص ببيئتهم الاجتماعية ويشعرون غالبا بضغطات للتكيف معها. والملاحظة الاساسية عن المجتمع البشري هو أن الأشخاص الذين يتواصلون فيما بينهم بشكل منتظم يفكرون بشكل متشابه وجزء كبير من سبب تشابه أحكام الأشخاص هو استجابتهم لمعلومات متشابهه (Dargham,2007:21).المبدأ البسيط هنا هو لايمكن أن يكون جميع الاشخاص الآخرين مخطئين. فسلوك القطيع البشري ينتج من النشاط الذهني المنافع استجابة لإشارات من سلوكيات الآخرين (Prechter,2001:120).ورغم ملائمتها لبعض المواقف إلا أنه غير

ملانم وغير منتج في المواقف المالية. وهو سلوك محاكاة (تقليد) ينتج من عوامل معينة ويقود غالباً الى نتائج غير كفوءة في السوق ككل (Campenhout&Verhestraeten,2010:2). ويعني أن الأشخاص يعملون ما يعمله الآخرون بدلا من استعمال معلوماتهم الخاصة. يحدث هذا السلوك حينما يتبع المتداولون اتجاه التداولات السابقة، وينشأ حينما يكون هناك بعدين من عدم التأكد هما قيمة الموجودات ووجود الحدث، ومع وجود بعد ثالث مرتبط بجودة معلومات المتداولين سيقود ذلك الى سوء تسعير كبير ولكن لأمد قصير. وهذا السلوك قد يسبب فقاعات مضاربة تفوق لخسائر كبيرة بعد انتهاء الفقاعة. يعرف هذا السلوك في الكتابات المالية بأنه صفقات مشتركة من قبل جماعة من المستثمرين تحدث بنفس الوقت وباتجاه واحد ولنفس الموجود. وهي نماذج سلوك مترابطة بين الأشخاص تسبب انسجام أنشطتهم.

إن نماذج سلوك القطيع مترابطة بين الأشخاص ويمكن أن تقود الى أخطاء نظامية في اتخاذ القرار (Devenow&Welch,1996:604). ويتطلب هذا السلوك آلية للتنسيق مستندة في الإشارة (حركة الاسعار)، أو مستندة في القدرة في مشاهدة صناع القرار الآخرين (مشاهدة إستثمارات الزملاء). وهذا السلوك المتشابه والذي يتم بوقت واحد للمستثمرين المالكين لنفس المعلومات والباحثين عن تعظيم الاريح لا يكون مفاجئ بأي حال من الاحوال، إذ يكون سلوك القطيع موجهه بمعلومات أساسية ويحدث نتيجة لنشاطات المستثمرين الذين يتخذون قرارات متشابهه في أساس المعلومات الجديدة الداخلة للسوق مما يسبب ارتفاع عن القيم الحقيقية. عند هذه النقطة يضع المستثمر تقييماته الشخصية عن الاستثمارات ويتجاهل أفكار المستثمرين الآخرين عن الاداة الاستثمارية. ولكن سلوك القطيع الذي تسهم في تخريب الاسواق هو السلوك الناتج عن اتخاذ القرارات المتوافقة مع آراء الآخرين بدلا من التقييمات الشخصية خلال عملية اتخاذ القرار (Park&Sabouria,2006:4). هذا الموقف يدمج آراء الآخرين مع الراي الشخصي ويهتم أكثر بقيادة القطيع ما يجعل أسعار الاسهم تبتعد عن القيم الأساسية مما يزيد من مخاطرة السوق وارتفاع مستويات التقلب.

يمكن أن ينتج سلوك القطيع بسبب مجموعة من العناصر السلوكية مثل التفاؤل والتشاؤم أو قد تكون مجرد عدوى في المشاعر أو بسبب الشعور بعدم الامان (Lu,1995:881). وقد يكون لهذا السلوك علاقات مختلفة مع بعض التحيزات فهو يرتبط عكسيا مع الثقة المفرطة وارتفاع مستوياته تتوافق مع ارتفاع مستويات تجنب المخاطرة (Lin,2012:831). ويفسر هذا السلوك التقلبات العالية في الاسواق المالية دون وجود معلومات مهمة تبرر هذه التقلبات (Park,2008:2). وسبب ذلك هو اعتماد نماذج سلوك القطيع في المعلومات غير التامة والاهتمام أكثر بالسمعة وهيكل المكافئات. وهناك أدلة قوية لسلوك القطيع بين المتداولين في الاسواق المالية تشير الى أن المشتركين يتأثرون بما يعمله الآخرون من عندهم عند اتخاذ القرارات الاستثمارية (Chang,2012:2).

إن سلوك القطيع يفترض وجود درجة من التنسيق بين جماعات المشتركين ينشأ بطرق مختلفة، إما بسبب تشاركتهم بنفس المعلومات، أو إتباعهم مبدأ نفي الإشاعة. وليس هناك سوق خالي من سلوك القطيع، وهذا السلوك نسبي بمعنى قياس القطيع في سوق نسبة لسوق آخر أو مدة نسبة لمدة أخرى (Komulainen,2001:2). ففي البلدان الكفوءة معلوماتيا يكون التقلب في اسواق الأسهم قليل وهو مؤشر في ضعف سلوك القطيع. ولكن في البلدان الناشئة يصعب جمع المعلومات لإجراء التحليل الاساسي، لذلك تتم مراقبة وتقليد قرارات المستثمرين الآخرين أو مؤشرات السوق بسبب سهولة ورخص هذا الاسلوب مما تسهم في ظهور سلوك القطيع. لذلك فإن سلوك القطيع يسبب ضعف القدرة في تنوع المحفظة الاستثمارية لعدم اهتمام المستثمر بمحتواها والسعي خلف أنشطة الآخرين في البيع والشراء. كما تجعل المستثمرين يتجاهلون المعلومات الاساسية

التي يمتلكوها حتى مع قوة هذه المعلومات ويتبعوا الغالبية من النظراء مما قد يسبب نشوء فقاعات الاسواق ومن ثم الخسائر المتوقعة بعد انتهاء الفقاعة. وقد تسهم هذا السلوك في التخلص من شعور الندم الذي قد ينتج من معرفة خطأ القرار الشخصي ومن ثم يقلل من تقدير الذات والثقة بالنفس لدى المستثمر لذلك فإن اتباع الجماعة يعطي التبريرات الملائمة للتخلص من ألم الندم.

### 3-3 تحيز التفاؤلية Optimism Bias

يرغب الأشخاص عادة بأن يعتقدوا أنهم مخلوقات عاقلة تمتاز بالحذر وإمكانية التنبؤ بالمستقبل، ولكن العلوم العصبية والاجتماعية تبرهن أن الأشخاص أكثر تفاؤلا من الواقع، فهم، في سبيل المثال، يبالغون في تقدير المدى الزمني لحياتهم (بمقدار 20 سنة أو أكثر) (Sharot,2011:1). واغلب الناس سمعوا بمقولة (النظارات الوردية) ويعرفون الذي يرتدي هذه النظارات يميل لرؤية العالم بشكل متفائل (Pompian,2006:163). كما يميل أغلب الناس لترتيب انفسهم افي من معدل السكان ويعدون خصائصهم الشخصية ايجابية. والتفاؤل غير الواقعي تجاه المستقبل ينظر اليه في انه خطأ في تقييم الاحداث المستقبلية. وهو ظاهرة نفسية تعني الميل للمبالغة (للاستخفاف) في تقدير احتمالية النتائج المستقبلية المرغوبة (غير المرغوبة) (Bracha&Brown,2012:67). أو هو الميل للاعتقاد بما يتلائم والمصلحة الذاتية (Mayraz,2013:2). أي أن الرغبة بأن يكون الأمر صحيح تزيد من الإحتمالية الشخصية بصحة هذا الامر. ويعني هذا التحيز الاعتقاد بأن المستقبل سيكون أفضل من الماضي والحاضر. والتعريف المختصر لهذه الظاهرة (المستقبل سيكون لي بالخصوص). فالأشخاص غالبا ما يحكموا في انفسهم بأن احتمالية تعرضهم لمخاطرة الاحداث السلبية أقل مقارنة بنظرائهم أي أن احتمالية تعرضهم للأحداث السلبية أقل من الآخرين، واحتمالية تعرضهم للأحداث الايجابية أكثر من الآخرين (Price,etal,2002:242). ويظهر هذا التحيز في العديد من الاحداث، في سبيل المثال، يعتقد الأشخاص بأنهم أقل إحتمالا للتعرض لحوادث السيارات، والمرض والجرائم والهزات الارضية وهذا يؤثر بشكل كبير في سلوك تقبل المخاطرة لديهم.

إن هذا التحيز يعد من أهم ما توصلت اليه الدراسات عن الادراكات الاجتماعية في الثمانينيات والتسعينيات. وانصب تركيز أغلب الدراسات في تحيز التفاؤلية بخصوص الاحداث السلبية، علما أن الاحداث السلبية والايجابية تختلف من الناحية النفسية وهي مستقلة، في الاقل بجزء منها. إذ يتأثر تحيز التفاؤلية بمجموعة من العوامل الوسيطة، منها المزاج، فالأشخاص يظهرون تحيز تفاؤلية أقل حينما يكونوا بمزاج سيء وتحيز أفي إذا كانوا بمزاج جيد (Abele&Hermer,1993:613). وارتفاع مستوى الكآبة يقلل من معدل التحيز، والسبب أن الأشخاص الذين يعانون من الكآبة يعتقدون بعدم قدرتهم في الحصول في النتائج المرغوبة وادراكهم بعدم امكانية السيطرة في الاحداث يقودهم لتحيز تفاؤل أقل. كما أن زيادة القلق بشكل عام تساهم في تقليل التحيز. كما ركزت البحوث النظرية والتجريبية في عدد من المتغيرات التي تساعد في ظهور تحيز التفاؤلية منها الرغبة المدركة للحدث والتجربة الشخصية وإمكانية السيطرة المدركة للحدث والتكرار المدرك للحدث وغيرها من العناصر الشخصية والظرفية التي تخفف من مدى إظهار هذا التحيز من قبل الأشخاص (Helweg-Larsen&Shepperd,2001:74). ولازال من غير الواضح ما اذا كانت هذه المخففات تؤثر في التحيز من خلال التأثير في تقديرات المخاطرة الشخصية للأشخاص أم تقديرات المخاطرة للهدف. فالتكرار المدرك للحدث يرتبط سلبيا مع حجم تحيز التفاؤلية، إذ قدم (Weinstien,1980:806) مقياس مكون من 7 نقاط لترتيب المخاطرة التي يتعرض لها الشخص مقارنة مع نظرائه، والاحكام في وسط المقياس تعني أن مخاطرة المرء تساوي معدل

المخاطرة لنظرته وإذا كانت أفي ذلك فانها تشير الى أن مخاطرته أفي من معدل النظراء، وبالعكس ان كان المقياس يشير الى أقل من المتوسط . وقد توصل الى أن متوسط حجم المخاطرة المقارن للأشخاص يقع أقل بكثير من نقطة الوسط للأحداث التي تدرك بأنها غير متكررة نسبيا. وهذا يعني أن حجم تحيز التفاؤلية أكبر للأحداث الأقل تكرارا. من منظور علم النفس هذه النظرية تتطابق مع فكرة أن الأشخاص يعطون اهتمام قليل لمخاطرة نظرائهم (Klein&Weinstein,1997:25). وهناك رأي آخر يؤكد بأن العلاقة بين حجم تحيز التفاؤلية وتكرار الحدث ايجابية (Klar,etal,1996:229). والسبب في ذلك طريقة تفكير الأشخاص بين الحكم في انفسهم والحكم في الآخرين، فهم يفكرون بمخاطرتهم بنمط فردي بينما يفكرون بمعدل مخاطرة نظرائهم بنمط توزيعي، أي أنهم يفكرون من ناحية مخاطرتهم الشخصية بالخصائص التي يمتلكونها والسلوكيات التي يلتزمون بها وتؤثر في تقديرهم لمخاطرة الحدث عليهم، بينما يفكرون بمعدل المخاطرة لنظرائهم من ناحية تكرار الحدث في بعض المجتمعات ذات الصلة. وهم بذلك يعتقدون أن مخاطرتهم الشخصية لاتعتمد في التكرار المدرك للحدث ولكن مخاطرة نظرائهم تعتمد في هذا التكرار بشكل كبير. ويمكن القول أنه كلما إزداد التكرار المدرك للحدث يعتقد الأشخاص بأن مخاطرتهم يجب أن تبقى ثابتة ولكنهم يعتقدون بأن معدل مخاطرة النظراء ينبغي أن تزداد، ولان تحيز التفاؤلية يمثل التناقض بين الحكمين عندها يزداد التحيز مع زيادة التكرار المدرك للحدث.

إن تحيز التفاؤلية ليس مجرد تحيز إفتراضي، ولكنه يترجم في كل النشاطات الاقتصادية الكلية والجزئية فهو في سبيل المثال يؤثر في قرارات بدء الاستثمارات والسلوك الاستثماري وقرارات اندماج الشركات وهو تسهم بتوليد الفقاعات في الاسواق المالية (Bracha&Brown,2012,68). وذلك لانه يؤثر في معتقدات الأشخاص ومن ثم في السلوك الاستثماري لديهم مما يقود الى آثار كبيرة في مستوى الاقتصاد الكلي. والمستثمرون يميلون ايضا للتفاؤل عن السوق والاقتصاد وامكانية الاداء الايجابي للاستثمارات التي يباشروها. فالعديد من المستثمرين المتفانلين يعتقدون بعدم وصول الاستثمارات السيئة اليهم وإنما يبطلها بها الاخرون فقط. ومثل هذه الرؤى يمكن ان تدمر المحافظ لان المستثمرون سيفشلوا في الاعتراف بامكانية حدوث العواقب المعاكسة في قراراتهم الاستثمارية التي يتخذونها.

لقد وصف (Lovallo&Kahenman,2003:57) تحيز التفاؤلية بانه ميل المستثمرين لتبني وجهة نظر داخلية في حساب الخارجية التي غالبا ما تكون اكثر ملائمة عند وضع القرارات الاستراتيجية . فالمنظور الداخلي يركز في الوضع الراهن ويعكس تطور الأشخاص. اما المنظور الخارجي فهو يقيم الوضع الحالي بموضوعية في سياق نتائج المواقف المرتبطة والمتصلة في الماضي.

ان عملية التفكير الداخلي مقابل الخارجي تميز المستثمرين الذي يظهرون تحيز التفاؤلية عن المستثمرين الذين يظهرون العقلانية في عملية اتخاذ القرار الاقتصادي (Garven&Hilliard,2013:3). لان اغلب التنبؤات الوردية غير المعقولة تشتق من الشعور المنحاز عن المواقف الحالية المحدودة بينما تتجاهل بشكل كبير نتائج المواقف الماضية ذات الصلة، علما إن الاهتمام بهذه المواقف ذات الصلة قد يساعد المستثمرين في وضع احكام اكثر واقعية.

ويظهر هذا التحيز بالخصوص في العديد من الميادين، في سبيل المثال، الاعتماد في التنبؤات المستقبلية الخاصة بالسوق علما إن هذه التنبؤات نادرا ما تخلوا من الأخطاء. فالافتراضات المبالغة بالاجابية يمكن أن تقود الى حسابات كارثية، فقد جعلنا أقل رغبة لفتح حسابات إيدار مثلا أو أكثر رغبة للمراهنة في إستثمارات سيئة (Sharot,2011:2). ويؤثر هذا التحيز كثيرا في تقييم المستثمرين لاسعار الموجودات في الاسواق المالية

(Brow&Cliff,2005:406). فاعلم الأشخاص يميلون باتجاه المنظور الداخلي لاستثماراتهم. وهذا المدخل تقليدي وحديسي وراسخ. فالطريقة الطبيعية للتفكير عن الاستثمار المعقد لديهم هو من خلال التركيز في الاستثمار نفسه للحصول في البيانات المتوفرة والاهتمام بالتفاصيل الفريدة او غير العادية. ففكرة التوجه للمعلومات الخارجية وجمع الاحصاءات عن الحالات الكثيرة ذات الصلة نادرا ما يستوعبه عقل المستثمر.

في كل حال المستثمرون يجب ان يختبروا المخاطر المحيطة خصوصا اذا كان الاستثمار يكلف مبالغ طائلة. هناك حاجة للموازنة بين التفاؤلية والواقعية وبين الاهداف والتكهنات. فالمنظورات الداخلية يمكن ان تولد افكار استثمارية ناجحة ولكن التكهنات بالمنظور الخارجي يجب ان تحدد بشكل نهائي ما اذا كان لزاما في الشخص الشروع بهذا الاستثمار ام لا.

يمكن لتحيز التفاؤلية ان يكون مؤذيا ماليا للمستثمرين لانه يخلق وهم البصيرة الفذة او اليد العليا. فالأشخاص غالبا يعتقدون الى مستوى معين بانهم يمكنهم رؤية الاوراق المالية المسعرة بشكل غير دقيق وهم في الحقيقة لا يمتلكون هذه الرؤية. وقد وجد (Farrel, 2003:2) ان اكثر من نصف المستثمرين المتفائلين يعتقدون بانهم قد تفوقوا في السوق بينما أدانهم في الحقيقة كان اضعف بمقدار 15.5% . وانكارهم هذا يجعل الامور اسوء ويجعل من عملية التحسين والترقى قريبة من المستحيل. وهناك دراسات ربطت تحيز التفاؤلية مع تحيز الوطن. اي الرغبة في الاستثمار قرب الديار لان الأشخاص قد يكونوا متفائلين جدا عن التوقعات المستقبلية قرب مناطقهم الجغرافية (Lutje& Meakhoff,2004:2). ويمكن لتحيز التفاؤلية أن يسبب ظهور الفقاعات في الاسواق لان المعتقدات الايجابية تزيد من احتمالية مضاعفة المتداولون للإشارات الايجابية عن المستقبل ومن ثم تكون الاسعار افي من المستوى العقلاني.

وبذلك فإن تحيز التفاؤلية يمكن أن يسبب اخطاء استثمارية عديدة منها، انه يجعل المستثمرين يفرطوا في امتلاك اسهم الشركات التي يعملوا بها لان هذا التحيز يجعلهم يشعرون بان هذه الشركات بعيدة عن الخسارة ويشعروا براحة اكثر وان الاستثمار في الشركات التي يعملون بها اقل مخاطرة من غيرها. كما يجعل هذا التحيز المستثمرون يشعرون بانهم يحصلون في عائد السوق بينما هم في الحقيقة يجب ان يتساعلوا عن اشياء مثل التضخم والاجور والضرائب التي تقلل من هذه العائدات وتزيل المنافع بعيدة الامد للعائدات المركبة. كما يمكن ان يجعل المستثمرين يعتقدون بأنهم افي من المعدل اما لانهم متفائلون بشكل عام او لاعتقادهم بانهم افي من المعدل في مجالات حياة اخرى مثل المهارات الاجتماعية.

### 3-4 اتخاذ القرار في الأسواق المالية

إن تكرار حدوث الاضطرابات في الأسواق المالية خلال العقود الماضية (أزمة المكسيك 1994-1995، وشرق آسيا 1997، وروسيا 1998، والأرجنتين 2001-2002) فضلا عن الاضطراب الكبير في الولايات المتحدة والعالم إبان الازمة المالية عام 2008 حفز المستثمرين المؤسسيين في مراجعة تطبيقات اتخاذ القرار وإدارة المخاطرة. كما أن نمو البحوث في مجال أداء الأسواق المالية قاد لتطور نظرية القرار التي تتضمن دراسة عملية اتخاذ القرار (Dent,etal,2012:95). وقد قسمت هذه النظرية الى ثلاثة فروع مترابطة هي:

1- النظرية المعيارية Normative Theory: وتبحث في السلوك المنطقي لاتخاذ القرارات. والمالية التقليدية تقع ضمن هذا الصنف لأنها تهتم بالطريقة التي ينبغي في الأفراد التصرف بها بشكل عقلاني عند اتخاذ القرارات الاستثمارية. أي أن الباحثين يفترضون عقلانية جميع المستثمرين عند تطوير النماذج المالية في محاولتهم ايجاد أفضل توليفة بين العائد والمخاطرة لتعظيم المنفعة .

2- النظرية الوصفية **Descriptive Theory**: ظهرت هذه النظرية لتقييم كيفية اتخاذ القرارات فعليا من قبل المستثمرين بعد الجدل الطويل عن مدى تبني المداخل الحدسية لاتخاذ القرارات بدلا من الاحكام المعتمدة في الاحصاءات الرسمية (Olsen,1997:227). وفي أساس هذه النظرية قدم (Kahneman&Tversky,1979) نظرية الاحتمال. إذ تقدم الافتراضات السلوكية لهذه النظرية صورة أكثر غنى وملائمة لمحددات اتخاذ القرار بظل ظروف المخاطرة. وبذلك فإن المالية السلوكية تقع ضمن هذا الصنف من نظرية القرار.

3- النظرية التوجيهية (الارشادية) **Prescriptive Theory**: تحاول هذه النظرية الربط بين النظريات المعيارية والوصفية لتحسين عملية اتخاذ القرار للمستثمر. وتهدف لاستخدام كافة البيانات النوعية والكمية للمساعدة في فهم القرارات والبحث عن وصف كامل لنشاطات السوق. فنقطة البداية للنظرية هي أن الافراد يعملون بطريقة غير عقلانية طبقا لما يمتلكون من خلفيات وعواطف وتعلم سابق وموجهات وغيرها من العوامل. فتنشكّل عقلانيتهم بهذا المعنى لتصبح عقلانية شخصية (يمكن أن تبرر من خلال الفرد استنادا في تحليلهم الشخصي المنطقي للحالة) (Olsen,1997:228). بهذا المعنى يصبح تصرف الافراد الخاطئ دون الرجوع لإرشادات وتوجيهات النظرية خطأ فيهم وليس في النظرية.

أن عملية اتخاذ القرار عملية معقدة تتضمن تحليل العديد من العناصر وتتبع خطوات متنوعة. فهي تتضمن أمرين أساسيين هما: العوامل الشخصية والعوامل الفنية (Chandra,2008:3). إذ يعتمد المستثمرون في سوق الاسهم في هذين العاملين عند اتخاذ القرار. فاتخاذ القرار من قبل المستثمرين يستند عادة في العوامل الشخصية مثل العمر والتعليم والدخل والمحفظة الاستثمارية وغيرها. كما أن قراراتهم الاستثمارية يمكن أن تشتق من النماذج المعقدة للمالية. وهذه النماذج هي التي تستند في المخاطرة والعائد لكل نوع من الاستثمارات أو في نماذج تسعير الموجودات المستندة في المخاطرة مثل **CAPM**. ولكن عملية اتخاذ القرار لا تعتمد فقط في العوامل الشخصية وفي النماذج المعقدة التي لا تهتم بالعوامل الموقفية. فبالعوامل الموقفية لا تمتد فقط للمشكلة التي يواجهها متخذ القرار ولكن الى بينته أيضا. لذلك يحتاج المرء عند اتخاذه القرار الملائم الى تحليل متغيرات المشكلة من خلال تطبيق علم النفس الادراكي.

ويمكن تعريف اتخاذ القرار بأنه عملية اختيار بديل من بين عدد من البدائل. وهذه العملية تتم بعد اجراء تقييم ملائم لكل البدائل. لذلك ينبغي أن يحافظ متخذ القرار في تحديث معلومات ومعارف من الميادين المتنوعة بحيث يمكنه انجاز مهامه.

إن اتخاذ القرار الفاعل في سوق الاسهم يتطلب بصيرة نافذة وفهم عميق للطبيعة البشرية وبمنظور شامل وبصرف النظر عن المهارات المالية والقدرة في تحقيق افضل الاستثمارات. فالمستثمرين يختلفون في خصائصهم بسبب العناصر الديموغرافية مثل الخلفية الاجتماعية والمستوى التعليمي والعمر والجنس وغيرها. لذلك يصعب في أي مستثمر ان يتخذ قرار استثماري ملائم اعتمادا في قرارات يتخذها مستثمر آخر. وهذا يعني ان القرار الامثل لمستثمر معين قد يكون غير ملائم لمستثمر آخر. فكل مستثمر لديه أهدافه الاستثمارية الخاصة ومستوى تحمل مختلف للمخاطرة فضلا عن اختلاف التدفقات النقدية الداخلة والخارجة وغيرها من المحددات. ومن ثم يصمم المستثمر محفظته اعتمادا في هذه العوامل. ويمكن القول ان النظريات التقليدية في القرار تمتلك دور محدود في فهم بعض القضايا المهمة المرتبطة باتخاذ القرار الاستثماري مثل: لماذا يتخذ المستثمر قرارات التداول وماذا

يؤثر فعلا في ادائه؟ وكيف يتخذ المستثمرون قراراتهم الاستثمارية ولماذا تختلف عائدات الاسهم لأسباب غير مرتبطة بالمخاطرة؟.

إن النظريات المالية التقليدية تقدم استراتيجيات استثمارية في اساس تقييم العائد والمخاطر. فقد قدم ( Tversky,1990:64 ) ثلاث افتراضات تعتقها النظريات المالية التقليدية هي :

1- تكامل الموجودات: يميل المستثمر للاختيار بين الاحتمالات المستقبلية الخطرة من خلال مقارنة التوزيعات الناتجة من تكامل هذه الاحتمالات مع باقي موجوداته.

2- تجنب المخاطرة: المستثمر متجنب المخاطرة هو من يختار الاستثمار الاقل مخاطرة اذا ما تم تخييره بين استثمارات لها نفس العائد ولكن بمخاطرة مختلفة. فالمستثمرون يفضلون دائما النتائج الاكيدة في الاحتمالات الخطرة للقيم المتوقعة المتساوية.

3- التوقعات العقلانية: يعني هذا الافتراض المستثمرون يضعوا تنبؤات متماسكة ودقيقة وغير منحازة. وتعكس توقعاتهم العقلانية كل المعلومات المتوفرة ذات الصلة.

أما المالية السلوكية فترى أن المستثمرين لا يمتلكوا العقلانية التامة عند اتخاذ القرار الاستثماري لان هذه العملية تخضع لعدة أخطاء ادراكية ونفسية. فقد وجد ( Tversky,1990 ) بان المستثمرين باحثين عن المخاطرة بالاغلب عند اتخاذ القرار الاستثماري. وهم يعزون نتائج القرارات المتنوعة بشكل مختلف. وتوقعاتهم منحازة في الاغلب . وعند بناء محفظة استثمارية يركز المستثمرون في تنوع الاهداف الاستثمارية وليس تنوع الموجودات. وبالنتيجة يتم بناء المحافظ بطريقة غير كفوءة. ويغيرون هذه المحافظ في أساس توزيع الاهداف الاستثمارية والحسابات الذهنية المرتبطة بها. فالتحيزات الادراكية تجعلهم ينظرون للمحافظ في أنها هرم من الموجودات **Pyramid of Assets** ( Hirschey&Nofsinger,2010:223 ). فكل طبقة من هذا الهرم الاستثماري تلي هدف استثماري معين وعندما يحقق المستثمر الهدف لطبقة معينة يتقدم باتجاه هدف آخر بحساب ذهني منفصل ومن ثم فإن المستثمر يلتقط أصناف الموجودات التي تطابق أهدافه المحددة. كما أن قرارات المستثمر في شراء أو بيع الاسهم لا تبتعد عن ثلاثة أبعاد متعلقة بقراراته الاستثمارية وهي الابعاد الاكثر تأثرا بوجود التحيزات المذكورة سابقا وهي:

1- حجم التداول: ترتبط زيادة حجم التداول للمستثمرين غالبا بانخفاض مستويات العائد وهذا ما أثبتته ( Odean,1998:1887 ) في دراسته التي أظهرت إن الثقة المفرطة صفة شائعة بين المستثمرين حينما يشترون الاسهم او حينما يتخذون قرار بالدخول او الخروج من أي مركز من المراكز. وهذا يعود لمبالغة المستثمرين مفرطي الثقة بانفسهم في تقدير مهاراتهم الاستثمارية وقدرتهم في التنبؤ بالاحداث المستقبلية مما يعرضهم الى مخاطرة غير محسوبة نتيجة الافراط في التداول وتحقيق عائدات أقل لا تبرر المخاطرة الاضافية التي يتعرضون لها. كما أن سلوك القطيع يزيد من معدلات البيع أو الشراء اعتمادا في تفاؤل أو تشاؤم المستثمرين عن الاوضاع المستقبلية في السوق.

2- ضعف تنوع المحفظة: قد يحتفظ المستثمرون مفرطوا الثقة بمحافظ غير متنوعة بشكل كافي لذلك يتقبلوا مخاطرة اكبر دون تعويض مكافئ لتحملهم هذه المخاطرة. كما أن سلوك القطيع يسبب ضعف القدرة في تنوع المحفظة الاستثمارية لعدم اهتمام المستثمر بمحتواها والسعي خلف أنشطة الآخرين في البيع والشراء بسبب سهولة ورخص هذا الاسلوب مما تسهم في ظهور سلوك القطيع.

3- الموقف من المخاطرة: حينما يعتمد القرار الاستثماري في عقلانية المستثمر في تفسير وفهم البيانات وفي قدرته التحليلية لها تقل احتمالات تعرضه للمخاطرة. ولكن التحيزات الادراكية المتمثلة بالثقة المفرطة والتفاؤل المفرط

وسلوك القطيع تجعل قدرة المستثمر في تفسير المعلومات بشكل صحيح محدودة. وهذا تسهم في زيادة تقبله للمخاطرة أو تعنه من مستثمر متجنب للمخاطرة الى مستثمر باحث عنها دون ادراك منه بأنه يعرض نفسه لمخاطرة اضافية دون تعويض كافي وهنا تكمن خطورة هذه التحيزات.

لذلك ينبغي ان يضع المستثمر في ذهنه بأن المخاطرة لا ترتبط فقط بأسعار وعائدات الاستثمارات ولكن ايضا تكمن في داخل عقل المستثمر. فهي يمكن أن تظهر في طريقة تفسير المستثمر للمعلومات وعندما يضع نفسه في مأزق الاعتقاد بأنه أدكى من الآخرين وكذلك بالاستجابة المبالغلة لتقلبات السوق. وأي معلومات تفسر بشكل خاطئ سوف لن تستخدم بشكل نافع ومن ثم تسيطر عواطف المستثمر في أحكامه.

4- الجانب التطبيقي للدراسة:

#### 1-4 وصف البيانات

حددت البحث مستوى الإجابات في ضوء المتوسطات الحسابية من خلال تحديد انتمائها لأي فئة. ولأن مقياس البحث يعتمد في مقياس ليكرت الثلاثي فإن هنالك ثلاث فئات تنتمي لها المتوسطات الحسابية. وتحدد الفئة من خلال إيجاد طول المدى (3-1=2)، ومن ثم قسمة المدى في عدد الفئات (3) لنحصل في طول الفئة (2/3=0.667). فتكون الفئات كالتالي:

1 - 1.67 منخفض

1.77 - 2.33 متوسط

2.34 - 3 عالي

#### 1-1-4 الثقة المفرطة

تم في هذا التحيز طرح خمسة أسئلة في المستجيبين، إذ طرح في الفقرة (1) والفقرة (4) سؤالين لمعلومات عامة غير مرتبطة بالقرار الاستثماري. الاول منهما عن مدى الثقة بالمعلومات العامة إذ طلب من المستجيبين تحديد مدى لتقدير المسافة بين الارض والقمر<sup>16</sup>. الغرض منها استكشاف الفرق بين مستوى الثقة في الاجابة ومستوى الاجابات الصحيحة. فكان عدد الاجابات الصحيحة 36 اجابة من 107 أي بنسبة 34.5% بينما أشارت الاجابات عن مستوى الثقة لدى العينة 82%. والفقرة (4) تتعلق أيضا بمعلومات عامة عن عاصمة استراليا<sup>17</sup> وكان عدد الاجابات الصحيحة 51 من 107 أي بنسبة 47% بينما مستوى الثقة بالاجابة كان 80.6. ويظهر الفرق بين مستوى الثقة والدقة الحقيقية للاجابة بأن هناك ميل لدى المستجيبين لتحيز الثقة المفرطة في المعلومات العامة. أما سؤال الفقرة (3) فيرتبط بمدى الثقة بالمهارات الشخصية وتشير الاجابة عن هذا السؤال بأن حوالي 83% من المستجيبين يرون بأن مهاراتهم في قيادة السيارات أفضل من معدل السائقين الآخرين. وهذا الجواب لا يمكن حصوله منطقيا لان نسبة من يمتلك مهارة أفي من المعدل ينبغي أن لا تتجاوز الثلث أي 33.4%. ويؤكد ذلك وجود ميل لتحيز الثقة المفرطة للمستجيبين. أما الفقرتين (2) و(5) فكانت عن المهارات الاستثمارية.

ويظهر من الجدول (2) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومعامل الاختلاف ومستوى الاجابات والاهمية النسبية واختبار (t) لفقرات تحيز الثقة المفرطة. إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية لجميع الفقرات كانت افي من الوسط الحسابي الفرضي البالغ (2) وبمستوى اجابة عالي. وقد حصلت الفقرة

<sup>16</sup> تبلغ المسافة الحقيقية بين الارض والقمر 384404 كم.

<sup>17</sup> عاصمة استراليا هي كانبيررا.

(3) في أفي المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.51) ويا انحراف معياري (0.732) ومعامل اختلاف (0.291) وهذا يبين تناسق إجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرة (5) في أدنى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.41) ويا انحراف معياري بلغ (0.789) يبين قلة انسجام إجابات الأفراد عينة البحث وضمن مستوى إجابة عالي أيضا. كما حصلت الفقرة (4) في الاجابات الاقل تشتتا بمعامل اختلاف بلغ (0.254). وبلغت قيم  $t$  المحسوبة للاوساط الحسابية لل فقرات ( 6.28 ، 7.33 ، 7.26 ، 7.07 ، 5.39) في التوالي وجميعها أكبر من قيمة  $t$  الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

أما المعدل العام لتحيز الثقة المفرطة فقد بلغ (2.45) ويا انحراف معياري عام بلغ (0.709) ومعامل اختلاف (0.289) وقد حصل هذا التحيز في مستوى إجابة عالي. وبلغت قيمة  $t$  المحسوبة (6.59) وهي أكبر من قيمة  $t$  الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز الثقة المفرطة وأن المستثمرون يعانون من هذا التحيز وبشكل واضح. ويستدعي ذلك الاهتمام بهذا التحيز باعتباره من التحيزات المهمة التي يعاني منها المستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية وادراك وجود هذا التحيز قد تسهم في التقليل من حدته عند اتخاذ القرار الاستثماري ومن ثم التقليل من المخاطرة التي قد يتعرض لها المستثمرون في الاسواق المالية.

الجدول (2): الاوساط الحسابية والانحرافات وقيم  $t$  لتحيز الثقة المفرطة

الفقرات	1	2	3	مجموع	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	مستوى الاجابة	$t$
الفقرة 1	18	21	68	107	2.47	0.769	0.312	عالي	6.29
الفقرة 2	8	43	56	107	2.45	0.633	0.258	عالي	7.33
الفقرة 3	15	22	70	107	2.51	0.732	0.291	عالي	7.27
الفقرة 4	7	48	52	107	2.42	0.615	0.254	عالي	7.08
الفقرة 5	20	23	64	107	2.41	0.789	0.327	عالي	5.39
الثقة المفرطة	68	157	310	535	2.45	0.709	0.289	عالي	6.6

#### 4-1-2 تحيز سلوك القطيع

طرح في هذا التحيز خمسة أسئلة في المستجيبين، الغرض منها بيان سلوك المستثمرين عند وصول وصول معلومات ترتبط بحجم التداول بسهم معين أو بسعر سهم ما أو بسلوكيات المستثمرين الاخرين لمعرفة استجابة المستثمر لهذه المعلومات وكيف تؤثر في قراره الاستثماري. إذ أن ارتفاع معدلات الاجابة يشير الى ميل لتحيز سلوك القطيع ومحاولة تقليد او محاكاة الاخرين في قراراتهم عند اتخاذ القرار الاستثماري الشخصي. ويظهر من الجدول (3) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومعامل الاختلاف ومستوى الاجابات والاهمية النسبية واختبار  $t$  لفقرات تحيز سلوك القطيع. إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية لجميع الفقرات كانت افي من الوسط الحسابي الفرضي البالغ (2) وبمستوى اجابة من متوسط الى عالي. وقد حصلت الفقرة (6) في أفي المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.44) ويا انحراف معياري (0.703) ومعامل اختلاف (0.288) وهذا يبين تناسق إجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرة (10) في أدنى المتوسطات الحسابية بلغ (2.19) ويا انحراف معياري بلغ (0.770) يبين ضعف انسجام إجابات الأفراد عينة البحث نسبيا وضمن مستوى إجابة متوسط. كما حصلت الفقرة (9) في الاجابات الاقل تشتتا بمعامل اختلاف بلغ (0.273) ومستوى اجابة عالي. وبلغت قيم  $t$  المحسوبة للاوساط الحسابية

للفقرات ( 6.46 ، 6.32 ، 4.66 ، 6.33 ، 2.63 ) في التوالي وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى مغنوية (0.01).

أما المعدل العام لتحيز سلوك القطيع فقد بلغ (2.36) وبانحراف معياري عام بلغ (0.721) ومعامل اختلاف (0.305) وقد حصل هذا التحيز في مستوى إجابة عالي. وبلغت قيمة t المحسوبة (5.17) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد مغنوية النتائج الاحصائية لتحيز سلوك القطيع. ويستدعي ذلك الاهتمام بهذا التحيز باعتباره من التحيزات المهمة التي يعاني منها المستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية والذي يقود الى حدوث حركات غير اعتيادية في أسعار الاسهم متأثرة بسلوك غير عقلاني من قبل المستثمرين الذين يحاولون تقليد سلوكيات الآخرين.

الجدول (3): الاوساط الحسابية والانحرافات وقيم t لتحيز سلوك القطيع

الفقرات	1	2	3	مجموع	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	مستوى الاجابة	t
الفقرة 6	14	33	60	107	2.43	0.715	0.294	عالي	6.22
الفقرة 7	11	39	57	107	2.43	0.674	0.278	عالي	6.59
الفقرة 8	19	32	56	107	2.35	0.766	0.327	عالي	4.67
الفقرة 9	10	44	53	107	2.4	0.657	0.273	عالي	6.33
الفقرة 10	23	40	44	107	2.2	0.77	0.351	متوسط	2.64
سلوك القطيع	77	188	270	535	2.36	0.721	0.305	عالي	5.18

#### 4-1-3 التفاؤل المفرط

طرحت في هذا التحيز ثلاثة أسئلة عن منظورات المستجيبين المستقبلية وتقديراتهم الشخصية عن امكانية تعرضهم لحدث سيء نسبة لآقرانهم. ويظهر من الجدول (4) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومعامل الاختلاف ومستوى الاجابات والاهمية النسبية واختبار t لفقرات تحيز التفاؤل المفرط. إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية لجميع الفقرات كانت افي من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة عالي عدا الفقرة الاخيرة التي نالت مستوى متوسط للاجابة. قد حصلت الفقرة (11) في افي المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.42) وضمن مستوى اجابة عالي وبانحراف معياري (0.659) ومعامل اختلاف (0.272)، في حين حصلت الفقرة (3) في افي المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.32) وبانحراف معياري بلغ (0.723) وضمن مستوى اجابة متوسط. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات ( 6.59 ، 4.66 ، 4.67 ) في التوالي وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى مغنوية (0.01).

أما المعدل العام لتحيز التفاؤل المفرط فقد بلغ (2.36) وبانحراف معياري عام بلغ (0.716) ومعامل اختلاف (0.303) وقد حصل هذا التحيز في مستوى إجابة عالي. وبلغت قيمة t المحسوبة (5.26) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد مغنوية النتائج الاحصائية لتحيز التفاؤل المفرط وأن المستثمرين يميلون لتقدير منظوراتهم المستقبلية بمعدلات افي من آقرانهم.

الجدول (4): الاوساط الحسابية والانحرافات وقيم t لتحيز الثقة المفرطة

الفقرات	1	2	3	مجموع	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	مستوى الاجابة	t
الفقرة 11	10	42	55	107	2.42	0.659	0.272	عالي	6.6
الفقرة 12	19	32	56	107	2.35	0.766	0.327	عالي	4.67
الفقرة 13	16	40	51	107	2.33	0.724	0.311	متوسط	4.66
التفاوت المفرط	45	114	162	321	2.36	0.717	0.303	عالي	5.26

## 4-2 أبعاد اتخاذ القرار

## 4-2-1 حجم التداول

قدمت فقرتين لاختبار رغبة المستجيبين بتكرار التداول. ويظهر من الجدول (5) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومعامل الاختلاف ومستوى الاجابات والاهمية النسبية واختبار t لفقرات مستوى التنوع. إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية لجميع الفقرات كانت افي من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة متوسط الى عالي. فقد حصلت الفقرة (15) في متوسط حسابي بلغ (2.61) وضمن مستوى اجابة عالي وبانحراف معياري (0.624) ومعامل اختلاف (0.239)، ويشير ذلك الى تناسق متوسط لاجابات العينة عن هذه الفقرة. في حين حصلت الفقرة (14) في وسط حسابي بلغ (2.29) وبانحراف معياري بلغ (0.860) يبين مدى انسجام اجابات الأفراد عينة البحث وضمن مستوى اجابة متوسط. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات ( 3.6، 10.2) في التوالي وهي أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

أما المعدل العام لحجم التداول فقد بلغ (2.45) وبانحراف معياري عام بلغ (0.766) ومعامل اختلاف (0.312) وقد حصل هذا البعد في مستوى اجابة عالي. وبلغت قيمة t المحسوبة (6.18) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لبعد حجم التداول وأن المستثمرين يميلون للمبالغة بتكرار التداول وهذا يسبب نقصان كبير في عوائد محافظهم. وهذا ما أثبتته (Barber&Odean,2000) في دراستهم عن علاقة المبالغة بالتداول وعوائد الاسهم. وقد يكون ذلك بسبب الزيادة المفرطة بكلف الصفقات ولكن النتائج بشكل عام تثبت عدم جدوى تكرار التداول لأنه يحقق عائد اقل ومن ثم فان هذا السلوك لا يمكن تفسيره من خلال نظرية المنفعة التقليدية او رشد وعقلانية المستثمر وإنما تفسره المبالغة بثقة الأشخاص بمعلوماتهم عن السوق والأسهم او المبالغة بمقدراتهم الذاتية وقدرتهم في التنبؤ بأحداث السوق. إذ أن التداول وبطريقة مبالغة يقود الى زيادة الاسعار بنمط انفجاري مشكلا فقاعة سعرية تعرض المستثمرين الى مخاطرة كبيرة ناتجة عن تقلب الاسعار خصوصا حينما لا يدرك المستثمرون أن هناك فقاعة تتشكل.

## 4-2-2 مستوى التنوع

قدمت فقرتين لاختبار مستوى تنوع محفظة المستثمرين عينة البحث، الفقرة (16) تسعى لاستكشاف ميل المستثمرين لتنوع المحفظة والفقرة الاخرى هي الفقرة الخامسة من البيانات الشخصية للعينة والتي اهتمت بعدد القطاعات التي يستثمر بها المستجيبين. إذ قسمت مستويات التنوع الى ثلاث فقرات تضمنت الفقرة الاولى التنوع العالي (7-8 قطاعات) أما الفقرة الثانية فكانت ضمن التنوع المتوسط من (4-6) قطاعات والثالثة ضمن التنوع المنخفض من (1-3) قطاع. وتم عكس المقياس بإعطاء التنوع العالي الوزن (1) أي مخاطرة منخفضة والتنوع المتوسط الوزن (2) أي مخاطرة متوسطة والتنوع المنخفض الوزن (3) أي

مخاطرة عالية لان البحث تحاول استكشاف مدى ميل المستجيبين لتحمل المخاطرة. ويظهر من الجدول (5) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومعامل الاختلاف ومستوى الاجابات والاهمية النسبية واختبار  $t$  لفقرات مستوى التنوع. إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية لجميع الفقرات كانت افي من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة عالي. فقد حصلت الفقرة (16) في متوسط حسابي بلغ (2.36) وضمن مستوى اجابة عالي وبانحراف معياري (0.828) ومعامل اختلاف (0.350)، ويشير ذلك الى تناسق متوسط لإجابات العينة عن هذه الفقرة. في حين حصلت الفقرة الخاصة بعدد القطاعات المستثمر بها في صفحة البيانات الشخصية في وسط حسابي بلغ (2.43) وبانحراف معياري بلغ (0.729) يبين مدى انسجام إجابات الأشخاص عينة البحث وضمن مستوى اجابة عالي. وبلغت قيم  $t$  المحسوبة للأوساط الحسابية للفقرات (4.55، 6.23) في التوالي وهي أكبر من قيمة  $t$  الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01). أما المعدل العام للتنوع فقد بلغ (2.40) وبانحراف معياري عام بلغ (0.779) ومعامل اختلاف (0.325) وقد حصل هذا البعد في مستوى اجابة عالي. وبلغت قيمة  $t$  المحسوبة (5.33) وهي أكبر من قيمة  $t$  الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لبعد التنوع وأن المستثمرين لايعملون في تنوع محافظهم بشكل كافي مما يشير الى تعرضهم لمخاطرة أكبر.

#### 4-2-3 الموقف من المخاطرة

قدمت في هذا البعد فقرتين أيضا لاختبار موقف المستجيبين من المخاطرة بشكل عام. الفقرة الاولى تظهر ميل المستثمر للاستثمار في الشركات التي تحقق عائد عالي ومخاطرة عالية. أما الفقرة الثانية فترتبط بميل المستثمرين للاستثمار باسهم الشركات الكبيرة او الصغيرة باعتبار ان الشركات الصغيرة أكثر عرضة للمخاطرة. ويظهر من الجدول (5) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومعامل الاختلاف ومستوى الاجابات والاهمية النسبية واختبار  $t$  لفقرات الموقف من المخاطرة. إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية لجميع الفقرات كانت افي من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة متوسط الى عالي. فقد حصلت الفقرة (17) في متوسط حسابي بلغ (2.39) وضمن مستوى اجابة عالي وبانحراف معياري (0.697) ومعامل اختلاف (0.291)، ويشير ذلك الى تناسق متوسط لاجابات العينة عن هذه الفقرة. في حين حصلت الفقرة (83) في وسط حسابي بلغ (2.15) وبانحراف معياري بلغ (0.786) يبين مدى انسجام إجابات الأشخاص عينة البحث وضمن مستوى اجابة متوسط. وبلغت قيم  $t$  المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرة (18) (5.82) وهي أكبر من قيمة  $t$  الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01). أما الفقرة (83) فقد بلغت قيمة  $t$  المحسوبة لها (1.97) وهي أكبر من قيمة  $t$  الجدولية البالغة (1.67) بمستوى معنوية (0.05). أما المعدل العام للموقف من المخاطرة فقد بلغ (2.27) وبانحراف معياري عام بلغ (0.751) ومعامل اختلاف (0.331) وقد حصل هذا البعد في مستوى اجابة متوسط. وبلغت قيمة  $t$  المحسوبة (3.73) وهي أكبر من قيمة  $t$  الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لبعد الموقف من المخاطرة وأن هناك ميل لسلوك البحث عن المخاطرة لدى المستجيبين.

الجدول (5): الاوساط الحسابية والانحرافات وقيم t للمتغيرات المعتمدة البحث

T	مستوى الاجابة	معامل	انحراف	وسط	مجموع	1	2	3	الفقرات
3.6	متوسط	0.374	0.860	2.29	107	24	20	63	الفقرة 14
10.2	عالي	0.239	0.624	2.61	107	15	30	62	الفقرة 15
6.18	عالي	0.312	0.766	2.45	214	39	50	125	التداول
4.55	عالي	0.35	0.828	2.36	107	28	19	60	الفقرة 16
6.23	عالي	0.299	0.729	2.43	107	8	25	74	تنوع القطاعات
5.33	عالي	0.325	0.779	2.40	214	36	44	134	تنوع المحفظة
5.82	عالي	0.291	0.697	2.39	107	13	39	55	الفقرة 17
1.97	متوسط	0.366	0.786	2.15	107	28	39	40	الفقرة 18
3.73	متوسط	0.331	0.751	2.27	214	41	78	95	الموقف من المخاطرة

## 3-4 إختبار فرضيات البحث

يبين الجدول (6) معاملات تحليل الانحدار لمتغيرات البحث ويظهر من الجدول بأن هنالك تأثير ذو دلالة معنوية عند مستوى (1%) للتحيزات الثلاثة في ابعاد اتخاذ القرار. وقد بلغت قيم معاملات بيتا لتحيز الثقة المفرطة في بعد التداول 0.622 وفي بعد التنوع 0.404 وفي بعد المخاطرة 0.526 مع قيم F المحسوبة التي بلغت (54.3، 18.7، 44.6) في التوالي وهي أكبر من قيمة F الجدولية البالغة 7.08 بمستوى معنوية 0.01 وهذا يشير الى معنوية نماذج الانحدار الثلاثة أي أن تحيز الثقة المفرطة له تأثير معنوي في ابعاد القرار الثلاث. أما معامل التحديد فقد بلغ (0.341، 0.151، 0.299) في التوالي وهذه النتائج تدعم صحة الفرضية الاولى. أي أن الثقة المفرطة بالمعلومات والقدرات التحليلية التي يمتلكها المستثمر تسهم في زيادة المخاطرة التي يتعرض لها من نواحي عديدة منها الإفراط في التداول الذي يسبب انخفاض العائدات ومن ثم تعرضه لمخاطرة التقلبات السريعة الناتجة عن كثرة التداول دو تعويض مقابل في العائدات. فضلا عن تعرضه لمخاطرة ضعف تنوع المحفظة ومن ثم يتعن المستثمر الى باحث عن المخاطرة دون تعويض كافي من العائد وهذا سلوك غير عقلاي ويناقض بديهيات نظرية المنفعة العقلانية.

ويظهر من الجدول (6) أن قيم معاملات بيتا لتحيز سلوك القطيع في بعد التداول بلغت 0.594 وفي بعد التنوع 0.472 وفي بعد المخاطرة 0.559 مع قيم F المحسوبة التي بلغت (35.9، 21.3، 40.1) في التوالي وهي أكبر من قيمة F الجدولية البالغة 7.08 بمستوى معنوية 0.01 وهذا يشير الى معنوية نماذج الانحدار الثلاثة أي أن تحيز سلوك القطيع له تأثير معنوي في ابعاد القرار الثلاث. أما معامل التحديد فقد بلغ (0.207، 0.169، 0.276) في التوالي وهذه النتائج تدعم صحة الفرضية الثانية. بعنى أن سلوك القطيع تسهم في زيادة المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر نتيجة عدم اعتماده في مايمتلك من معلومات شخصية واتباع جموع المستثمرين في حالات البيع والشراء مما تسهم في زيادة التداول وضعف تنوع المحفظة وتحمله مخاطرة اضافية دون تعويض كافي من العائد.

كما يظهر من الجدول (6) أيضا أن قيم معاملات بيتا لتحيز التفاؤل المفرط في بعد التداول بلغت 0.460 وفي بعد التنوع 0.259 وفي بعد المخاطرة 0.393 مع قيم F المحسوبة التي بلغت (27.3، 7.7، 23.6) في التوالي وهي أكبر من قيمة F الجدولية البالغة 7.08 بمستوى معنوية 0.01 وهذا يشير الى معنوية

نماذج الانحدار الثلاثة أي أن تحيز التفاؤل المفرط له تأثير معنوي في ابعاد القرار الثلاث. أما معامل التحديد فقد بلغ. (0.207، 0.069، 0.184) في التوالي وهذه النتائج تدعم صحة الفرضية الثالثة. أي أن التفاؤل المفرط تسهم في زيادة المخاطرة التي يمكن ان يتعرض لها المستثمر نتيجة افراطه في التداول وضعف تنويعه للمحفظة ومن ثم تغير موقفه من المخاطرة الى باحث عن المخاطرة وهو سلوك لا يتطابق مع فرضيات المنفعة التقليدية.

وتشير النتائج أيضا الى أن تأثير الثقة المفرطة وسلوك القطيع والتفاؤل المفرط في قرار التداول اكبر من تأثيرها في ابعاد القرار الاخرى ومن ثم في المستثمرين الاهتمام بفهم وادراك هذه التحيزات عند قرار الشراء والبيع من أجل تقليل تأثيرها في قراره الاستثماري ومن ثم تقليل مخاطرتها عليه.

الجدول (6) إختبار فرضيات البحث

الفرضيات	المسارات الانحدارية	معاملات الانحدار	قيم F	قيمة R2
الفرضية 1	الثقة المفرطة—التداول	0.622	54.3	0.341
	الثقة المفرطة—التنويع	0.404	18.7	0.151
	الثقة المفرطة—المخاطرة	0.526	44.6	0.299
الفرضية 2	سلوك القطيع—التداول	0.594	35.9	0.255
	سلوك القطيع—التنويع	0.472	21.3	0.169
	سلوك القطيع—المخاطرة	0.559	40.1	0.276
الفرضية 3	التفاؤل المفرط—التداول	0.46	27.3	0.207
	التفاؤل المفرط—التنويع	0.259	7.7	0.069
	التفاؤل المفرط—المخاطرة	0.393	23.6	0.184

أما الجدول (7) فيظهر علاقات الارتباط بين التحيزات الثلاثة. إذ بلغت علاقة الارتباط بين الثقة المفرطة وسلوك القطيع 0.434 بمستوى معنوية 0.01 ومع التفاؤل المفرط 0.385 بنفس مستوى المعنوية بينما بلغت قيمة معامل الارتباط بين سلوك القطيع والتفاؤل المفرط 0.471 واحتلت المرتبة الاولى بين علاقات الارتباط. وهذا يدعم فرضية البحث الرابعة. أي أن هذه التحيزات يرتبط احدها بالآخر ايجابيا ومن ثم فإن الحد من احدها تسهم في تقليل أثر التحيزات الاخرى في القرار وهذا يستدعي دراستها مجتمعة ومعرفة العوامل النفسية والاجتماعية المشتركة التي تفقد الى هذه التحيزات للحد من آثارها السلبية في اتخاذ القرار الاستثماري.

الجدول (7) علاقات الارتباط بين متغيرات البحث

الثقة المفرطة	سلوك القطيع	التفاؤل المفرط
الثقة المفرطة	0.434**	0.385**
سلوك القطيع	1	0.471**
التفاؤل المفرط	0.385**	1

تشير العلامة \*\* الى أن معنوية علاقة الارتباط بمستوى 0.01

## 5- الاستنتاجات والتوصيات

## 5-1 الاستنتاجات

1- أظهرت الدراسات عن علم النفس والاجتماع ان القرارات بشكل عام والقرارات المالية خصوصا توجه

وتفيد بعناصر غير مالية تتضمن الخصائص الشخصية للأفراد والمجتمع.

2- أظهرت النتائج الاحصائية أن للثقة المفرطة تأثير معنوي في عملية اتخاذ القرار الاستثماري في

الاسواق المالية. وأن المبالغة بالثقة في تقدير المهارات والمقدرات الشخصية يقود المستثمر الى

- اتخاذ قرارات بخطورة غير مبررة منطقياً ومن ثم اتخاذ قرارات لاعقلانية عند التداول او عند تنويع المحفظة او عند تحديد مستوى المخاطرة المقبول.
- 3- أظهرت النتائج الاحصائية أن للتفاوت المفرط تأثير معنوي في عملية اتخاذ القرار الاستثماري في الاسواق المالية. ومن ثم فإن هذا التحيز تسهم في زيادة ميل المستثمر للاعتماد في الحدس وتجنب التحليل العقلاني المطلوب للاحتتمالات المستقبلية ونتيجة لذلك قد يفرط بالتداول اعتماداً في اعتقاده بأن الاحداث السيئة أبعد عنه نسبة لغيره من المستثمرين.
- 4- أظهرت النتائج الاحصائية أن لسلوك القطيع تأثير معنوي في عملية اتخاذ القرار الاستثماري في الاسواق المالية. ويعني ذلك ميل المستثمرين للتغاضي عن المعلومات الخاصة وعدم منحها الاهمية المطلوبة واتباع السلوك العام للمستثمرين الاخرين مما قد يعرضهم لضعف في تنويع المحفظة وافراط في التداول وميل للبحث عن المخاطرة.
- 5- يبالغ المستثمرون أحياناً في تقدير مهاراتهم وامكاناتهم الشخصية في عملية التنبؤ وأمتلاك المعلومات الملائمة. ومن ثم لا يستفيدوا من المؤشرات الخاصة للاسهم او العامة للسوق ويتخذوا القرارات اعتماداً في هذه المبالغة المفرطة في تقدير المهارات.
- 6- هناك ميل من قبل المستثمرين لتقليد ومحاكاة الآخرين تجنباً لقضايا شخصية مثل مخاطرة السمعة وتجنب الندم في القرارات. مما يقود للعديد من الظواهر السوقية المرتبطة بحدوث الفقاعات والازمات المالية.
- 5-2 التوصيات
- 1- توظيف العلوم النفسية والاجتماعية في القطاعات المالية الاكاديمية والاستثمارية من خلال استخدام المتخصصين بعلم النفس والاجتماع للمساعدة في فهم وتفسير السلوكيات النفسية والاجتماعية للمستثمر في جميع الاقسام والكليات والمجمعات البحثية المتخصصة بالشؤون المالية والاستثمارية.
- 2- فهم وادراك عملية اتخاذ القرار في ضوء ما يعانيه المستثمرين من التحيزات التي قد تؤدي الى الانحراف عن العقلانية أو الامثلية في اتخاذ القرار الاستثماري. من خلال المتابعة المستمرة لسلوك المستثمرين والتحليل المستمر للبيانات المتنوعة مع وضع التحيزات بالاعتبار لتجنب آثارها السيئة.
- 3- دراسة آثار الثقة المفرطة لدى المستثمرين في عملية اتخاذ القرار وتدريبهم في التعامل مع قدرات ومهارات التنبؤ لديهم بطريقة موضوعية دون المبالغة في وضع التقديرات غير المعقولة لهذه المهارات.
- 4- الابتعاد عن التفكير الجمعي قدر الامكان والتحرر من التبعية العمياء لجموع المستثمرين والتخلص من المخاطرة الاضافية التي يسببها عدم الاعتماد في التحليل العلمي للبيانات المتوفرة من خلال استعمال البرامج التدريبية لعمليات تحليل سلوكيات الاسعار وطريقة تعامل المستثمرين مع اتجاهات الاسعار.
- 5- رغم أهمية التفاؤل الا أن المبالغة به قد تجعل المستثمر يتخذ قرارات استثمارية لا تتوافق مع المعلومات التي تتدفق من الاسواق او من المحللين الماليين وهذا يستدعي الاستشارة والاستفادة من الخبراء والمحترفين في الاسواق المالية عن التنبؤات المستقبلية للاسعار والعوائد.

**A. Books**

- 1- Dent, Peter & Patreck, Michael & Xu, Ye, "Real Estate Property Market and Sustainable Behavior", Rout ledge, New York, 2012.
- 2- Field, Andy, "Discovering Statistics Using SPSS", 3rd ed, SAGE Publication Ltd., 2009.
- 3- Hede, Peter, "Financial Decision-Making & Investor Behavior", Bookboon.com, 2012.
- 4- Hirshey, Mark & Nofsinger, John, "Investments :Analysis and Behavior " 2<sup>nd</sup> ed, McGraw – Hill Irwin 2010 .
- 5- Jordan, Bradford D. & Miller, Thomas, "Fundamental of Investment " 4<sup>th</sup> ed, McGraw – Hill Irwin 2008 .
- 6- Klein, W. M., & Weinstein, N. D. "Social comparison and unrealistic optimism about personal risk". In B. Buunk & F. X. Gibbons (Eds.), "Health, coping, and well being: Perspectives from social comparison theory", Mahwah, NJ: Erlbaum, 1997.
- 7- Levy, Haim & Post, thievery "Investment ". Prentice Hall 2005 .
- 8- Mayo, Herbert B., "Introduction to Investment " 10th, South-Western, International Edition, 2011 .
- 9- Pompeian, Michael M. " Behavioral Finance and wealth management " . John Wiley. & Sons', 2006.

**B. Periodicals**

- 10- Abele, Andrea, & Hermer, Petra, "Mood influences on health-related judgments: Appraisal of own health versus appraisal of un-healthy behaviors", European Journal of Social Psychology, Vol. 23, No. 6, 1993.
- 11- Barber, Brad m., and Odean, Terrance. " Boys will be Boys : Gender , Overconfidence and common Stock Investment", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 116, issue 1, 2001.
- 12- Barber, Brad M ., and Odean, Terrance, "Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors", Journal of Finance, Vol. 55, Issue 2, 2000.
- 13- Bracha, Anat & Brown, Donald J., "Active decision making: A theory of optimism bias", Games and Economic Behavior, Vol. 75, No. 1, 2012.
- 14- Brown, Gregory & Cliff, Michael, "Investor Sentiment and Asset Valuation", The Journal of Business, Vol. 78, No.2, 2005.
- 15- Chira, Inga & Adams, Michael & Thornton, Barry, "Behavioral Bias Within the Decision Making Process", Journal of Business & Economics Research, Vol. 6, No.8, 2008.
- 16- Clarke, Roger G. & Statman, Meir, "The DJIA Crossed 652230", Journal of Portfolio Management, Vol. 26, No. 2, 2000.
- 17- Devenow, Andrea & Welch, Ivo. "Rational herding in financial economics", European Economic Review, Vol. 40, No. 3, 1996.
- 18- Gervais, Simon & Odean, Terrance, "Learning to be Overconfidence", The Review of Financial Studies, Vol. 14, No. 1, 2001.
- 19- Helweg-Lasen, Marie & Shepperd, James A., "Do Moderators of the Optimistic Bias Affect Personal or Target Risk Estimates? A Review of the Literature", Personality and Social Psychology Review, Vol. 5, No. 1, 2001.

- 20- Kahnman, D., & Tversky, A., "Prospect Theory: an analysis of Decision Making Under Risk", *Econometrica*, Vol. 47, no. 2, 1979.
- 21- Klar, Yechiel & Medding, Aviva & Sarel, Dan, "Nonunique invulnerability: Singular versus distributional probabilities and unrealistic optimism in comparative risk judgments", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol. 67, No. 2, 1996.
- 22- Lewellen, Wilbur G. & Lease, Ronald c. & Scharfbaum, Gary G., "Pattern of Investment Strategy and Behavior Among Individual Investors", *Journal of Business*, Vol. 50, No. 3, 1977.
- 23- Lin, Huei-Wen, "How Herding Bias could be derived from Individual Investor Types and Risk Tolerance?", *World Academy of Science, Engineering and Technology*, Vol. 66, No. 1, 2012.
- 24- Lovallo. Dan & Kahneman, Daniel, "Delusions of Success. How Optimism Undermines Executive Decisions", *Harvard Business Review*, Vol. 81, No. 7, 2003.
- 25- Lu, Thomas, "Herd Behaviour, Bubbles and Crashes", *The Economic Journal*, Vol. 105, No. 431 1995.
- 26- Odean, Terrance, "Do Investors Trade Too Much", *American Economic Review*, Vol. 89, No. 5, 1998.
- 27- Olsen, Robert A., "Desirability Bias Among Professional Investment Managers", *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol. 10, No. 1, 1997.
- 28- Price, Paul C. & Pentecost, Heather C. & Voth, Rochelle D., "Perceived Event Frequency and the Optimistic Bias: Evidence for a Two-Process Model of Personal Risk Judgment", *Journal of Experimental Social Psychology*, Vol. 38, No. 3, 2002.
- 29- Scheinkman, Jose & Xiong, Wei, "Overconfidence and Speculative Bubbles", *Journal of Political Economy*, Vol. 111, No. 6, 2003.
- 30- Weinstein, Neil D., "Unrealistic Optimism About Future Events" *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 39, No. 5, 1980.

#### C. Internet

- 31- Berg, Nathan, "Finance, Psychology, Economics and the Design of Successful Institutions", *Economic Globalization & The Choise of Asia*, Shanghai Forum, 2005.
- 32- Campenhout, Geert Van & Verhestraeten, Jan-Francies, "Herding Behavior among Financial Analysts: a literature review", *Hub Research Paper 2010/39*, 2010.
- 33- Chandra, Abhijeet, "Decision Making in the Stock Market: Incorporating Psychology with Finance", *MPRA*, <http://mpra.ub.uni.muenchen.de>, 2008 Komulainen, Tuomas, "Currency Crises in Emerging Markets: Capital Flows and Herding Behavior", *Discussion Papers*, No 10, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, 2001.
- 34- Chang, Sheng-Kai, "Herd Behavior, Bubbles and Social Interactions in Financial Markets", *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, 2012.
- 35- Dargham, Nathalie Abi Saleh, "The Implication of Behavioral Finance", *Chargee Densseigment FGM*, 2007.

- 36- Dittrich, Dennis & Guth, Werner & Maciejovsky, "Overconfidence in Investment Decisions- An Experimental Approach", JEL Classification: C910 D800, D840, G110, 2001.
- 37- Elan, Seth, " Behavioral Patterns and Pitfalls of U. S. Investors ", A Report by the Federal Research Division, WWW.Ioc.gov./rr/frd, 2010.
- 38- Farrell, Paul, "Investors are Their Own Worst Enemy", 2003.
- 39- Fuller, Russel J., " Behavioral Finance and Source of Alpha", 2000.
- 40- Healy, Andrew & Offenber, Jennifer, "Overconfidence, Social Groups, and Gender: Evidence from the LAB and Field", JEL Code C90, C93, Lo, J16, April, 2007.
- 41- Garven, James R. & Hilliard, James I., "Optimism Bias and the Demand for Health Insurance", 2013.
- 42- Holden, Karen, "Theories of Human Behavior and Emotions: What They Imply About the Financial Behavior of Vulnerable Populations", Center of Financial Security, CFS, 2010.
- 43- Lutje, Torban & Menkhoff, Lukas, "What Drive Home Bias? Evidence from Fund Managers' Views", Working Paper, University of Hanover, ISSN, 2004.
- 44- Mayraz, Guy, "The optimism bias: experiment and model", University of Melbourne, 2013.
- 45- Montier, James, "Global Equity Strategy", Dresdner Kleinwort, 2002.
- 46- Park, Beum-Jo, " Herd Behavior and Volatility in Financial Markets", 2008.
- 47- Sharot, Tali, "The Optimism Bias", Time News Feed, 2011.
- 48- Survey System, Creative research System, ([www.surveysystem.com](http://www.surveysystem.com)).
- 49- Tversky, Amos, "The Psychology of Risk", Association of Investment Management and Research, 1990.
- 50- Weinberg, Bruce A., "A Model of Overconfidence", Working Paper, Institute for the Study of Labor, www.ECONSTOR.EU, 2009.