



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة كربلاء - كلية الإدارة والاقتصاد
قسم إدارة الأعمال

التحيزات الإدراكية في قرارات المستثمرين في سوق الأسهم

بإطار مدخل المالية السلوكية

(دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)

أطروحة تقدم بها

علي احمد فارس

إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة كربلاء
كجزء من متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة في علوم إدارة الأعمال

بإشراف

الأستاذ المساعد الدكتور

ميثم ربيع الحسناوي

2014 م

1435 هـ

Kerbala University

College of Administration and Economics

Department of Business Administration

**Cognitive Biases of Investors' Decisions in a Stock
Market in the Frame of Behavioral Finance**

Applied Study in Iraqi Stock Exchange

**A Dissertation Submitted By
Ali Ahmed Faris**

***To The Council of the College of Administration and
Economics, Kerbala University, in Partial Fulfillment of the
Requirements for PH.D. Degree in Business Administration
Sciences.***

Under The Supervision

Ass. Prof. Dr. Maythem Rabee AL-hesnawi

2014 AD

1435 AH

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

رَبَّنَا لَا تُؤَاخِزْنَا إِهْ

نَسِينَا أَوْ أَخْطَأْنَا

اللَّهُمَّ إِنَّا نَعُوذُ بِكَ مِنَ الْهَمِّ وَالْحَزَنِ وَالْجُبْنِ وَالْكِبَرِ وَالْجَبْرِ وَالْمُنْهَرَةِ وَالْمُنْهَرَةِ وَالْمُنْهَرَةِ

البقرة .. 286





الأهداء

إلى من كان رضا الله من رضاهم ..

وإبرهم أحب الأعمال إلى الله قرّة عيني وأبي ..

إلى من كانوا يسنداً في السراء والضراء

وتهمى العين رؤيتهم زوجتي وبناتي

(مريم و نرجس وآيات وزهراء)

إلى من لهم مكانة في قلبي وأخوتي وأخواتي

إلى من ساندني دهرًا ولا يزال أخي شوقي

أهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع

الباحث

شكر وتقدير

الحمد لله وحده له الشكر أولاً وأخيراً على نعمه التي لا تعد ولا تحصى ، والحمد لله الذي تجلى للقلوب بالعظمة واحتجب عن الابصار بالعزرة واقتدر على الاشياء بالقدره ، والصلاة والسلام على نبي الهدى محمد وعلى اله وصحبه المنتجبين الاطهار اللهم صل عليهم اجمعين وسلم تسليماً كثيراً .

من واجب العرفان بالجميل اتقدم بالشكر والامتنان الى استاذي الكريم أ. م. د. ميثم مريع هادي لما ابداه من ارشادات وتوجيهات قيمة كان لها الاثر الكبير في اخراج هذا المجهود بهذه الكيفية ، فكان نعم الاخ والأستاذ الذي لم يبخل على الباحث بغزير علمه ، فجزاه الله خير الجزاء وأتمنى له من القلب كل التوفيق ودوام الصحة والعافية ليبقى ذخراً لطالبي العلم والمعرفة . كما أتقدم بالشكر والتقدير إلى الأساتذة الكرام أ. د. عواد كاظم الخالدي عميد كلية الإدارة والاقتصاد والأستاذ الفاضل فؤاد العطار رئيس قسم ادارة الاعمال أ. م. د. مهدي سهر معاون العميد للشؤون العلمية لما أولوه من رعاية وتعاون مع طلبة الدراسات العليا متمنياً لهم التوفيق .

وان واجب العرفان يلي على الباحث ان يتقدم بالشكر والامتنان للسادة مرئيس وأعضاء لجنة المناقشة المحترمين لما تحملوه من عناء المراجعة والتقويم على الرغم من مشاغلهم فجزاهم الله خير الجزاء .

وشكري وتقديري الى الاساتذة المقوم العلمي والمصحح اللغوي والسادة المحكمين لبذلهم الجهد الكبير من أجل اخراج الاطروحة بشكلها النهائي . وشكري وتقديري واعتراي في بالفضل الكبير لأساتذتي الذين تعلمت منهم الكثير أثناء دراستي في مرحلة الكورسات .

وأقدم بالشكر الجزيل والتقدير الكبير الى الاخ م.م. أمير غازي لدعمه المتواصل لي في جميع خطواتي وشكري وتقديري واعتراي الكبير الى الاخات الزميلة نرينب مكي محمود لما قدمته لي من مساعدة ودعم كبيرين في اعداد الاطروحة . وشكري وتقديري الى الاخات هبة لله مصطفى لما قدمته لي من عون ومساندة . كما أخص السيد نايف يونس مطر (أبو طارق) بالشكر والامتنان لما قدمه من عون في توزيع وجمع استمارة الاستبيان والمعلومات الخاصة بسوق العراق للأوراق المالية . وأخيرا اتقدم بشكري الى زملاء الدراسة في قسم ادارة الاعمال ، وهم (احمد كاظم ، قاسم عبد علاج ، بشامر عباس ، نرينب مكي ، ليلي محسن ، علي عبد الحسن) . وخالص شكري وتقديري لكل من وقف بجاني بكلمة او نصيحة او مشورة صادقة ، فلن انسى فضلهم وجزاهم الله عني خيرا الجزاء ووفقهم انه سميع مجيب الدعاء

والله الموفق

الباحث

إقرار الأستاذ المشرف

أشهد أن إعداد هذه الأطروحة الموسومة ب(التحيزات الإدراكية في قرارات المستثمرين في سوق الاسهم بأطار مدخل المالية السلوكية – دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية)، قد جرى تحت إشرافي في كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء وهي جزء من متطلبات نيل درجة الدكتوراه فلسفة في علوم إدارة الأعمال.

التوقيع:

الأستاذ المساعد الدكتور/ ميثم ربيع
الحسناوي

توصية رئيس القسم

بناء على توصية المشرف، ارشح هذه الأطروحة للمناقشة.

التوقيع:

الأستاذ / فؤاد حمودي العطار
رئيس قسم إدارة الأعمال

إقرار لجنة المناقشة

نشهد أننا رئيس وأعضاء لجنة المناقشة قد اطلعنا على الأطروحة الموسومة بـ ((التحيزات الإدراكية في قرارات المستثمرين في سوق الاسهم بأطار مدخل المالية السلوكية – دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية)) وقد ناقشنا الطالب في محتوياتها وفيما له علاقة بها، وقد وجدنا إنها جديرة بالقبول لنيل درجة الدكتوراه بفلسفة إدارة الأعمال بتقدير (امتياز).

عضواً

رئيس اللجنة

الأستاذ المساعد الدكتور

الأستاذ الدكتور

عضواً

عضواً

الأستاذ المساعد الدكتور

الأستاذ المساعد الدكتور

عضواً ومشرفاً

عضواً

الأستاذ المساعد الدكتور

الأستاذ المساعد الدكتور

صادق مجلس كلية الإدارة والاقتصاد على قرار لجنة المناقشة.

إقرار الخبير اللغوي

أشهد أن الاطروحة الموسومة ب((التحيزات الادراكية في قرارات المستثمرين في سوق الاسهم بأطار مدخل المالية السلوكية – دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية)) والتي تقدم بها طالب الدكتوراه "علي احمد فارس" قد تمت مراجعتها من الناحية اللغوية وبذلك أصبحت مؤهلة للمناقشة بقدر تعلق الأمر بسلامة الإسلوب وصحة التعبير .

الخبير اللغوي

المدرس صلاح مهدي جابر

جامعة كربلاء- كلية الإدارة والاقتصاد

المستخلص

هدفت الدراسة الى بيان أثر التحيزات الادراكية في قرارات المستثمرين في الاسواق المالية بأبعاد هذه القرارات من تداول وتنوع في المحفظة وموقف تجاه المخاطرة. وقد استندت الى معضلة نظرية متمثلة باستمرار الجدل الفكري والصراع التنظيري بين مناصري النظريات المالية التقليدية والمدافعين عن نظرية المالية السلوكية، ومشكلة تطبيقية تتعلق بعدم الإهتمام بالتحيزات الادراكية التي يعاني منها المستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية عند اتخاذهم للقرار الاستثماري، وتحاول الدراسة تسليط الضوء على أهم البراهين المثبتة والمفندة لهذه النظريات عبر طرح الأفكار والمرتكزات التي استند إليها كلا الفريقين مع بيان النقاط الفاصلة التي حولت الفكر المالي من المنهج التقليدي المستند على فرضيات السوق الكفاءة والقدرة على المراجعة إلى المنهج السلوكي الذي أضاف المتغيرات السلوكية النفسية والاجتماعية المؤثرة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري إلى النماذج المالية التقليدية من أجل استيعاب والتقويم والتنبؤ بتحركات الأسواق المالية. وقد استخدمت الدراسة اسلوب المسح التحليلي واستهدفت عينة من المستثمرين في سوق العراق للاوراق المالية بلغت (107) كما استخدمت بيانات لعشر من المصارف المسجلة في السوق لاغراض التحليل المالي. واستعانت الدراسة بمجموعة من التحليلات والاختبارات الاحصائية والمالية باستخدام البرامج الاحصائية SPSS و EXCEL. وتوصلت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات أهمها: تؤثر التحيزات الادراكية في ابعاد القرار الاستثماري جميعاً ولكن تأثيرها في بعد ضعف تنوع المحفظة أكبر وأكثر وضوحاً من تأثيرها في أبعاد القرار الاخرى. كما أظهرت نتائج التحليل المالي عدم وجود كفاءة بالشكل نصف القوي لسوق العراق للاوراق المالية وأن هناك حالات عدة من الشذوذ الذي لا يمكن تفسيره بإطار المدخل التقليدي للمالية. وأختتمت الدراسة بمجموعة من التوصيات التي يمكن أن يستفيد منها المستثمرون للتقليل من الآثار السلبية للتحيزات الادراكية.

97-56	المبحث الثالث : الموجهات والتحييزات الادراكية
125-98	المبحث الرابع :الاسواق المالية بين الفقاعات والازمات
151 -126	الفصل الثاني :مراجعة دراسات سابقة ومنهجية الدراسة
140-126	1-2 المبحث الاول :مراجعة دراسات سابقة ومناقشة الجهود المعرفية
134-126	1-1-2 مراجعة دراسات سابقة
140-134	2-1-2 مناقشة الجهود المعرفية
141	2-2 المبحث الثاني : منهجية الدراسة
141	1-2-2 المعضلة الفكرية للدراسة
142	2-2-2 المشكلة الميدانية للدراسة
143	3-2-2 اهمية الدراسة
144	4-2-2 اهداف الدراسة
144	5-2-2 فرضيات الدراسة
145	6-2-2 مجتمع وعينة الدراسة
150	7-2-2 وسائل جمع المعلومات والبيانات
151	8-2-2 وسائل التحليل الاحصائي والمالي
151	9-2-2 تحديات الدراسة الحالية وصعوباتها
237 -152	الفصل الثالث :الجانب التطبيقي للدراسة
163-152	1-3 المبحث الأول: اختبار وتشخيص ووصف أداة قياس الدراسة

152	1-1-3 التوصيف
153	2-1-3 صدق أداة قياس الدراسة
154	3-1-3 اختبار صدق متغيرات الدراسة
163-162	4-2-3 ثبات أداة قياس الدراسة
189-164	2-3 المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة وتحليلها وتفسيرها
172-164	1-2-3 التحيزات المرتبطة بنظرية الاحتمال
185-172	2-2-3 التحيزات المرتبطة بالموجهات
189-186	3-2-3 أبعاد اتخاذ القرار
206 -190	3-3 المبحث الثالث: اختبار الفرضيات
194-190	1-3-3 اختبار فرضيات الارتباط
199-194	2-3-3 اختبار فرضيات التأثير البسيط
206-199	3-3-3 اختبار فرضيات الانحدار المتعدد
237 -207	4-3 المبحث الرابع: اختبار كفاءة السوق
247 -238	الفصل الرابع: الاستنتاجات والتوصيات
242-238	المبحث الأول : الاستنتاجات
247-243	المبحث الثاني : التوصيات
274-248	المصـادر

-	الملاحق
---	---------

قائمة الاشكال

الصفحة	الشكل	ت
7	(1-1): فقاعة الانترنت	.1
9	(2-1): أثر مفاجئات الارباح	.2
10	(3-1): معدلات العائد للمحافظ الامريكية مرتبة حسب احجامها	.3
19	(4-1): الدعائم الاساسية للمالية السلوكية	.4
30	(5-1): دالة القيمة	.5
32	(6-1): دالة الاحتمالية للقيمة	.6
37	(7-1): تمثيل المشكلة 4 كشجرة قرار (الصيغة المعيارية)	.7
37	(8-1): تمثيل المشكلة 10 كشجرة قرار (الصيغة التعاقبية)	.8
40	(9-1): وهم ميلر-لاير	.9
71	(10-1): نظرية التناظر الادراكي	.10
101	(11-1): الهرم الاستثماري	.11
107	(12-1): مؤشر سعر زهرة التوليب بين الاعوام 1637-1636	.12
110	(13-1): رسم بياني يوضح تطور أسعار أسهم شركة الميسيسيبي من عام 1719 إلى انهيارها في 1721	.13

112	(14-1): رسم بياني يوضح تطور أسعار أسهم شركة بحر الجنوب من عام 1719 إلى انهيارها في 1722	.14
114	(15-1): مؤشر داو جونز الصناعي بين الاعوام 1929-1932	.15
116	(16-1): مؤشر الداو جونز بين 1987-1988	.16
122	(17 -1) : النموذج السلوكي لفقاعة الانترنت	.17
171	(1-3): المتوسطات الحسابية لكل تحيز من تحيزات نظرية الاحتمال	.18
185	(2-3): مستوى تحيزات الموجهات حسب المتوسطات الحسابية	.19
189	(3-3): مستوى أبعاد اتخاذ القرار حسب المتوسطات الحسابية	.20
210	(4-3): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف الاستثمار	.21
213	(5-3): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف الائتمان	.22
215	(6-3): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف كردستان	.23
218	(7-3): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف آشور	.24
220	(8-3): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف الخليج	.25
223	(9-3): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف دار السلام	.26
225	(10-3): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف الاقتصاد	.27
228	(11-3): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف المتحد	.28
230	(12-3): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف بابل	.29
232	(13-3): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف بغداد	.30
234	(14-3): معدل العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للمصارف عينة الدراسة	.31

قائمة الجداول

الصفحة	الجدول	ت
18	(1-1) : أهم الفروقات بين المالية السلوكية والمالية التقليدية	.1
24	(2-1) : أهم التحيزات الإدراكية في كتابات المالية السلوكية	.2
33	(3-1) : أثر التأكد	.3
35	(4-1) : أثر الانعكاس	.4
38	(5-1) : أثر العزل	.5
90	(6-1) : الدول الدوري لعائدات الاستثمار	.6
96	(7-1) : آثار الأرساء والتعديل	.7
105	(8-1) : مراحل الفقاعة	.8
118	(9-1) : أسعار العملات لبعض الدول الآسيوية نسبة للدولار	.9
135	(1-2) طبيعة الجهود المعرفية والمراحل الزمنية لهذه الجهود	.10
136	(2-2) توزيع الدراسات حسب المتغيرات	.11
137-136	(3-2) : التحيزات التي تم دراستها في الجهود المعرفية السابقة	.12
138-137	(4-2) مجالات الأفادة من الدراسات السابقة	.13
146	(5-2) الفئات العمرية لعينة الدراسة من المستثمرين	.14
147-146	(6-2) تاريخ العمل الاستثماري لعينة الدراسة من المستثمرين	.15
147	(7-2) حجم المحفظة الاستثمارية لعينة الدراسة من المستثمرين	.16

148	(8-2) نوع الاستثمارات لعينة الدراسة	.17
149	(9-2): حجم التداول عام 2012 للقطاعات والمصارف مقاس بعدد الاسهم المتداولة	.18
150-149	(10-2) اسماء المصارف التي استخدمت كعينة للدراسة وتواريخ اعلان الارباح لها	.19
152	(1-3) الترميز والتوصيف	.20
155	(2-3) اختبار (KMO) و(Bartlett) لمؤشرات تحيزات نظرية الاحتمال	.21
155	(3-3) نتائج التحليل العملي لمقياس مؤشرات تحيزات نظرية الاحتمال	.22
157	(4-3) الجذور الكامنة والتباينات لتحيزات نظرية الاحتمال	.23
157	(5-3) اختبار (KMO) و(Bartlett) لمؤشرات تحيزات الموجهات	.24
158	(6-3) نتائج التحليل العملي لمقياس مؤشرات تحيزات الموجهات	.25
160	(7-3) الجذور الكامنة والتباينات لتحيزات الموجهات	.26
161	(8-3) اختبار (KMO) و(Bartlett) لمؤشرات تحيزات نظرية الاحتمال	.27
161	(9-3) نتائج التحليل العملي لمقياس أبعاد إتخاذ القرار	.28
162	(10-3) الجذور الكامنة لأبعاد إتخاذ القرار	.29
162	(11-3) معاملات الثبات لأداة قياس الدراسة	.30
165	(12-3) وصف فقرات تحيز المحاسبة الذهنية	.31
166	(13-3) وصف فقرات تحيز التأطير	.32
167	(14-3) وصف فقرات تحيز تجنب الخسارة	.33
168	(15-3) وصف فقرات تحيز الوضع الراهن	.34

168	(16-3) وصف فقرات تحيز الامتلاك	.35
169	(17-3) وصف فقرات تحيز تجنب الندم	.36
170	(18-3) وصف فقرات تحيز تجنب الغموض	.37
171-170	(19-3) الاهمية النسبية لتحيزات نظرية الاحتمال	.38
173	(20-3) وصف فقرات تحيز الثقة المفرطة	.39
174	(21-3) وصف فقرات تحيز سلوك القطيع	.40
175	(22-3) وصف فقرات تحيز التمثيلية	.41
176	(23-3) وصف فقرات تحيز المتاحية	.42
177	(24-3) وصف فقرات تحيز الاعزء الذاتي	.43
178	(25-3) وصف فقرات تحيز الارساء والتعديل	.44
178	(26-3) وصف فقرات تحيز المحافظة	.45
179	(27-3) وصف فقرات تحيز الحداثة	.46
180	(28-3) وصف فقرات تحيز الادراك المتأخر	.47
181	(29-3) وصف فقرات تحيز التثبيت	.48
181	(30-3) وصف فقرات تحيز التفاؤل المفرط	.49
182	(31-3) وصف فقرات تحيز التنافر الادراكي	.50
183	(32-3) وصف فقرات تحيز وهم السيطرة	.51
184	(33-3) وصف فقرات تحيز السيطرة الذاتية	.52

185-184	(34-3) الأهمية النسبية لتحيزات الموجهات	.53
186	(35-3) وصف فقرات مستوى التنوع	.54
187	(36-3) وصف فقرات حجم التداول	.55
188	(37-3) وصف فقرات الموقف من المخاطرة	.56
189-188	(38-3) الأهمية النسبية لإبعاد اتخاذ القرار	.57
191	(39-3) : مصفوفة معاملات الارتباط بين تحيزات نظرية الاحتمال وأبعاد اتخاذ القرار	.58
194-193	(40-3): مصفوفة معاملات الارتباط بين تحيزات الموجهات وأبعاد اتخاذ القرار	.59
196	(41-3) : ملخص معادلات الانحدار وقيم (R^2) و قيمة F المحسوبة للفرضية بسة الثالثة	.60
199-198	(42-3): ملخص قيم معادلات الانحدار و (R^2) و قيمة F للفرضية الرئيسية الرابعة	.61
201-200	(43-3): ملخص قيم معاملات الانحدار المتعدد و (R^2) و قيمة F للفرضية الرئيسية الخامسة	.62
203-202	(44-3): ملخص قيم معاملات الانحدار المتعدد و (R^2) و قيمة F للفرضية بسة السادسة	.63
206-204	(45-3): ملخص قيم معاملات الانحدار المتعدد و (R^2) و قيمة F للفرضية الرئيسية السابعة	.64
207	(46-3): الأرباح السنوية للمصارف عينة الدراسة للاعوام 2011 و 2012	.65
210-209	(47-3): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف الاستثمار وعائد السوق والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم	.66
212-211	(48-3): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف الائتمان وعائد السوق والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم	.67

215-214	(3-49): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف كردستان وعائد السوق والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم	.68
217-216	(3-50): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف آشور وعائد السوق والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم	.69
220-219	(3-51): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف الخليج وعائد السوق والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم	.70
222-221	(3-52): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف دار السلام وعائد السوق والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم	.71
225-225	(3-53): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف الاقتصاد وعائد السوق والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم	.72
227-226	(3-54): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف المتحد وعائد السوق والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم	.73
230-229	(3-55): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف بابل وعائد السوق والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم	.74
232-231	(3-56): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف بغداد وعائد السوق والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم	.75
234-233	(3-57): معدلات العائد غير العادي والمتراكم للمصارف عينة الدراسة	.76
235	(3-58): العائد والمخاطرة الكلية والنظامية وغير النظامية وحجم المصارف	.77
237-236	(3-59): علاقات الارتباط بين العائد والمخاطرة والحجم	.78

المقدمة

ان الهدف الرئيسي للاستثمار هو تحقيق العائد بضوء تفضيلات المخاطرة. وقد استند الاستثمار لسنوات عديدة على الأداء والتنبؤ وتوقيت السوق وغيرها من المبادئ. ومع هذه العناصر كانت هناك فجوة كبيرة بين العوائد التي يمكن تحقيقها والعوائد المستلمة فعلاً وهذا قاد المستثمرين والمحللين الى البحث عن أسباب ذلك. وقد وجدوا غالباً ان هناك أخطاء أساسية في عملية اتخاذ القرار، بمعنى انهم كانوا يتخذون قرارات غير عقلانية. وفي خضم هذه الأفكار تأكدوا من حاجتهم لرؤية وفهم أفضل للعناصر المرتبطة بالطبيعة البشرية المساهمة والمؤثرة في عملية اتخاذ القرار .

منذ الارتفاع الكبير في أسعار الأسهم في أواخر التسعينيات وما لحقه من انفجار في فقاعة التكنولوجيا أصبح فهم المستثمر غير الرشيد من أهم أولويات محلي ومستشاري الأسواق المالية، وقد كانت بواكر الانطلاقات الفكرية لمدخل المالية السلوكية في دراسات (Kahneman&Tversky,1979) في نهاية السبعينات عندما قدموا نظريتهم التي تدعى نظرية الاحتمال(Prospect Theory) كإطار تحليلي لعملية اتخاذ القرار في حالات عدم التأكد .

ولكن الانطلاقة الفكرية والتطبيقية الكبيرة لهذا المدخل كانت في نهاية التسعينيات عبر كتابات (Thaler , 1995 وShleifer, 1997 وShiller,1999 وBarberis,2000 وBarber&Odean,2004) وغيرها من الدراسات التي حاولت شرح الظواهر النفسية والاجتماعية التي تؤثر على عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية.

لقد ساهمت في ظهور وتطور مدخل المالية السلوكية مجموعة من العوامل أهمها تكرار ظهور الحالات الشاذة في أسواق الأسهم مثل الفقاعات أو الأزمات المتتالية والتي تبتعد قليلاً أو كثيراً بسلوكها العام عن الافتراضات الأساسية للمالية التقليدية التي حاولت تفسير وتحليل الأسواق المالية من منظور عقلانية المستثمر وقدرة عمليات المراجعة على تثبيت الأسعار العادلة للموجودات المالية .

لذلك ظهرت المالية السلوكية استجابة (بشكل جزئي على الأقل) للصعوبات التي تواجه النموذج التقليدي . بمعنى أوسع ، هناك مجموعة من الظواهر يمكن فهمها بشكل أفضل باستخدام نماذج تفترض عدم عقلانية بعض المشاركين في السوق . وهذا يحدث بالتحديد عند تخفيف واحد أو كلا العقيدتين المرتبطتين بعقلانية المستثمرين . ففي بعض نماذج المالية السلوكية قد يفشل المشاركون في السوق في تحديث اعتقاداتهم وتوقعاتهم بشكل صحيح عند استلام معلومات جديدة. وأحياناً يضع المشاركون خيارات هي محل شك في أحسن الأحوال .

وقد قدمت المالية السلوكية مبادئ أساسيين لم تأخذها المالية التقليدية بالحسبان هما علم النفس وحدود المراجعة. فقد حاول علم النفس شرح وتفسير مجموعة الأخطاء والتحيزات الإدراكية التي يعاني منها المستثمر عند اتخاذ القرار الاستثماري وقدم هذا العلم الكثير من أنواع التحيزات التي يميل لها الأفراد عند تشكيل الاعتقادات وصياغة التوقعات والتفضيلات الخاصة بهم.

أما حدود المراجعة فقد جاءت رداً على افتراض إن أسعار الأوراق المالية تساوي القيمة الأساسية لهذه الأوراق والمساوية لمجموع التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة المخصومة بحيث يستطيع المستثمر معالجة كل المعلومات الجديدة المتوفرة وعلى افتراض أن معدل الخصم يتوافق مع معدل المقياس المقبول. وحسب

هذه الافتراضات تكون الأسعار صحيحة ولا توجد فرصة لتحقيق عوائد إضافية معدلة بالمخاطرة ولا عوائد أكبر من العائد الذي يبرر مستوى المخاطرة المحدد . ولكن المالية السلوكية ترى بان بعض خصائص أسعار الموجودات تنحرف عن القيم الأساسية وهذا الانحراف يأتي بسبب وجود متداولون ليسوا عقلاء بالشكل الكامل .

تحاول هذه الدراسة الغوص في أعماق النفس البشرية للمستثمرين في أسواق الأسهم لاستكشاف النوازع الذاتية والعواطف والمشاعر والعناصر النفسية التي تؤثر على قرارات المستثمرين في أسواق الأسهم وتجعلهم لا يتخذون القرار العقلاني الأمثل.

وسيتم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول وكالاتي:

الفصل الأول - يتم عبره عرض البناءات والمفاهيم النظرية للتحيزات الإدراكية وسيقسم إلى أربعة مباحث يهتم الأول بتقديم لمحة تاريخية عن تطور مدخل المالية السلوكية مفاهيميا وفلسفيا وتطبيقيا. أما المبحث الثاني فيهتم بالتحيزات المرتبطة بنظرية الاحتمال ويهتم المبحث الثالث بالتحيزات المرتبطة بالموجهات السلوكية وفي المبحث الرابع يتم عرض أهم مقومات اتخاذ القرار الاستثماري في أسواق الاسهم مع عرض لاهم الفقاعات والازمات العالمية التي لم تستطع المالية التقليدية تفسيرها ضمن افتراضاتها الموضوعية.

الفصل الثاني – يتكون هذا الفصل من مبحثين يهتم الأول بعرض مجموعة من الدراسات السابقة المرتبطة بالدراسة الحالية والتي استفادت منها هذه الدراسة وخصص المبحث الثاني لعرض منهجية الدراسة ووصف العينة المستخدمة والاساليب الاحصائية والمالية التي تم استخدامها في الدراسة.

الفصل الثالث – يتكون هذا الفصل من أربعة مباحث يتم في الاول اختبار وتشخيص ووصف أداة قياس الدراسة أما المبحث الثاني فيعرض نتائج الدراسة وتحليلها وتفسيرها ووصف وتحليل أهم النتائج المرتبطة بالاستبيان الخاص بعينة الدراسة . ويقدم المبحث الثالث اختبار فرضيات الدراسة. واخيرا في المبحث الرابع تعرض الدراسة مجموعة اختبارات لكفاءة سوق العراق للاوراق المالية.

الفصل الرابع – يتم في هذا الفصل تقديم أهم الاستنتاجات التي توصلت لها الدراسة في مبحثه الأول، أما المبحث الثاني فيقدم مجموعة من التوصيات التي استندت في محتواها على ما توصلت له الدراسة من استنتاجات نظرية وعملية.

الفصل الأول

الاطار النظري العام لدراسة الموضوع

المبحث الأول : تطور مفهوم المالية السلوكية

المبحث الثاني : نظرية الاحتمال والتحيزات المرتبطة بها

المبحث الثالث : الموجمات والتحيزات الادراكية

المبحث الرابع : الاسواق المالية بين الفقاعات والازمات

1- المبحث الاول : تطور مفهوم المالية السلوكية

1-1 المالية التقليدية

مر مفهوم المالية بعملية تطور سريعة عبر سنوات القرن الماضي وقد تطورت المالية الأكاديمية لتبتعد كثيرا اليوم عن الأيام التي كانت تعد بها نظرية الأسواق الكفوءة مبرهنة لا تقبل الشك. إذ تستخدم المالية التقليدية نماذج تفترض أن المشتركين بالسوق عقلاء أي أنهم يعالجون المعلومات الملائمة بشكل كفوء وغير منحاز وان قراراتهم متوافقة مع تعظيم المنفعة. وأغلب النظريات الاقتصادية والمالية استندت على فكرة أن الأشخاص يتصرفون بشكل عقلاني ويهتمون بكل المعلومات المتوفرة في عملية صنع القرار (Thomaidis,2004:2).

لقد كان أساس التحليل التقليدي للأسواق المالية عبر نظرية المحفظة (Markowitz,1952:77-91) ومبادئ المراجعة (Modigliani&Miller,1958:261-294) ونموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (Sharp,1964:425-442) و (Lintner,1965:13-37) وفرضيات السوق الكفوءة (Fama,1970:383-417) ونظرية تسعير الخيارات (Black&Scholes,1973:637-654). وحسب هذه المداخل القياسية فإن القيمة السوقية للأسهم يجب أن تساوي القيمة الأساسية (الحقيقية) بشكل عام وان الأسواق المالية تستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة، والمالية التقليدية بهذا المعنى مقنعة لأنها تستخدم أقل ما يمكن من الأدوات لبناء نظرية موحدة تحاول الإجابة عن كل الأسئلة المتعلقة بالمالية. وهناك مبدآن أساسيان للنظرية التقليدية للمالية وهما عقلانية المشتركين بالسوق وكفاءة الأسواق، والعقلانية التامة في السلوك تعني أمرين: الاول تحديث المعلومات بشكل صحيح عند استلام أي معلومات جديدة والآخر اتخاذ خيارات مقبولة معياريا ومتوافقة مع فكرة المنفعة المتوقعة، أما فرضية السوق الكفوءة EMH فتعني بان كل المعلومات الملائمة تنعكس في الأسعار بوقت واحد وبشكل تام (Barberis&Thaler,2003:1053).

ان اغلب النظريات في الكتابات المالية والاقتصادية التقليدية تفترض ان المستثمرين يتخذون قرارات رشيدة، على سبيل المثال مخاطرة عالية عائد عال – مخاطرة منخفضة عائد منخفض وهي بذلك تسعى لتعظيم العائدات المتوقعة (Siegel,2008:322). وبشكل عام تشترك أغلب النظريات المالية التقليدية بمجموعة من الافتراضات أهمها (Gitman,2009:232):

- المستثمرون جميعا يحلون الاوراق المالية بالطريقة نفسها ويتشاركون بالنظرة الاقتصادية نفسها اي ان لهم تخمينات متطابقة وتوقعات متجانسة.
- جميع الأشخاص عقلاء ويعظمون المنفعة المتوقعة، بمعنى أنهم يفضلون العائد العالي والمخاطرة المنخفضة.
- كفاءة السوق، تعنى توفر المعلومات بشكل كامل لجميع المستثمرين ومن المصادر نفسها.

1-1-1 نظرية المحفظة الكفوءة

لقد أحدث (Markowitz,1952:77-91) ثورة في طريقة عمل الاسواق المالية بنظرية المحفظة ومضامين هذه المعرفة كانت لاجل تصميم وتنويع المحافظ الاستثمارية (Curtis,2004:16). وتعني نظرية المحفظة الحديثة تعظيم العائدات من خلال توليفة من الاوراق المالية المختلفة وقد اعتمدت على مجموعة من الافتراضات أهمها :

- تدفق المعلومات في الاسواق أمثل ومجاني.
- الاسواق تامة وتمتص كل المعلومات بسرعة.
- مخاطرة الموجود المالي داخل المحفظة ينظر اليه في سياق مخاطرة السوق او مخاطرة المحفظة وليس بشكل منفصل.

2-1-1 مبادئ المراجعة

المراجعة أساس للكثير من النظريات المالية التقليدية منها نظرية هيكل رأس المال ونموذج تسعير الموجودات ونموذج بلاك وشولز لتسعير الخيارات (Buraschi,etal,2012:3). فقد أظهر (Modigliani&Miller,1958:261-294) أنه إذا استطاعت الشركة أن تغير قيمتها السوقية من خلال عمليات مالية صرفة مثل تعديل نسبة الدين/الملكية فإن حملة الأسهم والسندات من الأشخاص يمكن أن يقوموا بصفقات محفظة مناظرة تحقق ارباح مراجعة صرفة. فإذا كان السوق كفوء لازالة أرباح المراجعة للمساهمين الأشخاص فأنها ستزيل أرباح المراجعة للشركات كذلك (Varian,1987:56).

3-1-1 نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية

قدم (Sharp,1964:425-442) نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM الذي يستخدم لتقدير كلفة التمويل الممتلك للمؤسسات التي تتداول أسهمها في البورصات، إذ يربط هذا النموذج بين مخاطرة السوق مقياسة بالبيتا والعائدات المطلوبة من قبل المساهمين (Harms,2000:66) ، وذلك من خلال جمع سعر الفائدة الخالي من المخاطرة مع علاوة المخاطرة للاسهم والتي تعكس مخاطرة السوق غير القابلة للتنويع (Koch& MacDonald,2010:431) وأهم افتراضات هذا النموذج (Hillier& Grinblatt,2012:140) :

- يهتم المستثمرون فقط بالوسط الحسابي والتباين للعائدات.
- الاسواق خالية من الاحتكاكات frictionless
- للمستثمرين معتقدات متجانسة، اي أن جميعهم يصلون للاستنتاجات عن الوسط الحسابي والانحراف المعياري نفسها لجميع المحافظ الممكنة.

وهذا الافتراض الثالث يعني ان المستثمرين لن يحاولوا التصرف بذكاء على حساب الآخرين ولن يستطيعوا التفوق على السوق (تحقيق عائدات غير اعتيادية) من خلال ادارتهم الفاعلة لمحافظهم.

4-1-1 نموذج تسعير الخيارات

تقدم صيغة (Black&Scholes,1973:637-654) أسعار تتلاشى فيها المراجعة no-arbitrage لخيارات الشراء الاوربية والامريكية على الاوراق المالية الاساسية التي لا تدفع مقسوم ارباح (Hillier&Grinblatt,2012:257). واهم افتراضاته :
(Gangadhar&Babu,2006:453):

- ليس هناك كلف صفقات ولا ضرائب.
- ليس هناك مقسوم ارباح على الاسهم.
- ثبات اسعار الفائدة وعدم وجود أي عوائق على عمليات السوق.

5-1-1 فرضية السوق الكفوءة

لعل من اهم النظريات المرتبطة بالمالية السلوكية هي فرضية السوق الكفوءة (Fama,1970:383-417)، وهي السوق التي تحتوي على عدد كبير من المتنافسين العقلاء والذين يسعون لتعظيم أرباحهم ويحاولون التنبؤ بالقيم السوقية المستقبلية للأوراق المالية، إذ أن المعلومات الحالية المهمة متوفرة مجاناً لجميع المساهمين. وتشير السوق الرأسمالية الكفوءة الى الكفاءة المعلوماتية فهي السوق التي تعكس أسعارها كل المعلومات المتوفرة (Dent,etal,2012:83).

لقد ظلت فرضية السوق الكفوءة EMH نموذج مالي رئيس لأكثر من 40 سنة إذ افترض (Fama,1970:384) بان الأسواق المالية في العالم الفعلي كفوءة. ومن هنا قال انه من المستحيل على نظام التداول المعتمد على المعلومات الحالية المتوفرة ان يحقق عائدات فائضة أو غير عادية بشكل دائم.

ان فرضية السوق الكفوءة EMH أصبحت مثيرة في السبعينات وأصبحت جامعة شيكاغو وهي مصدر EMH المركز العالمي للمالية الأكاديمية والأساس النظري لها استند على ثلاثة افتراضات رئيسة هي:

- المستثمرون عقلاء وقيّمون الأوراق المالية بشكل عقلائي.
- في حالة وجود عدد من المستثمرين غير العقلاء فان تداولهم يكون عشوائي وبلغى احده الاخر دون تأثير في الأسعار.
- المراجعون العقلاء يزيلوا آثار المستثمرين غير العقلاء من السوق.

في الحقيقة ان فرضية السوق الكفوءة لم تعتمد بشكل مطلق على العقلانية لوحدها لانها لا تقترض ان جميع المستثمرين عقلاء ولكنها تقترض ان السوق يسير بشكل عقلائي وهي ايضا لاتفترض امكانية استشراف المستقبل من خلال الأسواق ولكنها تقترض ان الأسواق تضع تنبؤات غير منحازة للمستقبل مما أعطى للنظرية الكثير من المصداقية (Ritter,2003:2). وحسب فرضية السوق الكفوءة فأن أي أخبار جديدة عن الورقة المالية يجب أن تنعكس بالسعر

بشكل تام وفوري ولا ينبغي أن تتحرك الأسعار ما لم تكن هناك معلومات جديدة عن الشركة، وان سعر الورقة المالية ينبغي ان يساوي بالضبط قيمتها الحقيقية وهذا يعني عدم الاستجابة عند عدم وجود معلومات جديدة (Shleifer, 2000:5).

وقد تم التمييز بين ثلاثة أشكال من كفاءة الأسواق (Konstantinidis,etal,2012:17)

- **الشكل الضعيف:** وفيه فأن جميع معلومات اسعار وعائدات السوق السابقة وغيرها من المعلومات تكون متجسدة بشكل تام في الأسعار (Ricciardi,2004:27) وهذا يجعل من المستحيل تحقيق أرباح غير عادية معدلة بالمخاطرة اعتمادا على البيانات التاريخية مما يجعل التحليل الفني غير مفيد.
- **الشكل نصف القوي:** وفيه تعكس الأسعار كل المعلومات العامة المتوفرة بضمنها معلومات الكشوفات المحاسبية المعلنة وجميع المعلومات التاريخية (Burton&Shah,2013:4) مما يجعل التحليل الأساس غير مفيد.
- **الشكل القوي:** ويعني ليس هناك مستثمر يستطيع تحقيق عائدات غير عادية باستخدام جميع المعلومات العامة و/ او الخاصة (Copeland,etal,2005:355)، وهذا يعني انه حتى المعلومات السرية الخاصة لن تساعد المستثمر على تحقيق عائدات غير عادية.

اكثر التقييمات اعتمدت على الشكل الضعيف وشبه القوي من الكفاءة لانه يصعب قبول الشكل القوي فهناك أدلة على أن المطلعين insiders يحققون عادة إرباحا غير عادية حتى لو تداولوا بشكل قانوني. (Thomaidis,2004:30).

لقد استمرت سيطرة هذه النظرية على المالية لعقود طويلة حتى ظهرت مجموعة من التحديات التي عجزت عن تقديم تفسير واضح لها والفقرة التالية سنقدم أهم التحديات التي ساهمت في هز أركان النظريات المالية التقليدية بشكل عام وفرضيات السوق الكفوء بالخصوص.

2-1 التحديات لكفاءة الاسواق

رغم ان هذه النماذج كانت ثورة في دراسة المالية الا انها تركت العديد من الفجوات دون أجوبة، فالمالية التقليدية لعبت دورا محدودا جدا في شرح قضايا كثيرة اهمها الحالات الشاذة في اسواق الأسهم والألغاز المحيرة للقيمة. ان الارتفاع الكبير في أسهم الشركات الامريكية وفي قطاع التكنولوجيا بالخصوص في اواخر التسعينات هز العديد من المعتقدات عن الاسواق المالية الكفوءة وسحب العديد منهم الى منظور المالية السلوكية (Barberis&Thaler,2002:246) فالنموذج التقليدي بإدعائه ان المستثمرين ليسوا عاطفيين، وغالبا ما يقوموا بإرجاع أسعار السوق الرأسمالي إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة لا يبدو انه يقدم أفكار تامة (مثلئ) عن هذه الحالات الشاذة في تسعير الموجودات (Baker&Wurgler,2007:129).

ان كل من المالية التقليدية المعاصرة والسلوكية لها مضامين مختلفة لتسعير الموجودات والعلاقة بين العائد والمخاطرة اذ ان البحوث الحالية في الاقتصاديات المالية ناقضت فكرة كفاءة السوق وحددت أثر التحيزات النفسية على سلوك المستثمر وعلى أسعار الموجودات

(Paudel&Laux,2010:99). وقد قدم (Shefrin, 2002:85) دليلا نظريا وتجريبيا لدعم حقيقة ان CAPM و EMH وغيرها من النظريات المالية التقليدية عملت بشكل جيد في التنبؤ وفي شرح الأحداث الأكيدة ولكن الأكاديميين بدعوا على كل حال بإيجاد حالات شاذة وسلوكيات لا يمكن ان تقرها النظريات مثل فقاعة الانترنت في نهاية القرن الماضي وبداية هذا القرن (Ross, etal,2008:371).



شكل (1-1): فقاعة الانترنت

Source : Ross, Stephan A. & Westerfield, Randolph W.& Jaff, Jeffrey, "Corporate Finance", 9th, McGraw Hill, 2010, P:451.

ولعل اشهر مثالين على الحالات الشاذة اثر كانون الثاني (الشهر الاول من السنة)، (Rozeff&Rinny,1976:382)، ولعنة الرابع (Thaler,1988:193)، وسيتم شرح هاتين الحالتين لاحقا.

أن أثر اللارشذ او اللاعقلانية التي يتصف بها الأشخاص عند اتخاذ القرارات المعقدة ينقسم الى صنفين (Bodie,etal,2009:385):

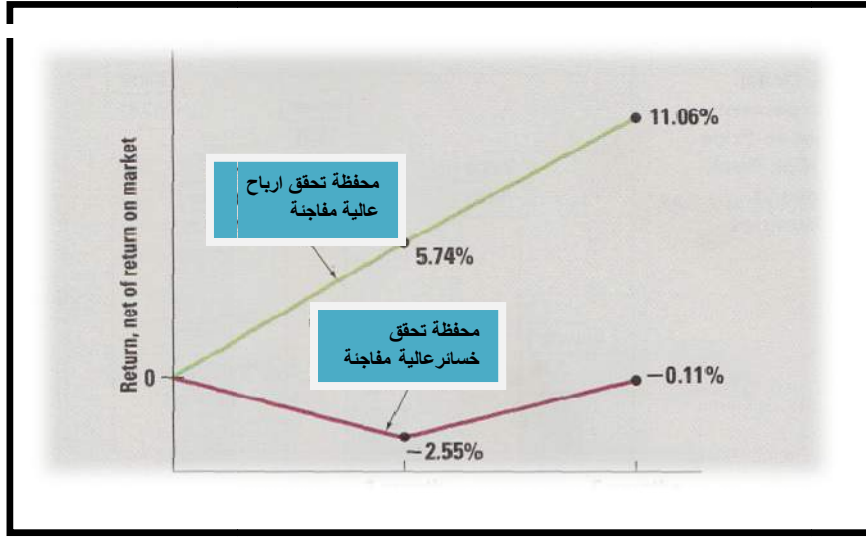
- ✓ ان المستثمرين لا يعالجون دائما المعلومات بشكل صحيح، ولذلك هم يستنتجون توزيعات احتمالية غير صحيحة عن معدلات العائد المستقبلية.
- ✓ حتى لو تم الحصول على التوزيع الاحتمالي للعائدات، غالبا ما يتخذ المستثمرون قرارات متضاربة (غير مثلى) وبشكل متكرر.

وهذا ما حث الأكاديميون للنظر في علم النفس الإدراكي لحساب سلوك المستثمر غير العقلاني وغير المنطق. فالحالات الشاذة في الأسواق المالية تعبر عن نتائج تجريبية تناقض فرضيات السوق الكفوء وتحتاج الى تفسيرات محددة. ومن أهم التحديات لكفاءة الأسواق المالية:

1-2-1 مفاجئات الارباح

لقد أظهرت البحوث الاخيرة بأن أسعار الاسهم قد تستجيب لاخبار الاعلانات عن الارباح وان اخطاء التسعير هذه تصحح ولكن بشكل بطيء (DeBont&Thaler,1987:557). فحينما تعلن الشركة عن انخفاض كبير في الارباح مثلا سيتطرف سعر السهم بالانخفاض ولكن بعد هذا الانخفاض الاولي الكبير سيرتفع الى مستويات تقترب من المستويات الطبيعية خلال الاسابيع القليلة اللاحقة (Mishkin&Eakins,2012:165). وهذا يخالف فرضية السوق الكفوءة لان المستثمر ممكن ان يحقق عائدات عالية غير عادية من خلال شراء الاسهم مباشرة بعد اعلان الارباح السيئة ثم يبيع هذه الاسهم بعد عدة اسابيع حينما ترتفع لتعود الى مستوياتها الطبيعية.

فإذا كانت الأسواق كفوءة يجب توقع مشاهدة استجابة ايجابية (سلبية) للاخبار الجيدة (السيئة) وبشكل كامل وسريع بمجرد الاعلان عن الحدث لان السوق الكفوءة يجب ان تستجيب بشكل تام للمعلومات الملائمة مباشرة بعد الاعلان عن الحدث (Ackert&Deaves,2010:61). المنطق السليم يقترح ان الأسعار يجب ان ترتفع حينما تسجل الإيرادات أعلى من المتوقع، وإذا حدث العكس يجب أن تنخفض الأسعار. وكفاءة السوق تعني ان الأسعار يجب أن تعدل مباشرة بعد الإعلان عن الارباح، ولكن المالية السلوكية قدمت نموذج آخر، إذ ترى أن الأسعار تعدل بشكل بطيء وليس بعد الإعلان مباشرة عن الارباح وأن المحفظة التي لها مفاجئات إيجابية تؤدي أفضل من التي لها مفاجئات سلبية خلال مدة شهر أو ستة أشهر كما يظهر في الشكل (1-2) (Ross, etal,2008:387).



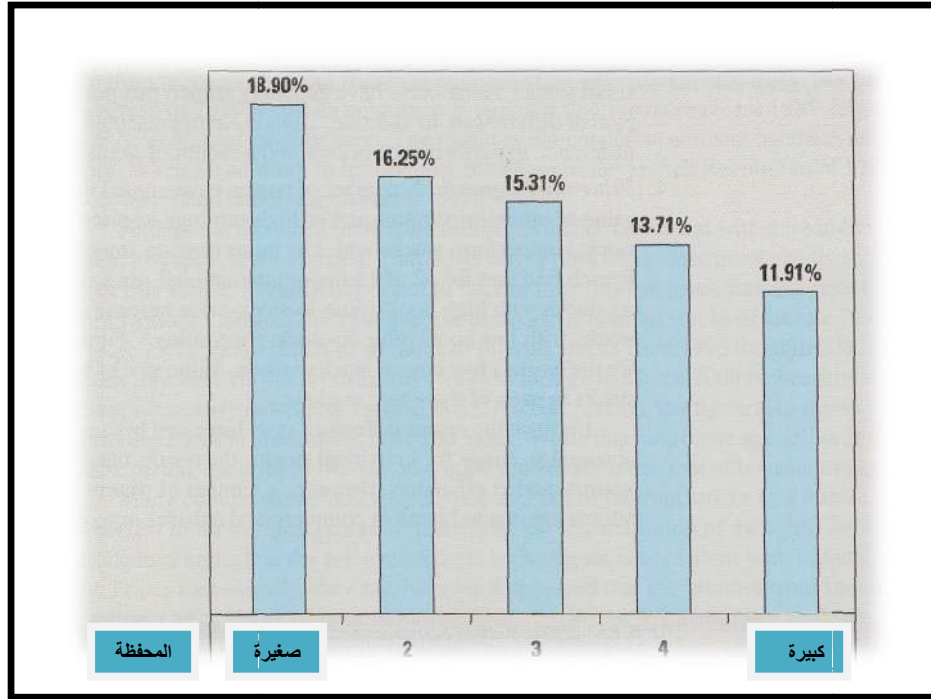
الشكل (2-1): أثر مفاجئات الارباح

Source : Ross, Stephan A. & Westerfield, Randolph W.& Jaff, Jeffrey, "Corporate Finance", 9th, McGraw Hill, 2010, P:448.

2-2-1 أثر حجم المنظمة

أن أثر الشركات الصغيرة واحد من أقدم الحالات الشاذة المسجلة والتي لا يبدو بها سوق الاسهم كقوة (Mishkin & Eakins, 2012:164). ولعل من أشهر الدراسات التجريبية التي أظهرت هذا الاثر دراسة (Reinganum, 1983:89-104) ودراسة (Ritter, 1988:701-717)، ودراسة (Roll, 1988:18-28)، إذ أظهرت هذه الدراسات أن الشركات الصغيرة حققت عائدات عالية غير عادية خلال مدد طويلة من الزمن حتى مع أخذ المخاطر العالية للشركات الصغيرة بالحسبان. واثر الحجم في معدل الايرادات المعدلة بالمخاطرة يقاس عادة بالقيمة السوقية الكلية (Brown & Reilly, 2009:161).

وقد نشر (Roll, 1981:881) ورقة قدمت دليل بأن العائد على الاسهم للشركات ذات الرسملة السوقية الصغيرة Small Cap كان أكبر من العائد على أسهم الشركات ذات الرسملة الكبيرة Large Cap خلال معظم القرن العشرين. يبين الشكل (3-1) معدلات العائد لخمسـة محافظ للأسهم الأمريكية مرتبة حسب الحجم خلال المدة من (1963-1995) (Ross, et al, 2010:448).



الشكل (3-1): معدلات العائد للمحافظ الامريكية مرتبة حسب احجامها

Source : Ross, Stephan A. & Westerfield, Randolph W. & Jaff, Jeffrey, "Corporate Finance", 9th, McGraw Hill, 2010, P:449.

ويظهر من الشكل ان معدل العائد على الاسهم الصغيرة أعلى من معدل عائد الاسهم الكبيرة، ورغم أن أغلب الاداء المميز هو مجرد تعويض عن المخاطرة الإضافية للاسهم الصغيرة إلا أن الباحثين أثبتوا بشكل عام أنه ليس كل التميز يمكن تفسيره باختلافات المخاطرة (Ross, et al, 2010:449). وفي دراسة (Rozeff & Kinney, 1976:379) ظهر أن معدل العائدات لشهر كانون ثاني للشركات الصغيرة كان 3.5% خلال المدة (1974-1904) بينما معدل عائدات باقي الأشهر تقترب من 0.5% وهذا يعني أن أداء الاسهم الصغيرة يتبع نموذج متجانس نسبيا وهذا يناقض فرضيات السوق الكفوءة عن السير العشوائي للاسواق المالية. ويمثل هذا الاثر تحديا كبيرا لفرضية السوق الكفوءة رغم أنه انخفض بشكل كبير في الآونة الاخيرة. وقد قدمت العديد من التفسيرات المختلفة لهذا الاثر مثل اعادة موازنة المحافظ من قبل المستثمرين المؤسساتيين والسيولة المنخفضة لاسهم الشركات الصغيرة والكلف الكبيرة للمعلومات عند تقييم الشركات الصغيرة أو المقياس غير الملائم لمخاطرة أسهم الشركة الصغيرة (Mishkin & Eakins, 2012:165).

3-2-1 الشذوذ المرتبط بالزمن

من أشهر انواع الشذوذ الخاصة بالسنة التقويمية ما يعرف بأثر يناير كانون ثاني (January Effect) إذ ترتفع أسعار الاسهم في بداية كل سنة جديدة (Pompian, 2006:13). وأثر نهاية

الاسبوع (Week-end Effect) (French,1980:55). لقد قدمت عددا من الشروح المختلفة لأثر كانون الثاني، أهمها فرضية ضغوط البيع لاغراض ضريبية وتعني أن بعض المستثمرين يبيعون الاوراق المالية في نهاية السنة لتحقيق خسائر رأسمالية قصيرة الامد لاغراض تجنب ضريبة الدخل، وضغوط البيع في نهاية السنة تقود الى انخفاض الأسعار بشكل مؤقت ثم بعد ذلك ترتفع الأسعار في شهر كانون ثاني (Roll,1981:881). وقد أظهر هذا النوع من الشذوذ ايضا (Keim,1986:19) في دراسته عن نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية وتشريعات عائدات الاسهم. والمقصود أن المستثمرين لديهم الحافز لبيع الاسهم قبل نهاية السنة في شهر كانون أول لأنهم يمكن ان يحققوا عندها خسائر رأسمالية وهذا يقلل من العائد الخاضع للضريبة ومع بداية السنة الجديدة يمكنهم اعادة شراء الاسهم مما يرفع من الاسعار وينتج عن ذلك عائدات عالية غير عادية. ومع هذه القصة المستندة إلى الضرائب يبقى السؤال عن كفاءة السوق، ولماذا لا يستطيع المراجحون إزالة انخفاض الأسعار هذا في نهاية السنة؟ (Ackert&Deaves,2010:62). وفي دراسة أجراها (Gultekin&Gultekin,1983:469) على أسواق الاسهم في خمسة عشر بلدا، وجد هذا الاثر في جميعها. وهذا يعني أن أثر شهر كانون ثاني لايمكن شرحه فقط من خلال ترتيبات ضريبية داخل أي بلد. قد يكون هناك شرح آخر لهذه الحالة الشاذة في الاسواق المالية تسمى (تجميل المراكز المالية) Window Dressing. وتعني أن مديري الصناديق غالبا ما يطلب منهم إصدار تفاصيل المحافظ التي يحتفظون بها في نهاية السنة ولذلك هم يفضلون أظهار الشركات الكبيرة والمعروفة في محافظهم فيقومون ببيع أسهم الشركات الصغيرة ويشتروا أسهم الكبيرة منها في شهر كانون أول، ويعملون العكس في شهر كانون ثاني (Owens&Wu,2011:2). ولكن هذا قد يظهر الاداء الافضل نسبيا للشركات الصغيرة ولا يفسر كل أثر شهر كانون ثاني.

إن وجود شذوذ الزمن يناقض إدعاء الشكل الضعيف من فرضيات السوق الكفوء بعدم إمكانية التنبؤ بحركات السوق من البيانات التاريخية، أي أن عائدات الاسهم لا تتمايز من ناحية الزمن وليس هناك نموذج تنبؤ يستند إلى الزمن في الأمد القصير (Boudreaux,1995:15). فوجود الموسمية والآثار الشهرية في الاسواق المحلية والعالمية تثبت عدم كفاءة السوق بمعنى ان الأشخاص يمكن أن يحصلوا على عائدات غير عادية غير متكافئة مع درجة المخاطرة.

هناك من يربط بين أثر كانون ثاني وأثر الشركات الصغيرة، ففي دراسة (Keim,1983:29) وجد أن ما يقارب نصف أثر المنظمات الصغيرة يحدث في شهر كانون ثاني. والحقيقة ربع أثر الشركات الصغيرة خلال السنة يحدث في أول خمسة أيام تداول من شهر كانون الثاني (Hede,2012:48). وأظهرت دراسة أخرى على بورصة أسهم طوكيو أن هناك عائدات غير عادية في شهر كانون ثاني وتظهر علاقة قوية بين حجم المنظمات والعائدات (الشركات الصغيرة تؤدي أفضل من الكبيرة) (Kato&Shallheim,1985:243). وأكد (Fama,1991:1575) العلاقة بين الأثرين في دراسته التي أجراها للمدة من (1941-1981) في الولايات المتحدة. إذ وجد أن معدل عائد أسهم الشركات الصغيرة 8.06% في كانون الثاني بينما كان معدل العائد للشركات الكبيرة للشهر نفسه 1.34%. وفي كلتا الحالتين كانت عائدات

شهر كانون الثاني أكبر من باقي الأشهر. ولمدة من (1981-1991) كانت العائدات لشهر كانون الثاني 5.32% و 3.2% للشركات الصغيرة والكبيرة على التوالي.

هناك شدوذ آخر مرتبط بشهر كانون ثاني، إذ يمكن إعتقاد عائدات سوق الاسهم في شهر كانون الثاني كمؤشر يتم من خلاله التنبؤ بالعائدات الاشهر الباقية من السنة (Cooper,etal,2006:315). فإذا كانت عائدات شهر كانون ثاني قوية يشير ذلك الى أن العائدات خلال باقي أشهر السنة ستكون قوية (Bohl&Salm,2008:2). يرى (Malkiel,2003:65) إن هذا الشذوذ لا يمكن أن يدوم على الأمد البعيد لأنه سيفقد قوته التنبؤية عند اكتشافه، فحينما يصبح هذا الأثر معروفا لدى المستثمرين بشكل عام فإنهم سيستعملون هذه المعلومات ويتلاشى الأثر تبعا لذلك. ولكن الدراسات الحديثة أظهرت استمرار هذا الشذوذ.

أما اثر نهاية الاسبوع فيعني أن توزيع عائدات الاسهم يختلف حسب أيام الاسبوع، فعائد يوم الاثنين (أول يوم في الاسبوع) عموما أقل من عائدات باقي أيام الاسبوع (Ulussever,etal,2011:10). وهذا الشذوذ ليس محدودا بسوق أسهم دون غيره بل يوجد في أغلب الاسواق العالمية وحتى اسواق المستقبلات. أن الفكرة من الكفاءة بالشكل الضعيف هي عدم وجود أنماط دورية متكررة في أسعار وعائدات الاسهم (Demirer&Karan,2000:3). ولكن الكثير من الدراسات أظهرت أن عائدات الاسهم تتغير حسب ايام الاسبوع لاسيما أيام الأثنين التي تأخذ قيما سالبة، فأسعار الاغلاق يوم الاثنين أقل من أسعار الاغلاق يوم الجمعة في مؤشر داو جونز الصناعي (Gibbon&Hess,1981:579).

1-2-4 لغز علاوة القيمة:

أظهرت عدد من البحوث بأن أسهم القيمة (الأسهم التي لها أسعار سوقية منخفضة نسبة الى ربحيتها او قيمتها الدفترية) تؤدي أفضل من أسهم النمو (الاسهم التي لها أسعار سوقية أعلى نسبة الى ربحيتها او قيمتها السوقية) (Gilson&Kraakman,2003,32). وتشير علاوة القيمة الى ان الاسهم التي لها قيمة دفترية عالية نسبة الى قيمتها السوقية (أسهم قيمة) تحقق معدل عائد اعلى من الاسهم التي لها قيمة دفترية منخفضة نسبيا (أسهم نمو). ويظهر هذا بعدة اشكال، على سبيل المثال أسهم الشركات التي تصنف بأن لها نسب عالية من معكوس مضاعف الربحية (E/P) و(الدين/الملكية)، و(عائد المقسوم) و (التدفق النقدي/السعر) و(القيمة الدفترية/السوقية) تؤدي تاريخيا أفضل من الشركات التي تصنف بأن لها نسب منخفضة (Baltussen,etal,2008:1). فقد وجد ان معدل عائد أسهم القيمة أعلى من معدل العائد لاسهم النمو في 12 من أصل 13 سوق أسهم دولي، ولان اختلافات العائد كبيرة وبسبب سهولة الحصول على هذه النسب للأسهم المفردة فإن النتائج قد تشكل دليلا قويا ضد كفاءة السوق (Ross,etal,2010:449). تتركز أسهم القيمة في شركات البترول والمعدات الثقيلة والشركات المالية والمنافع العامة بينما تتركز اسهم النمو في صناعة التكنولوجيا العالية مثل الادوية والاتصالات عن بعد والحاسوب (Siegel,2008:98).

ولكن ماذا لو كانت أسهم القيمة أخطر من أسهم النمو؟ وأن هذه المخاطرة لم يتم تحديدها بشكل مناسب من خلال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية؟ عندها لا يكون هناك شذوذ ولكن مجرد نموذج غير ملائم لتسعير الموجودات.

إن الجدل مستمر عن علاوة القيمة مع استمرار ظهور الأدلة التجريبية عن وجود هذه الظاهرة. ولكن ما الذي يقود علاوة القيمة؟ يمكن أن يوضح الأمر من خلال نوعين من التفسيرات، الأول هو أن علاوة القيمة ظاهرة عقلانية وتمثل تعويض المستثمرين عن المخاطرة النظامية (Fama&French,1992:427). فعلاوة القيمة حسب هذا التفسير مرتبطة بالخطر المالي النسبي للأسهم، لأنه في الاقتصاد الضعيف يطالب المستثمرون بعلاوة مخاطرة أعلى على الشركات التي تواجه مخاطرة أكبر، وهذا يستدعي أن تعرض أسهم القيمة معدل عائد أعلى للتعويض عن المخاطرة النظامية الإضافية للمستثمر. أما (Bansal&Yaron,2004:1481) فيرى أن المخاطر المرتبطة بالنمو طويل الأمد تقود إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأسهم ومن ثم تستلزم تعويضا كبيرا للمخاطرة. لذلك فإن تقييم الموجودات وعلاوات المخاطرة تعتمد أغلبها على مدى انخفاض تكرار التباين للتدفقات النقدية للموجودات. فشرركات القيمة تتعرض بشكل كبير إلى تقلبات في أسعار الأسهم ولكن على الأمد الطويل، بينما توصف غالبا بتقلبات شركات النمو بالتقلبات قصيرة الأمد في المخاطر المرتبطة بعدم التاكيد الاقتصادي المستقبلي (Kiku,2006:3). وبالنتيجة تظهر شركات القيمة مرونة في نسب السعر/المقسوم لآخبار الاستهلاك طويلة الأمد أكبر من شركات النمو وحينها يجب ان تقدم للمستثمر تعويضات أكبر.

والتفسير الآخر لعلاوة القيمة مستند لسلوك المستثمر في الاسواق المالية وفقا لمدخل المالية السلوكية . بعض المستثمرين لديهم الميل للاستجابة المبالغة للآخبار الايجابية والسلبية وذلك بسبب حركة الاسعار بنسبة أكبر من أن تبرره القيم الاساسية لذلك فإن أسهم القيمة التي تعمل بشكل سيء تباع بكثرة في لحظة من الزمن وتصحح في لحظة مستقبلية أخرى حينما يتحول رأي المستثمر أو عاطفته. ورغم ان لغز علاوة القيمة يكون منطقيا لحد معين (الاسهم الرخيصة يمكن ان تجذب اهتمام المستثمرين بشكل غير عادي وتعود الى المعدل)، وهذا شذوذ يعد ضعيفا نسبيا. لذلك فإن الاسهم ذات نسبة القيمة السوقية/الدفترية المنخفضة تؤدي أفضل كمجموعة، اما الاداء الفردي له حساسية كبيرة ويحتاج الى محافظ كبيرة من الاسهم ذات النسب المنخفضة من القيمة السوقية/الدفترية للحصول على منافع مدركة.

1-2-5 لغز علاوة الملكية

علاوة الملكية تعني الفجوة بين العائد المتوقع لسوق الاسهم الاجمالي ومحفظه الاوراق المالية ذات الدخل الثابت (Hede,2012:52). ففي دراسة (Mehra&Prescott,1985:145) وجدوا ان العلاوة بين الموجودات الخطرة والخالية من المخاطرة تصل الى 6% سنويا. وهذه فجوة كبيرة حسب رأي الأكاديميين تعني أن الأسهم أخطر بكثير من السندات، لاسيما حينما تكون أسعار الفائدة مركبة لمدة طويلة (DeBondt&Thaler,1995:398). ولكي تفسر هذه الظاهرة بالاطار العقلاني يجب ان نفترض وجود مستويات عالية وغير واقعية لتجنب المخاطرة من قبل المستثمرين.

إن معدل عائد الأسهم لمدة سبعين سنة تجاوز عائد السندات الحكومية في الولايات المتحدة بما يقارب 6%-7% فقد كان معدل عائدات الاسهم 10% بينما لم يتجاوز معدل عائد السندات 3% (Siegel,2008:93). وحسب نظرية تسعير الموجودات الرأسمالية يجب تعويض المستثمرين الذين يحتفظون بالموجودات المالية الخطرة بمعدل عائد أعلى، ولكن المعدل الذي يفترضه هذا النموذج التقليدي أقل بكثير من الواقع (Kocherlakoto,1996:43). لقد حاولت المالية السلوكية الأجابة عن هذا اللغز من خلال ميل الأشخاص لتجنب الخسارة قصير النظر Myopic Loss Aversion (Benartzi&Thaler,1995:76). إذ ينشغل المستثمرون كثيرا بالآثار السلبية للخسائر مقارنة مع الأرباح المساوية لها، لذلك يأخذون منظورا قصير النظر عن الاستثمارات فيدفعون اهتماما كبيرا للتقلبات قصيرة الأمد في محافظ الاسهم ويطالبون بعلاوة عالية على عائد الاسهم لتعويض تجنب الخسارة الكبيرة للمستثمر وهذه العلاوة تصبح المحفز الاهم للمشاركين بالسوق من أجل الاستثمار بالاسهم بدلا من السندات الحكومية الأكثر أمنا.

6-2-1 لغز لعنة الراجح Winner's Curse

واحدة من أهم افتراضات المالية التقليدية ان المستثمرين والمتداولين عقلاء كفاية ليدركوا القيمة الحقيقية للموجودات ويدفعوا وفقا لذلك. إلا أن هناك شذوذ لهذه الحالة سميت لعنة الراجح وتعني ميل العروض الراجحة في المزادات لتجاوز القيمة الحقيقية intrinsic للفكرة التي يتم شراؤها في المزاد (kleymenova,etal,2012:31). تحدث لعنة الراجح حينما يكون على المزايد في المزاد تقدير القيمة الحقيقية للسلعة التي يزايد عليها. وعلى فرض وجود مزايدين عديدين في السوق ، فإن معدل العروض سيكون اقل من القيمة الحقيقية بعد أن المزايدين متجنبون للمخاطرة، ولكن العرض الراجح سيكون أعلى بكثير بسبب خطأ في التقدير. ولأن من يبالغ بتقدير السلعة هو من يربح المزاد لذلك فإن الراجح سيبالغ بالدفع في المزاد. وهذا يناقض الافتراض الاقتصادي التقليدي عن العقلانية. فالنظريات المستندة إلى العقلانية تفترض أن كل المشاركين في العروض يمكن أن يصلوا الى المعلومات الملانمة وجميعهم يصلون للتقييمات نفسها. وأي اختلاف في التسعير يعني أن هناك عوامل أخرى لا ترتبط بشكل مباشر بالموجودات تؤثر في العروض. وهناك عاملان أساسيان يقوضان عملية العروض العقلانية هما عدد المزايدين ومدى عدوانية المزايدة (Thaler,1988:191). فكلما ازداد عدد المشاركين في المزايدة على المرء أن يقدم عروضاً أكثر عدوانية من أجل ثني الآخرين عن المزايدة رغم ان زيادة العدوانية في العروض تزيد من احتمالية تجاوز العرض الراجح لقيمة الموجود الاساسية.

إن لعنة الراجح تقدم دليلا على أن المستثمرين ليسوا عقلاء ولها عدد من الاسباب التي يمكن شرحها ترتبط بنظريات المالية السلوكية من ضمنها العواطف والمعلومات غير التامة (Paulos,2003:18). وبغض النظر عن السبب فإن الموجود المعروضة في المزاد تكون للمزايد الذي لديه مبالغة أكبر من غيره حين يقوم بتقييم هذا الموجود. فالدفع مقابل أي سلعة بمبلغ أكبر من قيمتها يعد سلوك غير عقلاي ويناقض فرضيات المالية التقليدية.

وهناك العديد من الألغاز الاخرى التي تم دراستها تجريبيا في أسواق الاسهم أهمها:

- الاستجابة المبالغة والضعيفة لسعر الموجود: الكثير من الدراسات توصلت إلى أن اسعار الموجودات تميل لان تستجيب بشكل مبالغ او بشكل بطيء للاخبار الجديدة (cutler,etal,1991:529).
- التداول المكثف ولغز اختلاف الجنس: أظهرت الدراسات ان المستثمر الذي يتداول أقل يحقق عائدات أعلى ومن خلال دراسة (Barber&Odean,2000:773) وجدوا ان المستثمرين الأشخاص على المعدل يتداولون بشكل مكثف رغم الحقيقة السابقة عن عائدات التداول الاقل. وفي دراسة اخرى توصل (Barber&Odean,2001:261) بأن تكرار التداول للرجال اكثر من النساء بمعدل 1.5 مرة، ورغم ذلك، ما يحققوا من عائد اقل بمقدار 1%.
- لغز الافراط والذعر المالي: في دراسة قدمها (Kaminsky&Schmukler,1999:537) وجدوا ان الاسعار تستجيب بشكل مبالغ واكثر قوة كلما أصبحت الأزمات أسوء وأنها تستجيب بقوة في بعض الأوقات للاخبار السيئة اكثر من الاخبار الجيدة.
- لغز الربح/الخاسر: ويعني أن المستثمرين يكررون بيع الاوراق المالية الرباحة أكثر من الخاسرة (Prast,2005:41). وقد أظهر (Odean,1999:1279) ان المستثمرين يكررون بيع أسهمهم الرباحه أكثر بمقدار 1.7 مرة من تكرارهم لبيع الأسهم الخاسرة.
- لغز مقسوم الأرباح: ويعني ان المستثمرين يفضلون المقسومات النقدية (Miller&Scholse,1982:1118)، وهذه من حالات شذوذ الاسواق لان مقسوم الارباح والارباح الرأسمالة يجب ان يكونا بديلين تامين احدهما للآخر بغياب الضرائب. ومن المعروف ان المقسومات خاضعة للضرائب، لذلك اصبح العديد من الباحثين ينظرون لهذه المسألة على انها لغز .

ومع هذه التساؤلات في عالم المالية، اكتشف الباحثون في علم النفس بان الأشخاص غالبا ما يتصرفون بطرق غريبة عند اتخاذ القرارات المالية. وقد وجد علماء النفس بان القرارات المالية غالبا ما تتخذ بطريقة غير عقلانية، فالأخطاء الادراكية والعواطف المتطرفة يمكن ان تجعل المستثمر يتخذ قرارات استثمارية سيئة.

3-1 المالية السلوكية

إن من أهم التحديات التي واجهت النظرية المالية التقليدية كانت نظرية الاحتمال من ميدان علم النفس (Fabozzi,2009:80). ونتج عن ذلك ميدان متخصص سمي المالية السلوكية. وهي فرع من المالية يدرس كيفية تأثر سلوك المشتركين في الأسواق المالية بالعناصر النفسية والآثار الناتجة على اتخاذ القرار حينما يقومون بالبيع او الشراء ومن ثم التأثير في الأسعار (Schindler,2007:17). وتركز المالية السلوكية على تطبيق مبادئ علمي النفس والاقتصاد لتحسين عملية اتخاذ القرار المالي (Parikh,2009:37). وتعد المالية السلوكية علم اكايمي جديد ومتطور دمج المالية وعلم النفس ودراسات سلوك المستهلك (Mayo,2010:396). وهي عبارة عن دراسة للأخطاء الادراكية والعواطف في القرارات

المالية (Hirschey & Nofsinger, 2010:223). وهذا العلم يهدف لشرح الأسباب المنطقية للاعتقاد بأن الأسواق غير كفوءة. وهناك مجموعة من الافتراضات الأساسية لجميع نماذج المالية السلوكية وهي ان للمستثمرين تحيزات سلوكية، وان هذه التحيزات السلوكية مترابطة بين المستثمرين، والافتراض الثالث هو ان هناك حدودا للمراجحة في الأسواق لذلك لا يمكن تصحيح أخطاء التسعير التي تسببها التحيزات المترابطة بين المستثمرين. إذ يعتقد الباحثون في المالية السلوكية بأن قرارات المستثمرين تتأثر بعدد من المعتقدات والتفضيلات وأن التحيزات الناتجة ستجعل المستثمر يبالغ في إستجابته لأنواع معينة من المعلومات المالية ولا يستجيب بشكل كافٍ لمعلومات اخرى (Levy & Post, 2005:412). والمالية السلوكية هي دراسة اثر علم النفس في سلوك المتنافسين في الأسواق المالية والآثار الناتجة عن ذلك على الأسواق (Sewell, 2007:2). إذ يتعامل هذا العلم مع نظريات وتجارب تركز على ما يحدث حينما يتخذ المستثمر القرار اعتمادا على الحدس او العواطف. وقد ظهر هذا العلم في الأسواق المالية استجابة ولو جزئية للصعوبات التي تواجه النموذج التقليدي (Barberis & Thaler, 2002:244). اذ تخفف المالية السلوكية من الافتراضات التقليدية للاقتصاديات المالية من خلال دمج الانحرافات البشرية المشاهدة والمنظمة عن العقلانية في النماذج المعيارية للأسواق المالية. وان ميل الأشخاص لان يفرطوا في الثقة تسبب باول تحيز لدى المستثمرين ورغبة الأشخاص بتجنب الندم قدم التحيز الثاني (Barber & Odean, 2001:263).

لقد قدم (Shefrine, 2002:4) ثلاثة موضوعات Themes أساسية تحاول المالية السلوكية دراستها وهي:

- **الموضوع الأول:** المستثمرون يخطئون في اتخاذ القرارات الاستثمارية لأنهم يعتمدون في أحكامهم على التجارب السابقة (rule of thumb).
- **الموضوع الثاني:** يتأثر المستثمرون بالشكل الظاهر عوضا عن تأثرهم بالجواهر عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.
- **الموضوع الثالث:** تتأثر أسعار السوق المالية بالأخطاء وبأطر القرار.

يتضمن الموضوع الأول مفهوم الموجهات (heuristics) أو اختصار الوقت عند اتخاذ القرار بالاعتماد على التجارب الشخصية السابقة التي توجه الأشخاص نحو هذا القرار، والمفهوم الثاني يسمى التأطير (framing)، أما الموضوع الثالث في المالية السلوكية فيعني الاخطاء التي تسببها الموجهات وأثر التأطير على تسعير الموجودات (Fabozzi, etal, 2010:264).

المالية السلوكية وتعرف أحيانا "الاقتصاديات السلوكية" هي علم يعتمد على عدد من العلوم الأخرى (Interdisciplinary) إذ يجمع علم النفس والاجتماع والمالية (Wang, etal, 2010:1919). وتمثل المالية السلوكية دراسة لنماذج سلوك المشاركين في السوق، فهي وجدت لوصف أحداث الأسواق المالية باستخدام الافتراضات السلوكية التي تقترب من الواقع قدر الإمكان (Rabine, 2002:658). ويعني ذلك إن العنصر الأساسي الذي تبتعد به النظرية السلوكية عن التقليدية هو تطوير مقدمات نموذج أكثر واقعية يمثل حجر الزاوية فيه، المستثمر العقلاني (Deutsche, 2011:44).

لقد أكدت المالية السلوكية على العناصر الاجتماعية والإدراكية والعاطفية التي تقود المستثمرين إلى الابتعاد عن السلوك العقلاني الذي تفترضه المالية التقليدية إذ ترى أن المستثمرين يرتكبون الأخطاء نفسها وبشكل متكرر (Elan,2010:1) وبذلك صارت المالية السلوكية ميدان من ميادين المالية التي تقترح النظريات المستندة على علم النفس لشرح الحالات الشاذة في أسواق الأسهم إذ تفترض أن هيكل المعلومات وخصائص المشاركين في السوق تؤثر بشكل منتظم في القرارات الاستثمارية. ومن هذا المنطلق فإن المالية السلوكية تحاول فهم وشرح كيف تؤثر أخطاء التفكير على قرارات المستثمرين وأسعار السوق وهذا ناتج عن البحوث المستمرة في مجال علم النفس الإدراكي الذي يعني بدراسة كيفية تفكير الأشخاص وكيف يتخذوا قراراتهم وماهي أهم الأخطاء الإدراكية المؤثرة على هذه القرارات والتي تسبب عدم كفاءة السوق (Jodran&Miller,2008:245). والمالية السلوكية يمكن ان تعرف بانها ميدان من المالية يقترح شرح الحالات الشاذة بسوق الاسهم باستخدام التحيزات النفسية المعروفة بدلا من تجاهلها بعدها نتائج بالصدفة وتتوافق مع نظريات كفاءة السوق، وهي تفترض أن المستثمرين الأشخاص ومخرجات السوق تتأثر بهيكل المعلومات والخصائص المتنوعة للمساهمين في السوق (Banerjee,2011:870). وهي منظور علمي واسع للمالية يتضمن علم النفس وعلم الاجتماع ويهتم بفهم وتفسير كيفية تفاعل المتداولون العقلان وغير العقلان (Vasile,etal,2008:717). وهي تهتم بالبحوث الخاصة بالدور الذي تلعبه العواطف وباقي العناصر الشخصية في قرارات الاستثمار (Levy&post,2005:411) وتؤكد المالية السلوكية بان الخيارات الاستثمارية لا تتخذ دائما على اساس العقلانية التامة وهي تحاول فهم ظاهرة السوق الاستثمارية من خلال التخفيف من عقدين من النموذج التقليدي هما فشل الاشخاص في تحديث معتقداتهم بشكل صحيح وأن هناك انحرافا منتظما عن عملية صنع الخيارات الاستثمارية المعيارية (Kishore,2004:106). وهذا يناقض الفرضية الرئيسية الواضحة التي تقول إن الاشخاص يتخذون القرارات دون مؤثرات خارجية. فالنماذج التي طورها المالية السلوكية لا تهدف لفهم كيف يجب ان يتصرف الأشخاص في الأسواق المالية ولكن كيف يتصرفون في هذه الأسواق فعلا (Kiyilar&Acar,2009:459).

وقد أشار (Shefrin,2000:3) الى ان المشاركين في السوق الذين يدرسون المالية السلوكية عليهم تعلم كيفية تمييز أخطائهم وأخطاء الآخرين وفهم هذه الاخطاء ومن ثم اتخاذ خطوات لتجنب هذه الاخطاء. كما أن المالية السلوكية تحدد استخدام دوال المنفعة التقليدية اعتمادا على فكرة تجنب المخاطرة. وقد قسمت البحوث في المالية السلوكية الى مجالين رئيسيين هما، تحديد الحالات الشاذة في فرضيات السوق الكفاءة والتي يمكن ان تفسرها النماذج السلوكية (DeBondt&thaler,1985:794)، والمجال الثاني هو تحديد سلوكيات وتحيزات المستثمرين الأشخاص والتي لا تتوافق مع النظريات الاقتصادية الكلاسيكية عن السلوك العقلاني (Odean,1999:1280). لذلك فإن المالية السلوكية تتحدى منظور الأسواق الكفاءة وتركز على كيفية تفسير وتعامل المستثمرين مع المعلومات المجانية المتوفرة لهم. ويمكن وصف المالية السلوكية بالطرق الآتية (Fuller,2000:1):

- المالية السلوكية مكملة للمالية التقليدية مع إضافة علم النفس وعلم الاجتماع.

- هي محاولة لشرح أسباب الحالات الشاذة التي تشاهد وتسجل في البحوث والكتابات المالية.
- هي دراسة لكيفية قيام المستثمرون بارتكاب الأخطاء بشكل منتظم عند اتخاذهم للأحكام أو (الأخطاء الذهنية)

ان دراسة المالية السلوكية تشير الى الدور المهم الذي يلعبه علم النفس في المالية كما أن نماذج المالية السلوكية تظهر كيف يتصرف المستثمرون وكيف تؤثر تصرفاتهم في الأسواق المالية، وأساس المالية السلوكية هو المطابقة بين عواطف المستثمرين وقراراتهم (Sadi,etal,2011:234) وبذلك فإن المالية السلوكية ظهرت استجابة لل صعوبات التي تواجه النماذج التقليدية.

ان أسلحة الجدل بين المالية التقليدية والسلوكية هي الاستجابة المبالغة والاستجابة البطيئة (overreaction & underreaction) وهذا الجدل مستمر لان كفاءة السوق لها معنيين فهي تعني للبعض عدم امكانية التفوق على السوق من قبل اي احد من المستثمرين وتعني للآخرين بأن أسعار الاوراق المالية عقلانية أي أنها تعكس كل الخصائص الاساسية مثل المخاطرة ولكن لاتعكس الخصائص السلوكية مثل الميول العاطفية (Statman,1999:18). يلخص الجدول (1-1) أهم الفروقات بين المالية السلوكية والتقليدية:

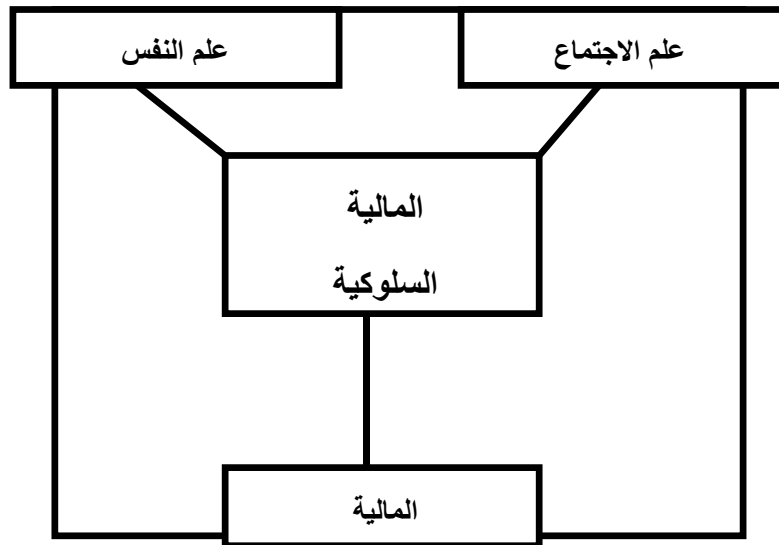
الجدول (1-1) : أهم الفروقات بين المالية السلوكية والمالية التقليدية

المالية التقليدية	المالية السلوكية
<ul style="list-style-type: none"> • يمكن للمستثمر أن يعظم العائد عند أي مستوى من المخاطرة يرغب به، من خلال توزيع وتنوع الموجودات لاختيار التوليفة المثلى من الاوراق المالية. 	<ul style="list-style-type: none"> • أثر خسائر المستثمر من قرارات الاستثمار المستقبلية يعادل ضعفي أرباحه.
<ul style="list-style-type: none"> • يعكس سعر الورقة المالية بدقة كل المعلومات المتوفرة عن الاستثمار، وأي أسعار غير صحيحة تعود مباشرة الى قيمتها الحقيقية من خلال المراجعة. 	<ul style="list-style-type: none"> • يميل المستثمرون لتصنيف الاوراق المالية على أنها جيدة وسيئة. وحينما ينظر للورقة المالية على أنها جيدة يعني أنها تؤدي أفضل من السوق، وبالعكس حينما ينظر اليها على أنها سيئة. وليس هناك ارتباط دائم بين هذه الادراكات وأساسيات الورقة المالية.
<ul style="list-style-type: none"> • يجب أن تتكامل الخطة الاستثمارية للمستثمر بحيث ينظر للاحتياجات المختلفة مثل التقاعد والتعليم والدخل الحالي على أنها قضية واحدة. 	<ul style="list-style-type: none"> • يوزع الأشخاص أموالهم في حسابات منفصلة ويعاملوا كل صنف بشكل مستقل بحيث يعامل العائد والمخاطرة بطرق مختلفة اعتمادا على كيفية أداء كل صنف من الأصناف.
<ul style="list-style-type: none"> • تلعب الضريبة دورا أساسيا في تقييم العائدات الاستثمارية لذلك تؤخذ بنظر الاعتبار عند اتخاذ قرارات البيع والشراء. 	<ul style="list-style-type: none"> • يتجنب المستثمرون بيع الاسهم الخاسرة ويسارعون في بيع الأسهم ذات الأداء الجيد بغض النظر عن العواقب الضريبية.

Source : Morris, Virginia B., "An Advisor' s Guide to Behavioral Finance", www.lightbulb.press.com, 2008, p: 2.

كما ان المالية السلوكية ترى بأن هناك حدودا للمراجعة تسمح لعدم عقلانية المستثمر بأن يكون لها تأثير طويل الامد على الأسعار، فالمالية السلوكية تقدم نماذج مالية تسعى لاكمال النظريات التقليدية من خلال تقديم مجالات سلوكية في عملية اتخاذ القرار، لانها تتعامل مع الأشخاص وطرق جمعهم واستخدامهم للمعلومات. وهو علم بجوهره يعمل على تحليل طرق صنع القرارات المالية للأشخاص ويسعى لفهم المضامين النظامية لعملية صنع القرارات النفسية في الأسواق المالية.

لقد استندت المالية السلوكية إلى ثلاث دعائم هي حدود المراجعة وتعني هناك صعوبة يواجهها المتداولون العقلاء لابطال التوزيع السيئ الذي يسببه المتداولون الأقل رشدا (Barberis&Thaler,2003:1055) لذلك ستوجد فرص المراجعة وهذا يسمح بزيادة عدم عقلانية المستثمرين وسيكون لها اثر طويل على الأسعار. وهذا يوصلنا الى الاساس الثاني وهو علم النفس، اذ أظهرت البحوث في هذا المجال بان الأشخاص يظهرون تحيزات معينة وبشكل منتظم عند صياغة معتقداتهم وتفضيلاتهم وهذا يؤثر في قراراتهم. والدعامة الثالثة علم الاجتماع ، وهو يؤكد على حقيقة ان هناك عددا كبيرا من القرارات المالية تنتج عن التفاعل الاجتماعي ولا تتخذ هذه القرارات بشكل منعزل عن المجتمع (Schindler,2007:18). ويوضح الشكل (1-4) هذه الدعائم.



الشكل (1-4): الدعائم الأساسية للمالية السلوكية

Source: Ricciardi, Victor&Simon, Helen K., "What is Behavioral Finance", Business, Education and Technology Journal, 2000, P:2

1-3-1 علم النفس

علم النفس يركز على كيفية ارتكاب الأشخاص الأخطاء (Berg,2005:3). ويهتم علم النفس الإدراكي بدراسة ادراكات وذاكرة وتفكير الأشخاص (Mitchell,etal,2002:96)، ويساعد

هذا العلم على شرح وتفسير العمليات الذهنية لدى الأشخاص متى ما تعاملوا مع غيرهم او مع البيئة المحيطة بهم والمالية السلوكية ترى بأن السلوكيات والحالات المزاجية للأشخاص هي عوامل محددة في تشكيل تفضيلاتهم الاستثمارية (Kiyilar&Acar,2009:457). كما ان الاوهام النفسية غالباً ما تجعل الأشخاص يعملون بشكل غير عقلاني في العديد من الميادين منها ميدان الاستثمار (Paulos,2003:19). ويصعب تحليل السلوك البشري بسبب الطبيعة المعقدة جدا له (Skinner,2005:35). والسلوك في علم النفس هو جميع ردود الافعال للكائنات الحية والتي تأتي استجابة للمحفزات (Kiyilar&Acar,2009:458).

القرارات المالية تقيد وتوجه بعناصر غير مالية تتضمن الخصائص الشخصية للأشخاص والبيئة الاجتماعية التي تتخذ بها القرارات (Holden,2010:1). وقد ساهمت نظرية التحليل النفسي (Psychoanalysis) في توضيح الربط بين تجارب الطفولة والسلوك المالي الناضج والذي يسلط الضوء على أهمية زيادة قدرة الوالدين على وضع نموذج جيد للسلوك المالي ومناقشة المعلومات المالية مع أطفالهم. والمساهمة الثانية هي التأكيد بأن العقل اللاواعي يؤثر على السلوكيات والعواطف البشرية ومن ضمنها السلوكيات المرتبطة بالصفقات المالية (Holden,2010:1). ويرى علماء النفس أن الموجهات يمكن أن تقود إلى تحيزات منتظمة في صنع القرار وتسمى هذه بالتحيزات الإدراكية (Cognitive Biases) (Fabozzi,etal,2010:264).

إن الإدراك Cognition هو القدرة البشرية على المعرفة والتي تساعد على اداء النشاطات الإدراكية من خلال امتلاك مقدرات فكرية معينة (Wit,2010:28). وقد أظهر علماء النفس بأن الأشخاص عادة يخضعون لتجنب الخسارة أي ان حزنهم عند معاناة خسارة مبلغ ما أكبر من فرحهم بربح المبلغ نفسه، وان الأشخاص يميلون للثقة المفرطة بأحكامهم وكل واحد منهم يرى ان أداءه أفضل من المعدل (Mishkin&Eakins,2012:171). فالمستثمرون بشر و يرتكبون الأخطاء وقد يتصرفوا بشكل غير عقلاني وهذه الوقائع تؤثر في عملية اتخاذ القرارات. لذلك ومن دراسة السلوك وتعريف الأخطاء يمكن للمالية السلوكية ان تسهم في تحسين العائدات او تقليل المخاطرة التي قد يتعرض لها المستثمرون (Mayo,2010:396). ويرى المدافعون عن نماذج المالية السلوكية انها قادرة على تفسير عدد من التحيزات اعتمادا على الخصائص النفسية للأشخاص (Brown& Reilly,2009:170).

2-3-1 علم الاجتماع

يقدم هذا العلم دراسة نظامية للسلوك الاجتماعي البشري وسلوك الجماعات ويركز هذا العلم بالأساس على تأثير العلاقات الاجتماعية على مواقف وسلوكيات الأشخاص (Ricciardi&Simon,2000:2). وغالبا ما يتعلم الأشخاص من خلال التفاعل مع الآخرين إذ تتحول المحادثات وبشكل متزايد إلى الاستثمار. وتعني المبادئ الاجتماعية مجموعة الآراء والقواعد والإجراءات غير الرسمية للجماعة (Hirschey&Nofsinger,2010:239). والتحيزات الاجتماعية ما هي إلا ميول ممتدة عميقا داخل الأشخاص تحاول مطابقة المنظورات السائدة لدى الجماعة (Lovallo&Sibony,2010:11). ولعل سلوك القطيع من أشهر

التحيزات المرتبطة بعلم الاجتماع والذي يعني تصرف المستثمرون بنفس الاسلوب مما ينتج عن هذا التصرف ظهور فقاعات الأسواق (Mayo,2010:399).

1-3-3 حدود المراجعة

إن النماذج السلوكية لأسعار الأوراق المالية تجمع عنصرين أساسيين، الأول، بعض المشاركين في الأسواق غير عقلاء بطريقة ما، والعنصر الآخر هو حدود المراجعة الذي يشرح لماذا لا تلغي offset أنشطة المراجحة آثار الطلب غير العقلاني في الاسعار (Baker,etal,2011:2). فالمراجعة من الافكار الاساسية في المالية وتعرف بأنها الشراء والبيع المتزامن للورقة المالية نفسها في سوقين مختلفين بسعرين مختلفين (Getmansky&Lo,2005:3). وهي استراتيجية استثمارية تقدم ارباحا خالية من المخاطرة بسبب تطابق الورقتين وبدون كلفة. فحسب قانون السعر الواحد (أي موجودان لهما التدفقات النقدية المستقبلية نفسها، يجب أن يكون لهما القيمة أو السعر نفسه)، وفرضيات السوق الكفاءة تفترض عدم وجود فرص مراجعة مربحة. ويعتقد منظري المالية التقليدية ان أي تسعير خاطئ ينتج عن المتداولين غير العقلاء (noise trader) في السوق سيخلق فرصة جذابة يتم استغلالها بسرعة من قبل المتداولون العقلاء (المراجحون) ويتم عندها تصحيح خطأ التسعير، اما المنظرون السلوكيون فيرون ان هذه الاستراتيجيات الخاصة بتصحيح خطأ التسعير يمكن ان تكون مكلفة وخطرة لذلك هي تجعل من خطأ التسعير فرصة غير جذابة وتسمح له بالاستمرار (Kishore,2004:4). فهناك العديد من المحددات والقيود التي تعيق وتمنع المضاربين من التداول اعتمادا على معلوماتهم الخاصة. فقد أظهر (Shleifer&Vinshny,1997:37) أن تقارب السعر مع القيمة الحقيقية قد يعرض نشاطات المراجحين للخطر وهذا سيلغي بالمقابل عملية التداول لاسيما إذا كان للمراجح أفق زمني قصير. وهناك تفسيرات أخرى لحدود المراجعة تعتمد على مقدار الاحتكاكات frictions في السوق مثل محددات البيع القصير (Edmans,etal,2011:2). هذه الآليات تتعامل مع القيمة الأساسية للشركة على انها خارجية المنشأ exogenous وتعتمد على محدودية كفاءة السوق لتفسير عدم قدرة المضاربين على قيادة السعر باتجاه القيمة الأساسية. فالمدافعون عن كفاءة الأسواق يرون أن فرص الربح في الأسواق المالية تفقد المضاربين الى التداول بطريقة تزيل اي خطأ في التسعير. على سبيل المثال لو شعر المضاربون أن هناك معلومات سلبية عن سهم معين ولم تنعكس هذه المعلومات في السعر سيجدون فرصة في ذلك لبيع السهم وهذا بدوره سيقفل من سعره مما يسبب انعكاس معلومات المضاربين على السعر.

لن تكون التحيزات السلوكية مهمة لتسعير الأسهم اذا تمكن المراجحون العقلاء من إستغلال اخطاء المستثمرين السلوكيين بشكل تام. فعمليات التداول للمستثمرين الباحثين عن الأرباح ستصحح أي اختلال في الأسعار (Bodie,etal,2009:38). على أية حال فإن المدافعين عن نظرية الأسواق الكفاءة يقولون بان المتداولين العقلاء يعدون ذلك فرصة جذابة وسيشترون الورقة المالية الاساس بهذا السعر وفي الوقت نفسه يحوطون رهانهم من خلال البيع القصير لورقة مالية بديلة والتي لها التدفقات النقدية نفسها في المستقبل. وهذا يمثل الاعتراض التقليدي لميدان المالية السلوكية فحتى مع وجود متداولون في السوق ليسوا بالعقلانية التامة فإن

المتداولون العقلاء يستغلوا بسرعة أخطاء التسعير أو التوزيع الذي يسببه المتداولون غير العقلاء (Baltussen,2008:23).

إن جميع نماذج حدود المراجعة تستند لإفترض أساسي ينص على الفصل بين العقول والموارد في الاسواق المالية (Barberis&Thaler,2003:1057). فهي تبني رؤية للأسواق بحيث لا يكون هناك سوى عدد قليل من نخبة المستثمرين الذين يمتلكون المعرفة والمهارات لتحديد وإستغلال الحالات الشاذة في أسعار الأوراق المالية. ولأن أنشطة المراجعة تحتاج لمبالغ أكبر مما يمتلك هؤلاء المراجحون القلة لذلك عليهم ان يحصلوا على الأموال الإضافية من مجتمع المراجحين الأوسع، ولكن القيمة المحتملة من هذه المراجعة لا يمكن أن ترتفع بهذا المجتمع الواسع من المراجحين ما داموا لا يمتلكوا المعرفة والمعلومات والقدرات الإدراكية المطلوبة للحصول على تخمينات ملائمة لمشاريع القلة ممن يمتلك المعلومات. نتيجة لذلك يواجه المراجحون محددات مالية تعيق قدرتهم على مساواة السعر بالقيمة الحقيقية. ورغم تطور الأسواق المالية وزيادة النمو في قدرات المضاربين قد تصبح مسألة عدم توفر المقدرات المالية محل شك، لاسيما مع جذب هذه الأسواق للكثير من رأس المال البشري عالي الجودة. مع ذلك مازالت هناك محددات تعيق عمليات الاستفادة من خطأ التسعير بسبب طبيعة المعرفة المطلوبة لاستغلال فرص المراجعة. وهذه المعرفة لها ثلاث خصائص، الأولى أن تبقى سرا (على الأقل للامد القصير)، وعدم إيصال استراتيجية المراجعة للآخرين منعا لاستخدامها من قبلهم في المستقبل، وثالثا لا يمكن منح إمتياز براءة الاختراع لمعرفة المراجعة. وتعني هذه الخصائص معا أن المراجحين يواجهون مبادلة trade-off بين المحددات المالية المرتبطة بالسرية وبين المنافسة المستقبلية التي تنشأ بسبب التنسيق مع المراجحين الآخرين. ومن أهم محددات سلوك المراجعة الآتي:

1- المخاطرة الأساسية

المخاطرة الأساسية تشير الى مخاطرة وصول معلومات سيئة جديدة الى السوق بعد شراء الورقة المالية من قبل المستثمر (Herschberg,2012:15). فعلى فرض وجود مراجح يعتقد بأن هناك سهما معيناً مسعراً بأعلى من قيمته الحقيقية في السوق نسبة الى المقسومات المستقبلية المتوقعة منه. عندها يقوم المستثمر بالبيع القصير للسهم على أمل انخفاض سعره لاحقاً. وعلى افتراض ان قرار المستثمر كان صحيحاً اعتماداً على المعلومات المتوفرة لكنه سيواجه مخاطرة بسبب احتمالية وصول معلومات جديدة مفاجئة ترفع من سعر السهم وتسبب له الخسارة. وهناك مخاطرة اخرى متعلقة بتحقق مقسومات اعلى من المتوقع عندها سيواجه المراجح مشكلات نقدية اضافية لانه سيضطر الى دفع المقسومات الاضافية الى الشخص الذي اقترض منه السهم (Ackert&Deavis,2010:72). ويمكن التحوط من هذه المخاطرة عبر شراء منتجات مترابطة مع بعضها البعض، ولكن لسوء الحظ نادرا ما توجد ورقة مالية بديلة تامة لغيرها مما يجعل إزالة هذه المخاطرة الأساسية صعباً جداً (Barberis&Thaler,2003:1056). على سبيل المثال، نفترض وجود سهمين متطابقين A و B وهما مترابطان بشكل كبير. فإذا تم شراء السهم A وبيع B ستزول أغلب المخاطر الأساسية بهذه العملية. ولكن يبقى المستثمر حساس تجاه

الأخبار السيئة عن الصناعة ككل. فالمخاطرة الأساسية دائماً موجودة حتى لو كانت هناك طرق لتحويط المحفظة ضد هكذا مخاطرة.

2- كلف التنفيذ

إن كلف التداول (المراجعة) من المحددات المهمة للانحرافات السعرية ما بعد الاعلان عن الارباح لذلك فإن أي اختلاف في كلف التنفيذ قد يقود الى سلوك سعري مختلف (Kothari,etal,2004:6). وهي معروفة لكل مستثمر لأنها تشمل، كلف الصفقات (العمولات والهوامش المطلوبة عند تنفيذ عمليات المراجعة)، وكلف الاحتفاظ (التأجيلات في تنفيذ تداول المراجعة) (Broman,2013:2). وقد تكون هناك محددات مرتبطة بالكلف القانونية والمشاكل المحاسبية، كما ان هذا النوع من الكلف قد يرتبط بكلف إيجاد خطأ التسعير والتعلم عنه وكلف الموارد المطلوبة لاستغلال هذا الخطأ (Herschberg,2012:15). فإيجاد خطأ التسعير قد يكون مكلف ويستهلك الكثير من الوقت. والتعلم يحتاج موارد بشرية عالية التخصص، وإستغلال خطأ التسعير قد يتطلب معرفة التكنولوجيا وأنظمة IT المكلفة والتي تساعد على التداول بسرعة تكرار عالية. لذلك يمكن ان يكون استغلال التسعير المبالغ به صعب جداً. فبيع الاوراق المالية بيعاً قصيراً يستلزم كلف، البائع القصير قد يكون عليه ارجاع الورقة المقترضة دون اشعار طويل مما يجعل افق البيع القصير غير اكيد، غير ان الكثير من المستثمرين مثل العديد من مديري صناديق التقاعد اوالصناديق المشتركة يواجهون محددات قوية على قراراتهم عن البيع القصير للأوراق المالية (Bodie,etal,2009:391). وهذا يمكن ان يقيد قدرة نشاط المراجعة على ائصال الأسعار إلى القيمة العادلة.

3- مخاطرة متداولوا الضجيج

إن أول من قدم هذه الفكرة (ديلونج 1990)¹ . وأطلق (Shleifer&Summer,1990:21) عليها تسمية مخاطرة إعادة البيع لأنها تأتي من عدم القدرة على التنبؤ بأسعار إعادة البيع المستقبلية، إذ تؤثر هذه المخاطرة بالخصوص في الافق الزمني للمستثمرين ومديري الصناديق. فحينما تكون مخاطرة إعادة البيع عالية سيكون لدى المستثمرين آفاق زمنية أقصر لأنهم يخشون من أن يجبروا على التسييل لأسباب خارجة عن سيطرتهم. وهي مخاطرة ان تستغل اخطاء التسعير من قبل المراجح بشكل اسوء على الامد القصير (Shleifer&Vishny,1997:35). وهذا يجبر المراجحين على تسييل مراكزهم بسرعة. فهناك دائماً احتمالية أن يصبح المتداولون المتشائمون أكثر تشاؤماً ويمكن توضيح ذلك بالمثال الآتي، على فرض ان هناك عقدين مستقبليين لسندين متطابقين تماماً احدهما في بورصة لندن والآخر في بورصة فرانكفورت وان سعر العقد في لندن اعلى منه في فرانكفورت وعندها يعمل المراجح على شراء العقد في فرانكفورت وبيعه في لندن. وعند التسليم سوف يحقق ربحاً ببساطة. ولكن الواقع اكثر تعقيداً من ذلك، فالمشكلة ان الاسعار الخاطئة قد تصبح خاطئة أكثر على الأمد القصير، فإذا كانت اخطاء التسعير التي يحاول المراجح استغلالها اسوء على

¹ للمزيد من الاطلاع مراجعة (DeLong,etal,1990:703).

الامد القصير، فإنه يولد عائدات سالبة، والمستثمرون قد يقرروا سحب أموالهم كونه تداولا غير كفوء. فإذا حدث ذلك فإنه سيجبر المراجع على تسييل مركزه مبكرا والخوف من هذا التسييل المبكر يجعله اقل مبادأة في استغلال اخطاء التسعير في المرحلة المبكرة (Barberis&Thaler,2003:1056).

4- مخاطرة النموذج

يجب ان يقلق المرء دائما من ان فرص الربح الواضحة هي أكثر وضوحا من الواقع (BoDie,etal,2009:391). فربما يستخدم المراجع نموذجا خاطئا لتقييم الورقة المالية وان السعر في الحقيقة صحيح، أو التنبؤ بالمقسومات المستقبلية خاطئ، أو قد يكون معامل الخصم الذي يطبقه المستثمر غير ملائم للمخاطرة الفعلية للموجود (Sciubba,2012:19). والتسعير الخاطئ قد يجعل المركز في مراهنه جيدة ولكن يبقى هذا المركز خطرا وهذا يحد من القدرة على اتخاذ واستغلال هذا المركز.

4-1 التحيزات والموجهات الادراكية

الجدول (2-1): اهم التحيزات الادراكية في كتابات المالية السلوكية

ت	اسم المؤلف	السنة	التحيزات
1.	Tversky and Kahneman	1974	1- التمثيلية 2- المتاحة 3- الارساء والتعديل
2.	Rabin	1988	1- التفضيلات أ- مستويات التفضيل والتكيف والخسائر 1) تجنب الخسارة (2) اثر الامتلاك (3) تحيز الوضع الراهن 4) حساسية التناقض ب- التفضيلات الاجتماعية 1) البحث عن المكانة والملكية والعدالة 2) الايثار ج- الاغراء والتبادلية 1) الايثار المتبادل (2) الارادة 2- التحيزات في الاحكام 3- تحيزات اخرى وتشمل : أ) تحيز الادراك المتأخر ب) المتاحة ج) الثقة المفرطة
3.	Kahneman&Riepe	1998	1- تحيزات الاحكام (الاخطاء المنتظمة في الحكم) أ- الثقة المفرطة ب-التقاولية ج-الادراك المتأخر ت- الاستجابة المبالغة لفرصة الاحداث 2- اخطاء التفضيل أ- الوزن غير الخطي للاحتماليات ب- تغيير قيمة الأشخاص وليس حالتهم ج-دالة القيمة ج- شكل وجاذبية المراهانات

<p>3- سعر الشراء كنقطة مرجعية أ. التأطير الضيق ب. اعادة المراهنة وسياسات المخاطرة ج. النظرات القصيرة والطويلة الامد 4- العيش مع عواقب القرار أ. الندم على الاهمال والارتكاب للفعل ب. الندم وتقبل المخاطرة</p>			
<p>1- الموجبات لتقليل التعقيد أ- تبسيط الحقائق ب-المحاسبة الذهنية ج- المتاحية د- تجاهل المعلومات وتشمل الادراك الانتقائي والاثار المتعكسة واثار الاولوية . 2- الاحكام السريعة أ- الارساء ب- التمثيلية وتشمل : 1- المبالغة بتقدير الاحتمالية 2- مغالطة الاشتراك (العطف) 3-مغالطة المراهنة 4- مغالطة الاحتمالية الطرفية 5- المبالغة بتقدير العلاقات التجريبية 6-المبالغة بتقدير علاقات السبب</p>	2001	Goldberg & Von Nitsch	.4
<p>1- الموجبات أ. اثار الاهتمام / الذاكرة / سهولة المعالجة ب. اثار التأطير الضيق / المحاسبة الذهنية/المرجعية ج. التمثيلية د. تحديث المعتقدات 2- خداع الذات 3- العواطف والسيطرة الذاتية أ. المشاعر والمزاج والقرار ب. تفضيل الوقت ج. النفور من الغموض 4- التفاعلات الاجتماعية</p>	2001	Hirshleifer	.5
<p>1- التحيزات المعتمدة على الموجبات أ. تحيز التمثيلية ب. مغالطة المراهن (قانون الارقام الصغيرة) ج. الثقة المفرطة د. الارساء والتعديل / المحافظة هـ. تجنب الغموض و. العاطفة والادراك المعرفي 2- اعتمادية الاطار أ. تجنب الخسارة ب. المحاسبة الذهنية / اعتمادية الاطار ج. تحرير المنفعة د. المجالات الادراكية والعاطفية هـ. السيطرة الذاتية</p>	2002	Shefrin	.6

و. الندم ز. وهم النقود			
1- التحيزات الادراكية أ- التمثيلية ب- التنافر الادراكي ج- الألفة د- المزاج والتفاؤلية ه- الثقة المفرطة و- أثر الامتلاك ز- الوضع الراهن ح- الارساء والنقاط المرجعية ط- قانون الارقام الصغيرة ي- المحاسبة الذهنية 2- التحيزات العاطفية أ- أثر التخلي ب- الارتباط العاطفي ج- تغيير تفضيلات المخاطرة 3- الآثار الاجتماعية أ- وسائل الاعلام ب- التفاعل الاجتماعي ج- الانترنت	2002	Baker&Nofsinger	.7
1- التحيزات في المعتقدات أ. الثقة المفرطة ب. التفاؤلية ج. التمثيلية د. التحفظ ه. المحافظة على المعتقد و. الارساء ز. تحيز المتاحية 2- التحيزات في التفضيلات أ- تحيزات نظرية الاحتمال ب- تجنب الغموض	2003	Barberis &Thaler	.8
4- التحيزات الادراكية ب- الثقة المفرطة ب- التمثيلية ج- الارساء والتعديل د- التنافر الادراكي ه- المتاحية و- الاعزاء الذاتي ز- وهم السيطرة ح- المحافظة ط- تجنب الغموض ي- المحاسبة الذهنية ك- التثبيت ل- الادراك المتأخر م- الحداثة ن- التأطير 5- التحيزات العاطفية أ- تحيز الامتلاك ب- السيطرة الذاتية ج- التفاؤلية د- تجنب الخسارة ه- تجنب الندم و- الوضع الراهن	2006	Pompian	.9
1- نظرية الاحتمال أ- تجنب الخسارة ب- التأطير ج- المحاسبة الذهنية 2- الموجهات أ- تحيز الألفة ب- تجنب الغموض ج- تحيز الامتلاك د- تحيز الوضع الراهن ه- التمثيلية و- خطأ المراهن ز- المتاحية ح- الحداثة ط- السمة البارزة ي- الارساء 3- الثقة المفرطة أ- التفاؤل المفرط ب- وهم السيطرة ج- سوء المقايضة د- أثر أعلى من المعدل 4- العناصر العاطفية	2010	Ackert&Deaves	.10

أ- الغضب ب- الازدراء ج- الخوف د- الاشمئزاز ه-السعادة و- الحزن ز- الندم ح- المفاجئة			
--	--	--	--

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الأدبيات المذكورة أعلاه

يصف المدخل التقليدي القرارات على أنها اختيارات بين احتمالات المخاطرة إذ يشكل متخذ القرار معتقدات عن احتماليات الاحداث وعن قيم (منافع) النتائج المتوقعة من هذه الاحداث، وبعد ذلك يقوم المرء بتحديد تفضيلاته بين خيارات المخاطرة. ويمكن ان تنشأ التحيزات من كلا عمليات تشكيل المعتقدات والتفضيلات.

يمكن تعريف التحيز بأنه انحراف عن نظرية السلوك المعياري أو الامثل أو العقلاني (Gilovich,etal,2002:3). أما الموجهات فهي آليات (قواعد ، استراتيجيات) لمعالجة المعلومات للوصول الى نتيجة سريعة (ليست مثلى بالضرورة) بأستخدام جهد قليل (Goldberg&VonNitzsch,2001:34).

استكشف (Tversky&Kahnman,1974:1124) الموجهات التي يوظفها عادة الأشخاص عند اتخاذ قرارات تحت ظروف عدم التأكد. والموجهات مفيدة لانها تجعل مهمة تقييم الاحتمالات الصعبة المرتبطة بعدم التأكد أسهل، ولكن هذه الموجهات على كل حال، يمكن ان تقود ايضا الى تحيزات منتظمة للاحكام. والادراك Cognition هو القدرة البشرية على المعرفة وهذه القدرة ليست مطلقة بل هي محدودة لثلاث أسباب، أولها قدرة الانسان المحدودة على فهم المعلومات وقدرته المحدودة على معالجة المعلومات واخيرا قدرته المحدودة على خزن المعلومات. والسبب الثاني بالذات هو المسبب الاساس للموجهات الادراكية Cognitive Heuristics (Wit&Meyer,2010:28).

لقد اقترح (Hirshleifer,2001:1534) توضيح موحد لاغلب تحيزات الاحكام واتخاذ القرار المعروفة في سياق علم نفس المستثمر وتسعير الموجودات كما ميز (Shefrin,2002) بين التحيز المعتمد على الموجهات Heuristics-Driven Bias واعتمادية الاطار Framing- Dependence وعَدّ الموجهات كقواعد مستندة على الاحكام والتجارب الشخصية السابقة Rule of Thumb وهي عادة ما تتولد من عمليات التجربة والخطأ وهذا يقود ايضا الى تحيزات منتظمة. واعتمادية الاطار تشير الى التمييز بين الجوهر والشكل، والوسائل التي تقدم بها مشكلة القرار أيضا مهمة. والموجهات الادراكية هي قواعد فكرية تعمل على تبسيط المشكلة بحيث يمكن ان تفهم وتحل بشكل سريع (Wit&Meyer,2010:30). وركز (Kahnman&Riepe,1998:53) على التحيزات بالاعتقادات والتفضيلات التي يجب ان يدركها المستثمر المالي وقدموا توصيات عن كيفية تجنبها أو التخفيف من أثارها السيئة. أما (Rabin,1998:11) فقد ناقش المجالات السلوكية المتنوعة والتي وجدها مهمة من ناحية المنظور الاقتصادي.

وقد تبني (Shefrin,2002:12) وجهة نظر تسمى عدم التحيز Debiasing والتي من خلالها يمكن تجنب الاخطاء المكلفة اذا تعلم المشاركون في السوق كيفية ادراك الاخطاء وفهم الاسباب

الاساسية لها وتجنبها اخيرا. وقد وجد (Kahnman&Riepe,1998:54) ان القدرة على ادراك المواقف التي يحتمل ان يرتكب فيها المرء أخطاء كبيرة تعد مهارة مفيدة لصناع القرار، وهنا ينبغي ان يوظف التفكير التحليلي او الانتقادي حينما لا تتوفر الثقة الكاملة بالحدس. ويعتقد (Goldberg&Von Nitzsch,2001:44) ان الأشخاص يمكن ان يزيدوا من نجاحهم التجاري من خلال معرفة الذات (Knowing-Myself). ويتشارك العديد من المدافعين عن المالية السلوكية بهذه النظرة، لكن قد تطرح بعض التساؤلات عن عدم وضوح شروط التنفيذ الناجح لعدم التحيز فكيف يدرك المستثمر بأنه متحيز؟ هل من خلال التغذية العكسية للسوق ام من خلال فصل الافكار والبواطن Introspection ام من خلال التفاعل الاجتماعي؟ وكيف ينفذون عملية اللاتحيز؟ هناك العديد من التحيزات التي تشرح سلوك المستثمرين في الأسواق المالية قد يصعب الإلمام بها جميعا ولكن هذا لا يمنع من تقديم أهمها وأكثرها تأثيرا.

وسيتم تقديم التحيزات الادراكية من خلال تقسيمها الى نوعين أساسيين - اعتمادا على ما تقدم من الدراسات والبحوث حول امكانية التصنيف هذه واعتمادا على نوع التحيز وارتباطه بتجنب الخسارة- هما التحيزات المرتبطة بالتفضيلات وهي التي تفسرها نظرية الاحتمال (Prospect Theory) في المبحث الثاني والتحيزات المرتبطة بالموجهات (Heuristics) والتي تفسرها قاعدة الاعتماد على التجارب السابقة في الحكم (Rule of Thumb) في المبحث الثالث.

2-1 المبحث الثاني: نظرية الاحتمال والتحييزات المرتبطة بها

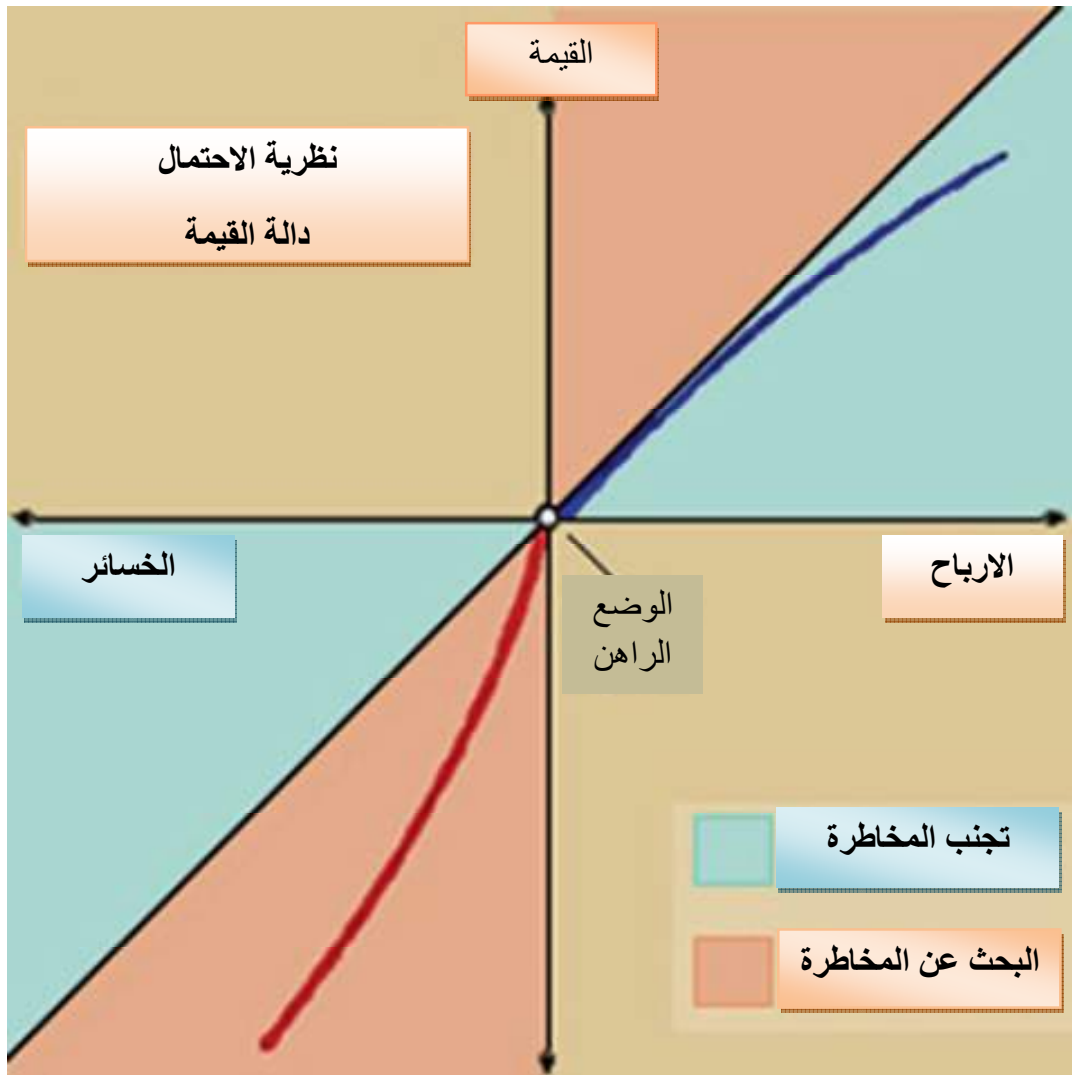
1-2-1 نظرية الاحتمال

تعد نظرية الاحتمال من اهم النظريات الخاصة بعملية اتخاذ القرار تحت ظروف عدم التأكد في السنوات الحالية. لقد بدأت هذه النظرية برؤية محددة تشير الى ان المنفعة المتوقعة المعيارية لا يمكن ان تفسر جميع عمليات اتخاذ القرار تحت ظروف المخاطرة (Baker&Nofsinger,2010:199). لذلك هي مثلت بديلا لنظرية تعظيم المنفعة المتوقعة، فنظرية المنفعة المتوقعة تقدم تمثيلا للسلوك الرشيد عند مواجهة حالات عدم التأكد ويعد المستثمر بحسب هذه النظرية متجنباً للمخاطرة. وكان Daniel Bernouli قد قدم الافكار الاولية لنظرية المنفعة في اواسط القرن الثامن عشر اذ قال إن قاعدة القرار في ظروف المخاطرة هو تعظيم المنفعة المتوقعة وليس تعظيم القيمة المتوقعة (Hede, 2012, 6) وقد طور نظرية المنفعة المتوقعة كل من (John Von Numann) و (Oskar Morgenstern) في محاولة منهم لتعريف السلوك الرشيد حينما يواجه الأشخاص ظروف عدم التأكد (ackert & deaves, 2010, 6). إذ وضعت نظرية المنفعة المتوقعة بالفعل للتعامل مع حالات المخاطرة وليس حالات عدم التأكد. فالمخاطرة يمكن قياسها باستخدام الاحتمالية ولكن لا يمكن قياس عدم التأكد بالاحتمالية. فحسب هذه النظرية دالة المنفعة مقعرة نحو نقطة الاصل وذات ميل نازل لكل مستويات الثروة.

لقد لاحظ علماء النفس نفور الأشخاص من الخسائر بشكل خاص، عند اتخاذهم قرارات خطيرة، وإن المستثمرين لايركزون فقط على القيمة الحالية لما يملكون ولكنهم يؤكدون على معرفة ما اذا كانت استثماراتهم ستحقق الربح ام الخسارة، وان قرارات الاشخاص في حالات عدم التأكد تتحرف بشكل نظامي عما تنتبأ به النظرية الاقتصادية القياسية (Howard, 2006, 6). وفي مقابل نظرية المنفعة المتوقعة قدم كل من (Daniel Kahneman) و (Amos Tversky) عام 1979 نظرية الاحتمال وهذه النظرية تختير كيفية تعظيم القيمة او المنفعة عند الاختيار بين البدائل التي تنطوي على مخاطرة (Alvia, 2010, 2). صممت نظرية الاحتمال للحصول على ثلاث تأكيدات سلوكية هي: أثر التأكد/الاحتمالية (إعطاء أوزان اكبر للنتائج التي تبعد عن الاحتمالية) والحساسية المتناقصة للخسارة (تجنب المخاطرة في مجال الارباح والبحث عنها في مجال الخسائر)، والثالث هو تجنب الخسارة (الالم الذي يسببه خسارة مبلغ معين أكبر من السعادة التي يسببها ربح المبلغ نفسه) (Ert&Erev,2010:4).

إن محتوى هذه النظرية يعتمد على أساسين الاول، ان المستثمرين يميلون الى التصرف بشكل مختلف حينما يواجهون احتمالات الارباح والخسائر (Jordan& Miller ,2008, 245) وجوهر هذه النظرية هو ان المستثمر يكون متجنباً للمخاطرة حينما تتعلق الامور بالارباح ويكون باحثاً عن المخاطرة حينما تتعلق الامور بالخسائر. على سبيل المثال عند طرح سؤال على افراد مجموعتين للاختيار بين رهان يقدم فرصة لربح مبلغ \$3000 باحتمال 25% ورهان يقدم فرصة لربح مبلغ \$4000 باحتمال 20% ، وجد بأن 65% من المستجيبين اختاروا الاخير (4000 , 20%). وحينما طلب منهم الاختيار بين رهان لربح \$3000 باحتمال 100% وبين رهان لربح \$4000 باحتمالية 80% اختاروا الخيار الاول. نظرية المنفعة المتوقعة هنا تشير الى ان الاشخاص يجب ان يختاروا الخيار نفسه في الحالتين (لان السؤال الاول نفس السؤال الثاني ما عدا ان احتماليات السؤال الثاني مضروبة بمقدار 4)، وتدعو نظرية الاحتمال هذا الاختلاف في الاجابة بأثر التأكد (Kahneman & Tversky, 1979, 264).

اما الاساس الثاني لنظرية الاحتمال فهو دالة القيمة. فدالة القيمة تختلف عن دالة المنفعة في نظرية المنفعة المتوقعة بسبب المرجعية التي تمثل الانطباع الشخصي للافراد. اذ ان ميل دالة القيمة يكون صاعدا لمستويات معينة من الثروة حسب نقطة مرجعية معينة ونازلا حسب مستويات ثروة اخرى بعد النقطة المرجعية (Shiller, 1997,4) لذلك حينما يقوم الأشخاص باتخاذ القرار فانهم ينصرفون لتعظيم دالة القيمة التي تأخذ الشكل S (Odean, 2000, 1). تسمى هذه الظاهرة بالحساسية المتناقصة والتي اشتقت من حقيقة أن الآثار الحدية للارباح والخسائر تكون أصغر كلما ابتعدنا عن النقطة المرجعية (Nicolau,2008:232). والشكل (5-1) يوضح دالة القيمة



الشكل (5-1): دالة القيمة

Source: Yazdipour, Rossoul, :Advances in Entrepreneurial Finance: With Applications From Behavioral Finance and Economics", Springer, 2011, p:26

ولدالة القيمة ثلاثة خصائص مهمة (Thaler,1999:185) :

- تعرف دالة القيمة من خلال الأرباح والخسائر نسبة لنقطة مرجعية. فالتركيز يكون على التغيرات في الثروة وليس على مستوى الثروة.
- كلا دالتي الأرباح والخسائر تظهر ميلا متناقصا، فدالة الأرباح مقعرة ودالة الخسائر محدبة وهذا يعكس مبدأ نفسيا أساسيا (الفرق بين \$10 و\$20 يبدو أكبر من الفرق بين \$1000 و\$1010).
- ظاهرة تجنب الخسارة، أي أن خسارة \$100 تؤلم أكثر من السعادة المتحققة بربح \$100.

وتقسم نظرية الاحتمال عملية اتخاذ القرار الى مرحلتين، الاولى التحرير والآخرى التقييم وكالآتي:

1- مرحلة التحرير Editing

ينشأ اثر التأطير حينما يتم وضع وصفا مختلفا للمشكلة نفسها بحيث يسلط الضوء على مجالات مختلفة من نتائج القرار وهنا يعتمد الاختيار على اسلوب تأطير البدائل وتقديمها. وهذا الامر مرفوض في نظرية المنفعة المتوقعة. ودور هذه المرحلة هو تنظيم الخيارات الممكنة لغرض تبسيط المرحلة الثانية وهي مرحلة التقييم وبالنتيجة تسهيل عملية اختيار البديل النهائي الذي له اعلى قيمة لمتخذ القرار، وتسمى هذه المرحلة مرحلة ادراك الفرصة (Schwesor,2012:156).

تشمل هذه المرحلة مجموعة من العمليات :

- **التصنيف Coding:** اي تصنيف النتائج الى ارباح وخسائر وليس على اساس المستوى النهائي للثروة. والارباح والخسائر تعرف هنا على اساس الوضع الراهن او على اساس نقطة مرجعية.
- **التوليف Combination:** وتشير الى الميل لجمع احتماليات الخيارات التي تقدم نتائج متطابقة. على سبيل المثال احتمال (500, 25% / 500, 25%) تختصر الى (500, 50%) لتسهيل عملية التقييم.
- **العزل (Segregation):** ويحدث حينما يتم فصل المكون الخالي من المخاطرة للاحتمال عن المكون الخطر لهذا الاحتمال.
- **الالغاء (Cancelation):** وهو الميل لشطب الخيارات ذات الاحتماليات المشتركة على سبيل المثال : الخيارات (20,0.3 / 100,0.5 / 200, 0.2) و (200, 0.2 / -50,0.4 / 300,0.4) تختصر لتصبح (100,0.5 / 20,0.30) و (-50,0.40 / 300,0.4) اي قمنا بحذف الخيار المشترك وهو (200,0.2).

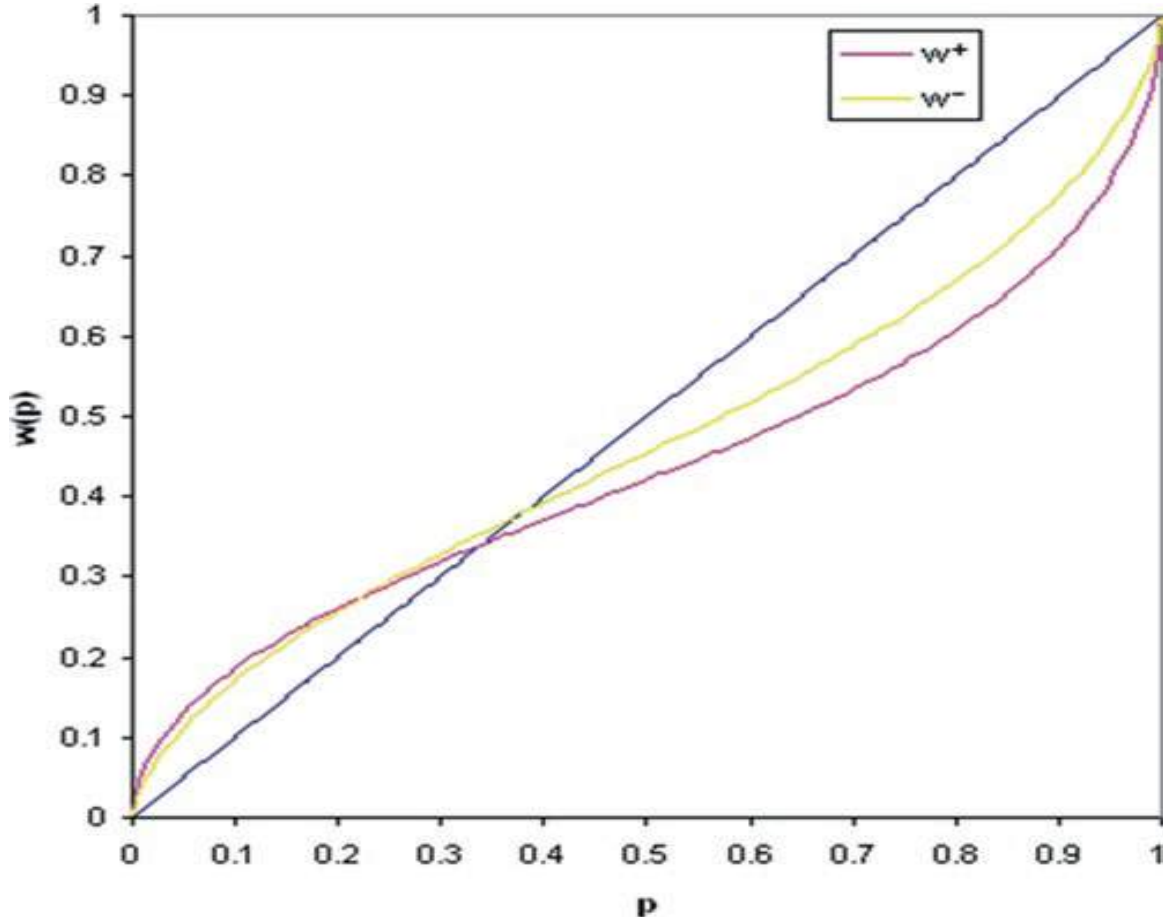
2-مرحلة التقييم

وهنا يتم تقييم كل النشاطات والمواقف المرتبطة بها والنتائج لكل قرار يتم اختياره. وفي هذه المرحلة يتم تقييم الاحتمالات المؤطرة واختيار اعلاها قيمة (Baron,2008:263). و تستخدم هنا دالة القيمة لتعيين القيم لكل احتمال او فرضية. وسيوضح ذلك بالمثل الآتي، على فرض ان هناك مراهنه ذات نتيجتين : x باحتمالية p و y باحتمالية $(1-p)$ إذ أن $x \geq 0 \geq y$. حسب نظرية الاحتمال قيمة المراهنه تحسب كالآتي

$$V=w(p) v(x)+w(1-p) v(y)$$

اذ ان w دالة ترجيح الاحتمالية، v هي قيمة المخرجات . القيمة في نظرية الاحتمال تحدد بالخسائر والارباح المتوقعة وليس بمستوى الثروة المتوقعة . فضلا عن ذلك فان دالة ترجيح الاحتمالية $w(P)$ هي ليست نفسها

الاحتمالية P . كما هو موضح في الشكل (6-1). إذ ان دالة ترجيح الاحتمالية تحول الاحتماليات الاصلية الى احتماليات شخصية تتبع نماذج لاختية. فالبشر لايتعاملون مع الاحتمالية كما هي ولكن يحرفوها لذلك يستخدمون دالة الاحتمالية $w(P)$ بدلا عن الاحتمالية P .



الشكل (6-1): دالة الاحتمالية للقيمة

Source: Sewell, Martin, "Behavioral Finance", University of Cambridge, 2010:4

ويبين الشكل (6-1) ان الدالة تكون مقعرة للارباح ومحدبة للخسائر. وهذه الدالة تكون اكثر انحدارا في الخسائر وهذا يعني ان الخسائر تسبب شعورا بالالم اكبر من شعور الراحة الذي يسببه المبلغ نفسه من الربح.

لقد قدم كل من (Kahneman&Tversky) مجموعة من البرامج البحثية عن متغيرات نظرية الاحتمال بين الأعوام 1971 - 1979. وفي الآتي وصف لمجموعة من المسائل التي قدموها والتي تظهر انتهاكات كبيرة لمبدأ التفضيل الذي يعد من بديهيات نظرية المنفعة الاقتصادية التقليدية. يظهر في البداية ان الاشخاص يعطون وزن مبالغ للناتج التي يعدونها اكيدة نسبة للناتج التي تكون محتملة فقط وهذه الظاهرة تسمى اثر

التأكد Certainty Effect و افضل مثال لاثر التأكد قدمه الاقتصادي الفرنسي إلياس وسمي تناقض Allais¹. ويبين الجدول (3-1) هذا التناقض من خلال المسائل (8-1)

الجدول (3-1) : أثر التأكد

احتمالية	تأكد
Problem 1: A: 2,500 2,400 0 N = 72 [%18]	باحتمالية .33, .66, .01; B: 2,400 أكيدة [%82]
Problem 2: C: 2,500 0 N = 72 [%83]	باحتمالية .33, .67; D: 2,400 0 [%17]
Problem 3: A: (4,000,.80), N = 95 [%20]	or (3,000) أكيدة [%80]
Problem 4: C: (4,000,.20), N= 95 [%65]	or D: (3,000,.25). [%35]
Problem 5: A: 50% احتمالية الفوز برحلة لثلاثة اسابيع الى انكلترا وفرنسا وايطاليا N = 72 [%22]	B: رحلة اكيدة الى انكلترا لمدة اسبوع [%78]
Problem 6: C: 5% احتمالية للفوز برحلة الى انكلترا وفرنسا وايطالي لمدة ثلاث اسابيع N = 72 [%67]	D: 10% لاحتمالية الفوز برحلة الى انكلترا لمدة اسبوع [%33]

¹ : قدم العالم الفرنسي الياس عام 1953 تجربة بين بها أن هناك انحرافا كبيرا عن نظرية المنفعة الترتيبية في الاقتصاد وقد استخدم المثال الآتي لتوضيح التناقض (Andereoni&Springer,2010:1): عند توجيه أسئلة عن الحالتين الآتيتين للمستجيبين:

1- الحالة الاولى

A- ربح اكيد بمقدار 100 مليون

B- ربح 500 مليون باحتمالية 10%، و100 مليون باحتمالية 89%، وعدم ربح شيء باحتمالية 1%

2- الحالة الثانية

A'- ربح 100 مليون باحتمالية 11%، وعدم ربح شيء باحتمالية 89%

B'- ربح 500 مليون باحتمالية 10%، وعدم ربح شيء باحتمالية 90%.

يتبين من المثال أن الخيارين في الحالة الاولى تشتركان بربح 100 مليون باحتمالية 89%. وعند حذف المشترك بين الخيارين ينتج عن ذلك تحقق الحالة الثانية. وحسب نظرية المنفعة المتوقعة، اذا تم تفضيل A على B عندها يجب تفضيل A' على B' لانهما يحققان النتيجة نفسها ومن ثم المنفعة نفسها، ولكن بالرغم من ذلك فإن غالبية المستجيبين فضلوا A على B وفضلوا بالوقت نفسه B' على A وهذا يناقض احدى بديهيات نظرية المنفعة المتوقعة وهي بديهية الاستقلالية independence.

Problem 7:	A: (6,000, .45), N = 66 [%14]	B: (3,000, .90) [%86]
Problem 8:	C: (6,000, .001), N = 66 [%73]	D: (3,000, .002) [%27]

Source: Kahneman, Daniel & Tversky, Amos, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", *Econometric*, Vol. 47, No. 2, 1979,265-267.

يظهر من الجدول ان 82% من المستجيبين اختاروا B من المسألة 1 و 83% من المستجيبين اختاروا C من المسألة 2. وكل من هذه التفضيلات هي بمستوى معنوية 0.01. وهذا النموذج من التفضيل ينتهك نظرية المنفعة المتوقعة بالطريقة نفسها التي وصفها Allaise. حسب هذه النظرية :

$$U(2400) > 0.33 u(2500) + 0.66 u(2400)$$

او

$$0.34 u(2400) > 0.33 u(2500)$$

والتفضيل في المسألة الثانية جاء معاكسا للتفضيل في المسألة الاولى. لكن المسألة الثانية تم الحصول عليها من المسألة الاولى من خلال طرح ربح 2400 باحتمالية 0.66 من كلا الحالتين A و B وهذا التغيير قلل من الرغبة بالخيار B في المسألة 1 مع التحول من حالة التأكد الى حالة الاحتمال.

أما المسألتين 3 و 4 فهي تنتهك قاعدة اقتصادية اخرى لنظرية المنفعة وهي بديهية الاحلال اي انه اذا كان B مفضل على A عندها اي مزيج احتمالي (B,p) يجب ان يفضل على (A,p). ولكن المستجيبين لم يخضعوا لهذه البديهية. فتقليل احتمالية الربح من 1 الى 0.25 كان له اثر اكبر من تقليلها من 80%—20%.

والمسألتين 5 و6 توضحان أثر التاكيد بمسائل غير نقدية.

أما المسألتان 7 و 8 فتؤكدان بأن اثر التاكيد هو ليس النوع الوحيد من الانتهاكات لبديهية الاحلال. إذ يلاحظ من المسألة 7 بان احتماليات الربح كبيرة واغلب المستجيبين اختاروا الحالة التي يكون بها الربح أكثر احتمالية. لكن في المسألة 8 كانت هناك امكانية للربح بيد أن الاحتماليات صغيرة في الحالتين. وإذ أن الربح هنا كان ممكنا وليس محتملا فإن اغلب المستجيبين اختاروا الحالة التي تحقق الربح الاكبر .

المسائل السابقة توضح موقف تجاه المخاطرة لا يمكن ان تفسره نظرية المنفعة المتوقعة. وهو أن حجم الاحتمالية يوتر في نوعية قرارات المستجيبين لانهم يسلكون سلوك متجنب المخاطرة حينما تكون الاحتماليات كبيرة وسلوك الباحث عن المخاطرة حينما تكون الاحتماليات صغيرة.

ويبين الجدول (4-1) أثر آخر لنظرية الاحتمال وهو أثر الانعكاس Reflection Effect. في المقطع السابق تم مناقشة التفضيلات فيما بين الاحتمالات الموجبة اي الاحتمالات التي لا تتضمن مخاطرة. لكن مالذي يحدث اذا تم عكس اشارات المخرجات بحيث تبدل الارباح الى خسائر؟

الجدول (4-1): اثر الانعكاس

Positive Prospects			Negative Prospects		
Problem 3 :	$(4,000, .80) < (3,000)$.		Problem 3' :	$(-4,000, .80) > (-3,000)$.	
N = 95	[%20] [%80]		N = 95	[%92] [%8]	
Problem 4 :	$(4,000, .20) > (3,000, .25)$.		Problem 4' :	$(-4,000, .20) < (-3,000, .25)$.	
N = 95	[%65] [%35]		N = 95	[%42] [%58]	
Problem 7 :	$(3,000, .90) > (6,000, .45)$.		Problem 7' :	$(-3,000, .90) < (-6,000, .45)$.	
N = 66	[%86] [%14]		N = 66	[%8] [%92]	
Problem 8 :	$(3,000, .002) < (6,000, .001)$.		Problem 8' :	$(-3,000, .002) > (-6,000, .001)$.	
N = 66	[%27] [%73]		N = 66	[%70] [%30]	

Source: Kahneman, Daniel & Tversky, Amos, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", Econometric, Vol. 47, No. 2, 1979,268.

الجانب الايسر من الجدول (4-1) يوضح اربعة من المشاكل المختارة والتي نوقشت في المقطع السابق و يوضح الجانب الايمن مسائل مختارة معكوسة الاشارة (حالات خسائر). و يلاحظ من الجدول بان التفضيلات فيما بين الحالات السالبة (الخسائر) هي صورة معكوسة للتفضيلات فيما بين الحالات الموجبة (الارباح). وهذا ما يسمى باثر الانعكاس. وفيما يأتي توضيح لذلك:

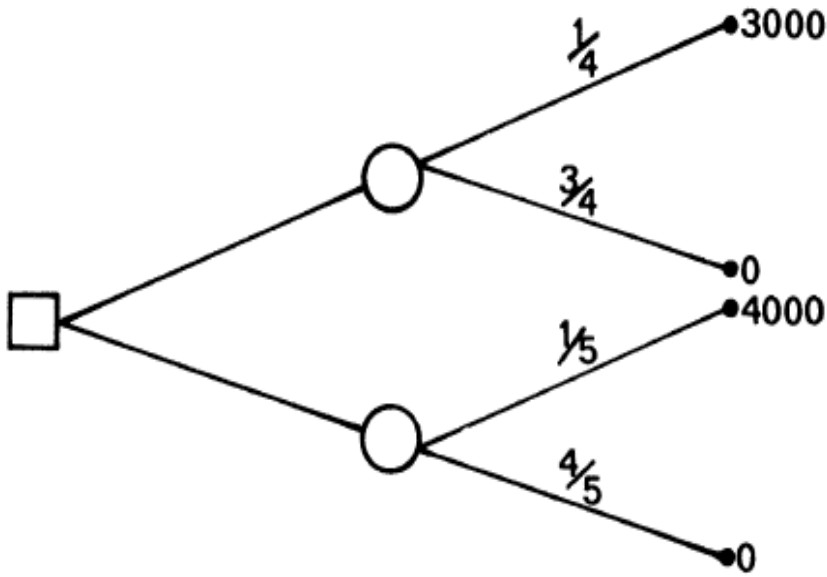
- 1- اثر الانعكاس يعني ان تجنب المخاطرة في المجال الموجب يترافق مع البحث عن المخاطرة في المجال السالب. على سبيل المثال في المسألة 3 اغلب المستجيبين يفضلون قبول مخاطرة 80% لخسارة \$4000 على خسارة اكدية لمبلغ \$3000 رغم ان المراهنه لها قيمة متوقعة اقل.
- 2- التفضيلات فيما بين الاحتمالات الموجبة في الجدول (4-1) لا تتطابق مع نظرية المنفعة المتوقعة. والتفضيلات بين الاحتمالات السالبة المطابقة لها ايضا تنتهك مبدأ التوقع بالطريقة نفسها. على سبيل المثال المسائل 3' و 4' مثل المسائل 3 و 4 تثبت ان النتائج المتحصلة بظل حالة التاكيد تعطى وزن أكبر نسبة الى النتائج غير الاكيدة. ففي المجال الموجب اثر التاكيد يسهم في تفضيل تجنب المخاطرة للارباح الاكيدة على الارباح الاكبر التي تكون محتملة فقط. وفي المجال السالب الاثر نفسه يقود الى تفضيل البحث عن المخاطرة للخسائر المحتملة على الخسائر الاصغر والاكيدة. ونفس المبدأ النفسي - إعطاء وزن اكبر للتأكد - يجعل المستجيبين يفضلون تجنب المخاطرة في المجال الارباح والبحث عن المخاطرة في مجال الخسائر.

3- اثر الانعكاس يزيل تجنب عدم التأكد او التقلب كما يتوضح في اثر التأكد. على سبيل المثال التفضيلات المهيمنة [(3000) على (4000,0.80) و (4000,0.20) على (3000,0.25)]. ولحل عدم التوافق الواضح هذا يمكن ان يستحضر افتراض ان المستجيبين يفضلون الاحتمالات التي لها قيمة متوقعة اعلى وتباين اقل كما أكد (Allais,1953). ولأن (3000) ليس لها تباين بينما (4000, 0.80) لها تباين عالٍ فان الاحتمال الاول يمكن ان يتم اختياره بالرغم من ان قيمته المتوقعة اقل . لكن حينما يتم تقليل الاحتمالات فان الفرق في التباين بين (3000, 0.25) و (4000, 0.20) غير كافٍ لتجاوز الفرق في القيمة المتوقعة. ولان (-3000) لها قيمة متوقعة اعلى وتباين اقل من (-4000, 0.80) فان هذا الحساب يستلزم تفضيل الخسارة الاكيدة عكس ما موجود في البيانات. لذلك فان البيانات لا تتوافق مع فكرة ان التأكد بشكل عام يكون مرغوب دائما. بدل ذلك يبدو ان التأكد يزيد تجنب الخسائر و كذلك يزيد الرغبة بالارباح.

أما الأثر الثالث لنظرية الاحتمال فهو اثر العزل Isolation Effect. لتبسيط الاختيار بين البدائل غالبا ما يتخلّى الاشخاص عن المكونات المشتركة بين البدائل ، ويركزون على المكونات المتميزة (Tversky,1972:281). وهذا المدخل لاختيار المسائل قد ينتج عنه عدم توافق التفضيلات لان اي زوج من الاحتمالات يمكن ان ينقسم الى مكونات مشتركة ومكونات متميزة باكثر من طريقة والتقسيم المختلف احيانا يقود الى تفضيلات مختلفة وهذه الظاهرة تسمى اثر العزل وتبينها المسألة 9 الآتية كما قدمها (Kahneman&Tversky,1979:271) :

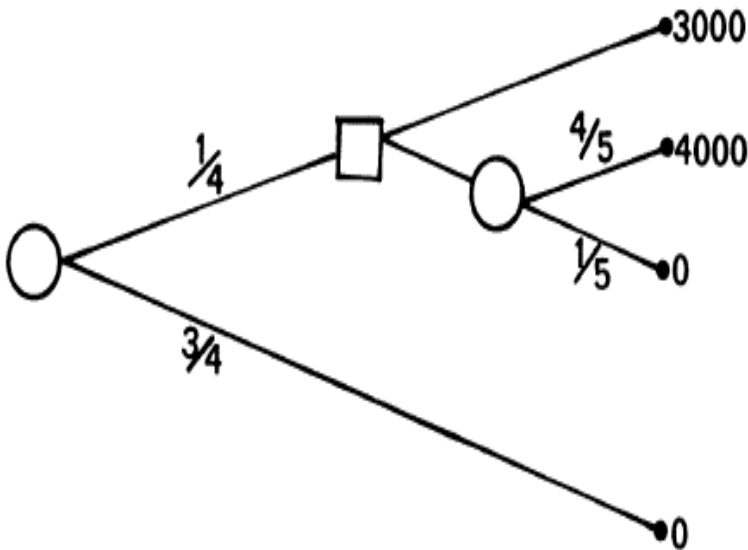
مسألة 9: اللعبة الآتية مكونة من مرحلتين، في المرحلة الاولى هناك احتمالية 0.75 لانتهاء اللعبة دون ربح شيء، واحتمالية 0.25 للانتقال الى المرحلة الثانية. فاذا وصلت الى المرحلة الثانية ستكون امام حالتين فإما أن ترباح (3000) أو (80%، 4000) والاختيار ينبغي ان يتم قبل بداية اللعبة اي قبل ان تعرف نتيجة المرحلة الاولى. الواقع المرء في هذه اللعبة يكون أمام حالتين: فرصة لربح 4000 باحتمال 0.20 والثانية فرصة لربح 3000 باحتمال 0.25. لذلك من ناحية المخرجات والاحتمالات النهائية قد يواجه المرء الخيار بين (4000, 0.20) و (3000, 0.25) كما في المسألة 4 السابقة. لكن التفضيلات المهيمنة كانت تختلف في المسألتين. فمن بين 141 مستجيب اجابوا عن هذه المسألة اختار 75% منهم الحالة الثانية وهذا عكس نموذج التفضيل في المسألة 4. فمن الواضح ان المستجيبين تجاهلوا المرحلة الاولى من اللعبة والتي نتائجها مشتركة لكلا الاحتمالين وعدّوا هذه المسألة هي مجرد خيار بين (3000) و (4000, 0.80) كما في المسألة 3.

الصياغات المعيارية والمتعاقبة الطبيعية للمشككتين 4 و 9 مثلتا بشجرة القرار في الشكلين (7-1) و(1-8) على التوالي.



الشكل (7-1): تمثيل المشكلة 4 كشجرة قرار (الصيغة المعيارية)

Source: Kahneman, Daniel & Tversky, Amos, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", *Econometric*, Vol. 47, No. 2, 1979. P:272



الشكل (8-1): تمثيل المشكلة 10 كشجرة قرار (الصيغة التعاقبية)

Source: Kahneman, Daniel & Tversky, Amos, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", *Econometric*, Vol. 47, No. 2, 1979. P:272

الجدير بالذكر إن المربعات في الشكلين تشير الى عقد القرار والدوائر تشير الى عقد الفرص. والفرق الرئيسي بين الشكلين هو موضع عقدة القرار في الشكل المعياري (1-7) يواجه صانع القرار حالة اختيار بين احتمالين خطرين بينما يواجه في الشكل التعاقبي (1-8) الاختيار بين احتمال خطر واحتمال خالي من المخاطرة. وهذا يتم انجازه بتقديم اعتمادية بين الخيارات دون تغيير الاحتمالات او النتائج. بالتحديد الحدث (عدم ربح 3000) موجود ضمن الحدث (عدم ربح 4000) في الصيغة التعاقبية. لذلك فان نتيجة ربح 3000 لها ميزة التأكد في الصيغة التعاقبية بينما لم تكن حالة التأكد هذه موجودة في الصيغة المعيارية.

ان عكس التفضيلات بسبب الاعتمادية بين الاحداث مهم جدا لانه ينتهك الافتراض الاساس للتحليل النظري للقرار وهو ان المفاضلة بين الحالات تتحدد كلية باحتمالات الحالات الاخيرة.

توضيح ذلك يكون بالمسائل الظاهرة في الجدول (1-5) والتي قدمت لمجموعتين مختلفتين من المستجيبين.

الجدول (1-5): أثر العزل

Problem 10:	A: (1,000, .50). N= 70 [16]	and	B: (500) [84]
Problem 11:	C: (-1,000, .50). N= 68 [0.69]	and	D: (-500). [0.31]
Problem 12:	(6,000, 0.25), N= 68 [18]	or	(4,000, .25; 2,000, .25). [82]*
Problem 12':	(-6,000, .25) N= 64 [0.70]	or	(-4,000, .25 ; -2,000, .25). [0.30]
-			
Problem 13:	(5,000, .001), N= 72 [0.72]	or	(5). [0.28]
Problem 13':	(-5,000, .001). N= 72 [0.17]	or	(-5). [0.83]

يمنح متخذ القرار في المسألة 10 مبلغ \$1000 ويطلب منه المفاضلة بين الحالتين A و B. بينما يمنح \$2000 في المسألة 11 ويطلب المفاضلة بين الحالتين C و D. أغلب المستجيبين اختاروا B في المسألة 10 و C في المسألة 11. وهذه التفضيلات تطابق اثر الانعكاس والذي يظهر تجنب المخاطرة للاحتمالات الموجبة والبحث عن المخاطرة للاحتمالات السالبة. لكن عند النظر الى النتيجة النهائية فان مسألتي الاختيار متطابقتين وكالاتي:

$$A = (2000, 0.50 ; 1000, 0.50) = C$$

$$B = (1500) = D$$

في الواقع المسألة 11 مشتقة من المسألة 10 من خلال اضافة \$1000 الى الجائزة الاولى وطرح 1000 من كل النتائج. ومن الواضح ان المستجيبين لم يهتموا الجائزة في كلا الحالتين. فالجائزة لم تدخل في مقارنة الاحتمالات لانها مشتركة في كلا الخيارين في كل مسألة .

وننتج هذا النموذج لا تتطابق بتاتا مع نظرية المنفعة. ففي نظرية المنفعة على سبيل المثال تتحقق المنفعة المخصصة نفسها للثروة من \$100000 بغض النظر عما اذا جاءت من ثروة سابقة تبلغ 95000 او \$105000. بالنتيجة الخيار بين الثروة الكلية البالغة \$100000 والاحتمالات المتساوية لامتلاك 95000 او 105000 يجب ان تكون مستقلة عن ما اذا كان المرء يمتلك الآن المبلغ الاكبر او الاصغر. ومع اضافة افتراض تجنب المخاطرة فان النظرية تدعي بان التاكيد من امتلاك 100000 يجب ان يفضل دائما على المغامرة. على كل حال الاستجابات للمسألة 11 وللعديد من الاسئلة السابقة تؤكد ان هذا الادعاء سوف يتم الحصول عليه اذا كان المرء يمتلك المبلغ الاصغر وليس المبلغ الاكبر.

التجاهل الواضح للجائزة المشتركة في كلا الخيارين في المسألتين 10 و 11 يعني بان تغيرات القيمة او المنفعة تغير من الثروة وليس المراكز النهائية للموجود التي تتضمن الثروة الحالية. أما المسألتين 12 و 12' فتظهران شكل دالة القيمة المستندة الى الاستجابات للارباح والخسائر والتي تكون مقعرة للارباح ومحدبة للخسائر كما ظهر في الشكل (1-5). والمسألتين 13 و 13' تظهران كيفية اتخاذ القرار اذا اختلفت أحجام الاحتماليات بشكل كبير. إذ يتم اعطاء وزن أكبر للاحتماليات الصغيرة جدا ففي المسألة 13 يفضل الاشخاص ما قد ينتج من منفعة عند ربح بطاقة اليانصيب على قيمة هذه البطاقة بالمقابل هم يفضلون في المسألة 13' خسارة مبلغ صغير (والتي ينظر اليها على أنها دفعة لعلاوة تأمين) على احتمالية صغيرة لخسارة مبلغ كبير.

لقد نتج عن نظرية الاحتمال العديد من التحييزات المرتبطة بها وهو ما سيوضح أدناه

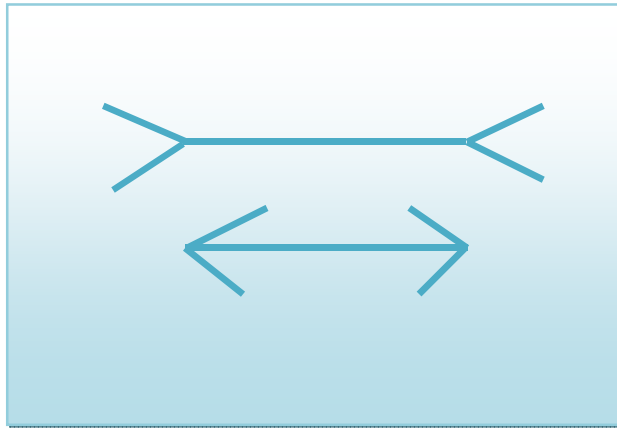
1-2-2-1 التحييزات الادراكية المرتبطة بنظرية الاحتمال

1-2-2-1: تحيز التأطير Framing Bias

هو من المفاهيم الكلاسيكية ومن أول التحييزات التي طرحت في المالية السلوكية، وهو يفسر كيف أن تغيير الجملة أو صيغة السؤال يجعل المستجيبين يغيرون استنتاجاتهم عند بقاء جميع المتغيرات الاخرى ثابتة (Harrington,2011:2). الاطار هو شكل يستعمل لوصف مشكلة القرار. واعتمادية الاطار تعني ان الشكل يعد مؤثرا بالسلوك (Shefrin,2000:11). أما التأطير فهو عملية غريبة عدد قليل من العناصر للواقع المدرك وتجميع القصة التي تسلط الضوء على الارتباطات بين العناصر للحصول على تفسير محدد (Entman,2007:164). وهو يبين كيفية تأثير طريقة تقديم المشكلة على صانع القرار حينما يتخذ قراره (Deng&Deng,2011:1) وهذا يقود الى فشل متخذ القرار في إظهار المتطلبات الأولية للإنسجام والترابط بين عناصر المشكلة (Dufwenberg,etal,2010:2). إذ يعطي الإطار أهمية بارزة لافكار معينة تشجع على التفكير والشعور والقرار بطريقة معينة. والاطار يتأثر بطريقة تقديم او عرض السؤال والخصائص الشخصية للمستجيب (Hede,2012:22). فالتأطير هو ميل متخذ

القرار للاستجابة للمواقف المتنوعة بشكل مختلف اعتمادا على السياق الذي يقدم به الخيار (الاطار)، وفي الحياة الواقعية يستفيد الاشخاص عادة من بعض المرونة في تحديد كيفية التعامل مع المشاكل التي يواجهونها.

يمكن توضيح فكرة التأطير بشكل بصري كما في الشكل (9-1)



الشكل رقم (9-1) : وهم ميلر-لاير

Source : Schragger, James E& Madansky,Albert . " Behavioral Strategy: a foundational View" Journal of Strategy and Management VOL.6 No1, 2013: 8

يخضع الاشخاص للتأطير هنا من خلال الوهم البصري والذي يقودهم للقول بأن الخط العلوي هو الاطول. ولكن مع توصيل خطوط عمودية عليها نجد أنهما متساويان بالطول.

إن تحيز التأطير ينتهك قاعدة ترتيب الافضليات، إذ يترك أثره حينما تطرح أوصاف مختلفة لموضوع القرار نفسه مما يقود الى تفضيلات مختلفة رغم بقاء جميع النشاطات والمخرجات والظروف الخاصة بالقرار نفسها (LeBoeuf&Shafir,2003:78). ورغم أن التأطير من المفاهيم الغنية والمفيدة نظريا لكنه يعاني من فقدان تعريف واضح متماسك. فهو بناء مفاهيمي نفسي واجتماعي وسياسي، يختلف معناه اعتمادا على الظروف أو على السؤال المقدم أو على مستوى التحليل أو على التعامل النفساني للاطار (Hallahan,1999:210). لذلك يؤكد التحيز على تقديم سياق تقدم من خلاله المعلومات ويتم معالجتها بطريقة معينة ويطبق على طيف واسع من المواقف. فالتأطير هو ليس ما تقول ولكن كيف تقول. وهناك سبعة تطبيقات للتأطير قدمها (Hallahan,1999) وهي كالآتي:

- 1- **تأطير الموقف:** يقدم هيكل لاختبار الاتصالات المرتبطة بتحليل النقاشات والتفاوض وغيرها من التفاعلات الانسانية.
- 2- **تأطير الخصائص:** يتم من خلاله إبراز خصائص الأشياء والاشخاص مع تجاهل غيرها من الخصائص، إذ يحدث عندها التحيز في مجال معالجة المعلومات.
- 3- **تأطير الخيارات:** وضع القرارات البديلة إما على شكل سلبي (خسائر)، أو إيجابي (أرباح)، إذ يتقبل الاشخاص المخاطرة لتجنب الخسارة أكبر من تقبلهم للمخاطرة عند ربح المبلغ نفسه.

- 4- تأطير النشاطات: ويحدث في مجالات الإقناع، إذ تتأثر احتمالية بذل الجهد للوصول الى الهدف المنشود بطريقة وضع البدائل بشكل سلبي أم إيجابي.
- 5- تأطير القضايا المهمة: يمكن شرح المشاكل الاجتماعية والخلافات المهمة من خلال مفاهيم مختلفة للطراف المختلفة.
- 6- تأطير المسؤولية: يميل الأشخاص لاعزاء أسباب الاحداث إما الى عناصر داخلية أو خارجية اعتمادا على مستوى السيطرة والاستقرار، إذ يرسم الأشخاص دورهم في الاحداث بشكل يتلائم مع صورتهم الشخصية بطريقة تعظم المنافع وتقلل الملامة.
- 7- تأطير الاخبار: تستخدم التقارير الإعلامية مواضيع مألوفة ورنانة لابدال المعلومات عن الحدث، إذ تتنافس المصادر الاعلامية على رسم أو تأطير القصص والاخبار لشرح أفكارها.

لذلك فإن التأطير في إتخاذ القرار يؤثر في القرارات في مجالات متنوعة مثل الطب والتفاوض وعقود العمل والتصويت والمرهانات وأحكام المستهلكين وعمليات الإقناع.

هناك أدلة يومية على تحيز التأطير يمكن أن نجدها في متاجر التجزئة وشركات البيع. فهناك ما يسمى بأثر الرقم 9 (Anderson&Simester,2003:93). فحينما يعالج الزبائن المعلومات يعطى الرقم الذي يقرأ أولاً أهمية أكبر من الرقم الذي يليه. على سبيل المثال، تضع الشركة سعر \$19.99 وليس \$20 للسلعة لان قيمة الرقم 19 أقل من 20 وهذا يعطي وهم بأن السعر الاول أفضل بكثير من الآخر بالرغم من الفرق قليل جدا لا يتجاوز 1 سنت. كما أن العديد من التجار يضع اسعار لمضاعفات الفقرات (Pompian,2006:238). بمعنى "2 فقرة بسعر \$2" أو "3 فقرة بسعر \$7" ولكن هذا لا يعني بالضرورة أن هناك خصم على سعر السلعة.

لقد درس (Kahneman&Tverski,1984) تحيز التأطير في عينة من الاطباء بالاعتماد على السؤال الآتي لكل طبيب: تخيل أن الولايات المتحدة تستعد لمواجهة وباء لمرض خطير غير اعتيادي يتوقع ان يقتل 600 شخص وهناك برنامجين بديلين لمواجهة المرض وعلى فرض أن التقديرات العلمية الدقيقة لعواقب كلا البرنامجين كالآتي: اذا تم تبني البرنامج A سيتم انقاذ 200 شخص واذا تم تبني البرنامج B فان هناك احتمالية الثلث بان جميع الأشخاص سيتم انقاذهم واحتمالية الثلثين بأن يموت جميع الأشخاص. فاي البرنامجين تفضل؟ 72% من المستجيبين اختاروا البديل A وهي الاستراتيجية الامنة والاكيدة و 28% قبلوا المخاطرة واختاروا الخيار B. لاحظ إن إطار طرح السؤال كان ايجابيا مركزا على الأشخاص الذين سيعيشوا. وعند اعادة التجربة نفسها على اطباء آخرين وطرح السؤال نفسه ولكن بأطار سلبي: تخيل أن الولايات المتحدة تستعد لمواجهة وباء لمرض خطير يتوقع ان يقتل 600 شخص. وتشير التقديرات العلمية لبديلين كالآتي: اذا طبق البرنامج C سيتم موت 400 شخص واذا طبق البرنامج D فهناك احتمالية الثلث ان لا يموت احد واحتمالية الثلثين ان يموت كل المرضى. أي البرنامجين تفضل؟ لاحظ ان كلا السيناريوهين متطابقين انقاذ 200 من 600 مريض يعني موت 400 شخص وحينما تم تأطير السؤال بالشكل السلبي اصبح تركيز المشاركين على الخسائر وليس الارباح لذلك اجابوا بشكل مختلف جدا. ففي الحالة الثانية 22% اختاروا الاستراتيجية المحافظة : موت 400 بينما 72% شعروا براحة أكبر مع الخيار الثاني الذي به احتمالية للنتائج لذلك كانت الاجابة معاكسة تماما للسيناريو الاول (Hens&Rieger,2010:55).

إن تأطير القرار هو ادراك شخصي لصانع القرار عن النشاطات والنتائج والمواقف المرتبطة بخيار معين. والاطار الذي يتبناه صانع القرار يسيطر عليه جزئيا من خلال صياغة المشكلة وجزئيا بالمبادئ والعادات والخصائص الشخصية لمتخذ القرار. فمن الممكن تأطير مشكلة القرار بأكثر من طريقة. ويحدث أثر التأطير حينما تتغير التفضيلات كدالة لبعض التغيرات في الاطار (الميل لتجنب المخاطرة تجاه الارباح والبحث عن المخاطرة في حالة الخسائر) (Kubberger,2002:1162). ولأثر الانعكاس هذا وجود قوي في الأسواق المالية فالمستثمرون في سوق الأسهم لديهم ميل للاحتفاظ بالموجودات التي تتناقص قيمتها وبيع الموجودات التي تزداد قيمتها وهذا يشير الى تردد في إدراك الخسائر ويسمى أثر التخلص Disposition Effect (Lakshminarayanan,etal,2011:689).

لقد طرح (Kahneman,2003:1459) مفهوم التأطير الضيق ويعني أن قرارات المستثمرين حول استثمارات معينة يبدو أنها تتخذ بمعزل عن باقي محفظة المستثمر، والافق الزمني الذي يتبناه المستثمر لتقييم استثماراته يبدو أنه قصير بشكل غير معقول. وهذا المفهوم يمكن أن يفسر لغز علاوة الملكية. فالتأطير الضيق يجعل الاشخاص يطلون الموقف بشكل منعزل ومتجاهل للمحيط الاكبر (Gitman&Joenk,2008:413). وأوضح مثال على ذلك هو ميل المحلل الاستثماري لتحليل جاذبية سهم معين دون الاهتمام بأثر هذا السهم في المحفظة الحالية للمستثمر، وقد يهتم المستثمر بسهم تكنولوجيا جديد واداءه جيد، ولكن إذا كانت المحفظة تحوي الكثير من أسهم التكنولوجيا بالاساس، فإن إضافة هذا السهم قد لا يكون قرارا صحيحا.

إن تأطير القرار مسألة سائدة في سلوكيات المستثمرين فوضع الاطار التفاضلي والتشاؤمي للمسألة يؤثر في قرار المستثمرين، على سبيل المثال اذا عرض على مستثمر محفظتين A و B وعلى فرض أن المحفظة A لها احتمالية 70% أن تحقق اهدافه الاستثمارية، بينما المحفظة B لها احتمالية 30% أن لا تحقق اهدافه الاستثمارية وهنا فإن المستثمر سيختار المحفظة A لان أدائها المستقبلي وضع بأطار أكثر جاذبية. إن التأطير وتجنب الخسارة يعملان معا حينما يعاني الاشخاص من خسائر فقد ينظر للخسائر على انها الوقت المناسب للمباشرة بسلوك أخذ المخاطرة وحينما يحصل الاشخاص على ارباح فقد يشعروا بتهديد من جانب الخيارات التي تستلزم مخاطرة اضافية. وبالاعتمادا على طريقة طرح السؤال يستجيب المستثمرون للسؤال عن مدى تسامحهم في المخاطرة اما بشكل متحفظ جدا او بشكل مجازف جدا. فعند وضع السؤال باطار الارباح تصبح استجابة تجنب المخاطرة اكثر احتمالا. كما أن طريقة التفاضل والتشاؤم التي تتأثر بها طريقة توزيع الاستثمارات تؤثر في تفضيل او عدم تفضيل الاستثمار. فالسؤال المقدمة بكلمات متفائلة اكثر احتمالا في تحقق استجابات ايجابية. والتأطير الضيق يمكن ان يجعل المستثمرين قلقين من التقلبات السريعة قصيرة الامد في صناعة او سهم معين، والمخاطرة هنا تكمن بالتركيز فقط على تقلبات السوق قصيرة الامد وقد ينتج عن ذلك تداول مفرط. ويمكن للتأطير وتجنب الخسارة ان يعمل معا لشرح تجنب المخاطرة المفرط فالمستثمر الذي يعاني من صافي خسائر يصبح اكثر احتمالا لاختيار استثمارات الاخطر بينما صافي الارباح يشعر معها بميل اكبر تجاه البدائل الاقل مخاطرة.

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

يعني تحيز المحاسبة الذهنية تخصيص الاشخاص للموجودات المالية في أصناف مختلفة داخل عقولهم بدلا من معاملتها كمكونات لمحفظة واحدة (Morris,2008:10). فمدخرات التقاعد توضع في حساب ذهني يختلف تماما عن الاموال المدخرة لشراء منزل مثلا. والمحاسبة الذهنية تعني أن الاشخاص يقيمون الاموال بشكل مختلف اعتمادا على مصدرها ويصنفون هذه الاموال الى أصناف مختلفة (Sophie,etal,2013:3). ومن ثم يضع الاشخاص أموالهم في حسابات مختلفة بطريقة تشابه الطريقة التي تضع المنظمات بها إجراءاتها المحاسبية لاتخاذ قراراتها المالية. فالمحاسبة في المنظمات هي نظام تسجيل وتلخيص صفقات الاعمال والصفقات المالية في السجلات وتحليل وتأكيده وتسجيل النتائج (Thaler,1999:184). ويحتاج الاشخاص والعوائل أيضا لتسجيل وتلخيص وتحليل نتائج صفقاتهم وجميع الاحداث المالية الاخرى من أجل تعقب مجالات انفاق الاموال والابقاء على هذا الانفاق تحت السيطرة. لقد استخدم (Tversky&Kahneman,1981:456) مصطلح المحاسبة النفسية وأبدلوه الى مصطلح المحاسبة الذهنية بعد ذلك (Kahneman&Tversky,1984:341). وعرفوها على انها الاطار الناتج الذي يحدد 1- مجموعة النتائج الاولية وطريقة جمع هذه النتائج 2- النتيجة المرجعية التي تعد محايدة أو طبيعية (النتيجة المرجعية عادة هي الوضع الراهن)، لذلك تعد المحاسبة الذهنية حسب هذا التعريف إطارا للتقييم. ولكن (Thaler,1999:186) يصفها بالعملية الشاملة لتدوين وتصنيف وتقييم الاحداث. فحينما يرغب المرء بشراء منتج (دفع مبلغ نقدي مقابل سلعة)، سيعدون شراء المنتج كريح والتخلي عن النقود كخسارة، ولكن تجنب الخسارة سيجعل هذا الاطار غير كفوء من ناحية المنفعة مما يقود لرفض فكرة النظر الى الكلف على أنها خسائر، وذلك لان المستهلك يحصل بالشراء على نوعين من المنفعة هما منفعة الاكتساب (وتقاس بقيمة السلعة التي تم الحصول عليها نسبة الى سعرها، وهي القيمة التي حصل عليها المستهلك عند استلام السلعة كهدية مطروح منها السعر المدفوع – فائض المستهلك)، والمنفعة الثانية هي منفعة الصفقة وهي القيمة المدركة للصفقة، أي الفرق بين المبلغ المدفوع والسعر المرجعي للسلعة (السعر الذي يتوقع المستهلك دفعه للسلعة).

إن الأساس الذي يتم من خلاله وصف المحاسبة الذهنية هو دالة القيمة (Molz,1997:3). ويعني ميل الاشخاص لتصنيف وترميز وتقييم النتائج الاقتصادية عبر تجميع موجوداتهم الى اي عدد من الحسابات الذهنية غير قابلة للحلال او المبادلة (Thaler,1980:40). الشخص العقلاني لا يخضع ابدا لهذا النوع من العملية النفسية لان المحاسبة الذهنية تجعل الاشخاص يتخذون خطوات لاعقلانية عند معاملة المبالغ النقدية المتنوعة اعتمادا على تصنيف هذه الاموال ذهنيا، على سبيل المثال طريقة الحصول على هذه الاموال (عمل ام وراثه او مراهنه او مكافئة الخ) او على طبيعة استخدام هذه الاموال (رفاهية، أو أشياء ضرورية الخ).

إن السبب الرئيس لدراسة المحاسبة الذهنية هو تحسين ادراكنا لفهم الاختيار نفسه (Thaler,1999:185). ففهم عمليات المحاسبة الذهنية يسهم في فهم قواعد عملية الاختيار لان هذه

القواعد ليست محايدة². ويمكن توضيح تحيز المحاسبة الذهنية بالمثال الواقعي الآتي (Statman,2006:7):

إذا كان لديك فرصة للحصول على تقاعد مريح من خلال تقبل زيادة في مخاطرة محفظتك فهل تفضل

A- تقبل مخاطرة كبيرة على بعض أموالك؟

B- تقبل مخاطرة قليلة على كل أموالك؟

وحيثما طرح هذا التساؤل على العديد من المستثمرين إختار أغلبهم الخيار A وهذا يعد لغزا من منظور نظرية المحفظة لماركويتز (الوسط-التباين) التي ترى ان المستثمرين يركزون على مخاطرة المحفظة الكلية بدلا من مخاطرة الحسابات الذهنية الشخصية داخل المحفظة. لكن المستثمر العادي لا يتصرف بهذا الشكل لان تحيز المحاسبة الذهنية يقوده لتجاهل الارتباطات بين الموجودات في الحسابات الذهنية المختلفة لذلك يختارون محافظ لا تقع على الحد الكفوء. وهنا يستخدم المستثمرون نظرية المحفظة السلوكية (Shefrin&Statman,2000:131).

ان المشاركين في السوق يستخدمون حسابات ذهنية للمبالغ القديمة (المبالغ المتركمة اصلا) منفصلة عن حسابات النقود الجديدة (الاموال التي لم يتم المساهمة بها لحد الان) والميل لتوزيع الاموال القديمة اقل من الاموال الجديدة. فربما يخاف المستثمرون من شعور الندم الناشئ من اعادة توزيع الاموال القديمة لاسيما إذا كان أداء الخيارات الاستثمارية الجديدة أدنى من أداء الخيارات الاصلية (Benartzi&Thaler,2007:92). كما أن المستثمرين يعاملون دفعات المقسوم كشكل من أشكال السيطرة الذاتية ولكن لا يعدوه بالضرورة جزءا من قرار تسهيل الموجودات، وهذا يعني أن المستثمرين قد لا يهتمون بالعوائد الكلية ولكن فقط بالعوائد الرأسمالية على أسهمهم عند قرار بيعها (Grant&Westerholm,2011:2). لذلك فالمحاسبة الذهنية ضرورية للمستثمر حينما يرغب بتحديد ما إذا كان سهمه قد بيع بربح أم بخسارة (Shefrin&Statman,1985:778).

وهناك تفسيران للمحاسبة الذهنية، الاول قدمه (Thaler&Shefrin,1988:3) وقالوا ان الاشخاص يوزعون ثروتهم ذهنيًا على ثلاثة اصناف هي 1- الدخل الحالي 2- الموجودات الحالية 3- الدخل المستقبلي اذ ان ميل الاستهلاك يكون اكبر للدخل الحالي. اما التفسير الثاني فقد اهتم بوصف كيفية التمييز بين القرارات المالية التي قد تقيم بشكل مشترك او بشكل منفصل. ففي دراسة (Tversky&Kahenman,1986:251) وجدوا ان اغلب الاشخاص يرفضون الدفع لبطاقة مسرح جديدة اذا ما اشترى سابقا واحدة وضاعت. وحينما تم تبديل المقترح وطلب من الاشخاص ان يتصوروا بانهم لم يفقدوا البطاقة السابقة ولكن فقدوا مبلغا معادلا لها من النقد – فان اغلبهم قرر شراء بطاقة جديدة في الحساب الذهني نفسه ، وخسارة بطاقة مع دفع مال لواحدة جديدة خسارتين تحدث بالتتابع وبمجموعة الموجودات نفسها.

أما التفسير الثاني فيرتبط بالمكونات الثلاثة للمحاسبة الذهنية التي حصلت على الاهتمام الاوسع وهي معرفة كيفية ادراك وتعلم النتائج وكيف تصنع القرارات وتقيم بعد ذلك، ويتضمن المكون الثاني تعيين

² قواعد النظام المحاسبي محايدة لان هذا النظام ينجز المهام المحاسبية _ جمع واختصار مقدار كبير من البيانات لتسهيل عملية اتخاذ القرار الجيد- بطريقة تجعل صانع القرار يتخذ نفس الخيار في حالة تقديم البيانات المحاسبية فقط أو في حالة تقديم كل البيانات الملائمة، وهذا معنى الحياد

النشاطات في حسابات محددة (مصادر واستخدامات الاموال وتجميع المصاريف في اصناف منزلية أو طعام أو غيرها)، أما المكون الثالث فيهتم بتكرار مرات التقييم للحسابات الموجودة في الموازنات فيما إذا كان يومي ام اسبوعي ام سنوي (Thaler,1999:183). وكل واحد من هذه المكونات ينتهك المبدأ الاقتصادي للإبدال Fungibility. كما أن المستثمرون يطبقون المحاسبة الذهنية على الاسهم التي يملكوها ويستجيبوا للارباح والخسائر للاسهم المختلفة بشكل منفصل (Massa&Simonov,2004:3). وهذا الفصل الذهني للحسابات يزيد من صعوبة رؤية أي استثمار كجزء من المحفظة الكلية (Mayo,2011:398). فالعديد من الأشخاص يشعرون بالحاجة للحفاظ على رأسمالهم (المبالغ النقدية الرئيسية) ويفضلون انفاق دخل الفائدة (Nevins,2004:118).

إن تحيز المحاسبة الذهنية لا يؤثر فقط في التمويل الشخصي ولكنه ظاهرة شائعة في عالم الاستثمار المعقد (Chandra,2008:21). فحينما يشتري المستثمر سهما جديدا فإنه ينشأ حسابا افتراضيا بعقله لهذا السهم ويضع كل قرار او نشاط عن هذا السهم في الحساب الذهني، ومتى ما تم إهمال التفاعلات بين الحسابات الذهنية المختلفة ازدادت الآثار العكسية على ثروة المستثمر. فتحيز المحاسبة الذهنية يمكن ان يجعل الأشخاص يتصورون بان استثماراتهم تحتل حسابات منفصلة وهذه الاصناف قد تتضمن مثلا اموال الدراسة او اموال التقاعد ، ويقوم بتمييز الحسابات اعتمادا على نطاق الاهداف المالية وهذا قد يسبب تجاهل المستثمرين للمراكز التي تربط بين الحسابات او توازن الحسابات. كما يمكن لتحيز المحاسبة الذهنية ان يجعل المستثمرين يندفعون الى التمييز غير العقلاني بين العائدات المشتقة من الدخل وتلك المشتقة من تزايد الدخل. ونتيجة لذلك بعض المستثمرين يتعقبون تدفقات الدخل ويمكن ان يتآكل المبلغ الرئيس دون قصد في هذه العملية. مثلا تمويل (شراء) السندات ذات الدخل العالي او الاسهم التي تدفع مقسوم عالي، فهذا قد يسبب خسائر في المبلغ الأساس بسبب تقلبات سعر الفائدة. المحاسبة الذهنية يمكن ان تجعل الاستثمارات السابقة مغرية ولكنها لا تنفع المستثمرين على الامد البعيد. ويمكن ان يسبب هذا التحيز توزيعا غير متوازن للموجودات حينما تتضمن هذه الموجودات اسهم الشركات التي ينتسب اليها المستثمر، وهذا يسبب ضعف تنوع المحافظ. وفي النهاية، قد يجعل تحيز المحاسبة الذهنية المستثمرين يترددون في بيع الاستثمارات التي تولد الارباح الكبيرة ولكن مع الوقت قد ينخفض سعرها.

3-2-2-1: تحيز تجنب الخسارة Loss Aversion

تجنب الخسارة واحد من أهم الافتراضات التي وضعت الأساس لنظرية الاحتمال وتعني أن أثر الخسائر أكبر من أثر الارباح أي أن القيمة الشخصية المطلقة لخسارة مبلغ ما أكبر من القيمة الشخصية المطلقة لربح المبلغ نفسه (Ert&Erev,2010:3). هذا التحيز أقترح اساسا في سياق القرارات التي تتخذ بظل المخاطرة- المفاضلة بين التوزيعات الاحتمالية المعروفة للعوائد. ومن ثم تم تعميمه لبقية المواضيع واصبح يقدم تفسيرات جيدة لمجموعة واسعة من الظواهر السلوكية أشهرها تحيز التملك وتحيز الوضع الراهن (Camerer,2000:293). لقد اظهرت البحوث الحالية بأن فهمنا للقيمة الوصفية لتجنب الخسارة غير كامل ومن المؤشرات على ذلك ما يعبر عنه بعلاقة البيضة والدجاجة أي العلاقة بين تجنب الخسارة الذي يفترض أنه يشرح ظاهرتي تحيز التملك والوضع الراهن، بينما تعد هذه الظواهر من ناحية أخرى، ادلة على وجود تجنب الخسارة (Gal,2006:23). والنوع الثاني من المؤشرات لمحدودية فهم تجنب الخسارة ناتج عن دراسات القرار المستند للتجربة (Hertwig,etal,2004:534). فالقرارات المستندة للتجربة والقرارات المستندة للوصف يمكن أن يقودا الى تبني اختيارات مختلفة جدا، إذ يتبنى الأشخاص

الخيارات في القرارات الوصفية عبر إعطاء وزن مبالغ فيه لاحتمالية الاحداث النادرة كما قدمت نظرية الاحتمال. اما في حالة القرارات المستندة للتجربة فيتبنى الاشخاص الخيارات عبر إعطاء وزن بخس لاحتمالية الاحداث النادرة. فالعديد من الظواهر التي يفسرها تجنب الخسارة تتضمن مواقف لا يستطيع فيها متخذ القرار الاعتماد على الاوصاف الدقيقة للتوزيعات الاحتمالية الملائمة للعوائد، لذلك يعتمد على تجربته الشخصية (Benartzi&Thaler,1995:74). أما المؤشر الثالث عن محدودية الفهم لأثر التحيز على السلوك فيأتي من الدراسات التي تدعم تحيز تجنب الخسارة في القرارات التي تنطوي على مخاطرة، إذ تظهر هذه الدراسات قلة وبساطة اختبارات تجنب الخسارة وقد كان اولها دراسة (Kahneman&Tversky,1979;279). فقد أظهرت العديد من الدراسات النفسية أن الاشخاص لا ينظرون الى النتائج بوصفها الحالة النهائية للثروة أو الرفاهية إنما كأرباح وخسائر نسبة الى نقطة مرجعية معينة عادة ما تكون الوضع الراهن (Zamir&Ritov,2012:166). لذلك فإن الاختيار يعتمد على طريقة طرح المسألة كربح أو خسارة، عندها يحاول الاشخاص تجنب الانحراف عن الوضع الراهن حينما تتأرجح نتيجة هذا الانحراف بين الربح والخسارة. كما أن الكثير من البحوث أظهرت أن الاشخاص يتأثرون بالخسارة ضعفي تأثرهم بربح المبلغ نفسه (Vohs&Luce,2010:736). كما ان تجنب الخسارة يعني أن دالة القيمة للخسائر تكون أكثر انحداراً من دالة القيمة للارباح وهذا يفسر مجموعة من التحييزات منها تحيز التملك وتحيز الوضع الراهن (Schmidt&Traub,2001:2). كما يفسر هذا التحيز لغز علاوة الملكية من الناحية الاقتصادية (Benartzi&Thaler,2005:202). فقد استخدم هذا التحيز لتفسير سبب المطالبة بعلاوة عالية مع مستويات معقولة من المخاطرة، فصناع القرار متجنبين للخسارة لديهم تفضيلات للارباح والخسائر نسبة الى نقطة مرجعية وليس الى الثروة الكلية مع ميل للخسائر أكثر انحداراً من ميل الارباح (Amonlirdviman&Carvalho,2010:1). وهذا ممكن أن يفسر سبب تفضيل المستثمرين السندات الآمنة ذات العائد المنخفض على الأسهم الخطرة ذات العائد العالي.

والجدير بالإشارة أن تجنب الخسارة يختلف عن تجنب المخاطرة (Tovar,2009:155). فتجنب الخسارة له حساسية متناقصة، بمعنى ان القيمة الحدية للارباح والخسائر تتناقص مع حجمها والأثر الحدي للارباح والخسائر يعتمد على البعد عن النقطة المرجعية، بينما لا يولد تجنب المخاطرة هذه الحساسية. كما ان تجنب الخسارة يعتمد على نقطة مرجعية لا يتم الاعتماد عليها في تجنب المخاطرة.

إن رغبة الاشخاص لتجنب الخسارة أقوى من رغبتهم لربح المقدار نفسه من المال لان امكانية الخسارة لها قوة دافعة تعادل ضعف امكانية تحقيق الارباح (Chira,etal,2008:13). لذلك فإن المرء متجنب الخسارة قد يطلب على الاقل دولارين ربح لكل دولار يوضع في محل مخاطرة. اي ان المخاطرة التي لا تحقق الضعف من الارباح تعد غير مقبولة. ومن المهم ملاحظة أن تجنب الخسارة يظهر بشكل أوضح حينما تتأطر المشكلة بإطار سلبي، فالاشخاص أنفسهم سيتخذون قرارات أكثر خطورة حينما يواجهوا الظاهرة بإطارها السلبي. يمكن لتجنب الخسارة أن يمنع المستثمرين من ترك الاستثمارات غير المربحة ويجعلهم مصرين على تجنب المخاطرة بشكل كبير عند تقييم الارباح المحتملة، ما دام تقادي الخسارة يشكل ضغطاً أكبر من البحث عن الارباح (Pompian,2006:209). وحينما تبدأ الاستثمارات بالنجاح يستعجل متجنب الخسارة بالبحث عن الارباح لخوفهم من احتمالية حدوث حركات معاكسة للسوق تنسف

عوائدهم ومن ثم فإن تجنب الخسارة يجعل المستثمرين يحتفظون بالاستثمارات الخاسرة ويبيعون الرباحة منها مما يقود الى عائدات ليست مثلى للمحفظة.

إن هذا المفهوم يسمى أثر التخلص Disposition Effect ويعني الاحتفاظ بالاستثمارات الخاسرة طويلا (سلوك البحث عن المخاطرة)، وبيع الاستثمارات الرباحة سريعا (سلوك تجنب المخاطرة) (Shefrin&Statman,1985:145). تجنب الخسارة سلوك لا يمكن ان يتحمله المستثمر لانه يزيد من المخاطرة مع انخفاض العائدات فالمستثمر العقلاني يجب أن يتقبل مخاطرة أكبر لزيادة الارباح وليس لتقليل الخسائر، فالاحتفاظ بالاوراق المالية الخاسرة وبيع الرباحة سيحدث تناقضا كبيرا في عائدات المحفظة.

أن تحيز تجنب الخسارة يجعل المستثمرين يحتفظون بالاستثمارات الخاسرة طويلا على أمل استعادة قيمتها السابقة وهذا السلوك يسبب مخاطر كبيرة على المحفظة الاستثمارية لانه يقلل من عائداتها، ويجعلهم من جانب آخر، يبيعون الاوراق المالية الرباحة مبكرا خوفا من ضياع الارباح في حال عدم البيع. وهذا السلوك يسبب ازدياد عمليات التداول ويقلل ايضا من العائدات الاستثمارية ونتيجة لكل ذلك ستفقد المحفظة الاستثمارية توازنها بسبب عدم بيع المراكز الخاسرة وبيع الرباحة فقط.

1-2-2-4: تحيز الوضع الراهن Status Quo Bias

يعني هذا التحيز تفضيل الاشخاص غير العقلاني (غير الملائم) لخيار ما، فقط لانه يحافظ على الوضع الراهن (Boston&Ord,2006:656). فبدلا من الاعتبارات غير المنحازة للمعلومات المتوفرة في عملية صنع القرار ، فإن أغلب الاشخاص لديهم ميل للاعتماد على ما إختاروه سابقا والذي يمثل الحالة الفعلية التي هم بها (Burmeister&Schade,2005:15). ان هذا التحيز يعني ان الاشخاص لديهم ميل للبقاء بالحالة التي هم عليها حتى لو توفرت بدائل موضوعية أفضل لديهم (Schade&Koellinger,2007:51). يشق هذا التحيز بشكل مباشر من نظرية الاحتمال (Baker&Nofsinger,2002:99). وقد ينتج هذا التحيز عن عملية البحث عن الراحة، لان الاشخاص يقاومون التغيير ويخافون الندم الذي قد ينتج عن التغيير اذا قاموا بخطوات فاعلة لتغيير الوضع الراهن (Ackert&Deaves,2010:89). وهذا يجعل الاشخاص يميلوا الى الاحتفاظ بما يملكون من بديل على تغيير هذ البديل وهذا يرتبط حسب وجهة نظر الباحثين بتحيز التملك ولكن فرق (Kahneman,etal,1991:194) بين التحيزين رغم انهم قالوا بأن منشأ كلاهما هو تجنب الخسارة وقد أشاروا اليه بمعنى " البقاء مع ما تملك ما لم يكن هناك سبب قوي لعمل أمرا آخر". قد يكون ميل الاشخاص للبقاء على حالهم الذي هم عليه بسبب رؤيتهم أن مساوئ تركهم للوضع الراهن أكبر من مزايا التغيير، وهذا يعني أن الخيار الحالي يقيم بشكل ايجابي أكثر من باقي البدائل المتوفرة (Masatlioglu,2005:2). ويمكن القول ان التخلي عن الوضع الراهن يتم فقط اذا كان هناك بدائل أفضل من الوضع الحالي للأفراد بشكل أكيد وبكل المعايير المحتملة (Ortoleva,2010:411)

قدم الباحثان (Samuelson&Zechhauser,1988:12) تجربة مهمة لاثبات هذا التحيز. إذ تم اختبار مجموعة من المستجيبين عبر سؤالهم عن وجوب توزيع مبلغ نقدي قد ورثوه توا بين أربع خيارات استثمارية حتما وهي:

- 1- شراء أسهم في شركة A معتدلة المخاطرة بظل الاحتمالات الآتية لقيمتها في السنة القادمة
 - a- أن تزداد قيمتها بمقدار 20% وباحتمال (50%)
 - b- أن تبقى قيمتها دون تغيير وباحتمال (20%)
 - c- أن تنخفض قيمتها بمقدار 20% وباحتمال (30%)
- 2- الاستثمار في أسهم شركة B عالية المخاطرة، مع الاحتمالات الآتية
 - a- تتضاعف قيمتها باحتمال (40%)
 - b- ، لا تتغير قيمتها باحتمال (30%)
 - c- تتناقص قيمتها بمقدار 40% وباحتمالية (30%)
- 3- الاستثمار في سندات الخزينة مع عائد سنوي اكيد قدره 9%.
- 4- الاستثمار في سندات الحكومة المحلية مع عائد معفي من الضرائب قدره 6%.

وكانت آراء المستجيبين تتوزع بين 32% للخيار الاول و18% للخيارين الثاني والثالث، و 32% للخيار الرابع، دون وجود لاي وضع راهن فكل الخيارات جديدة للجميع.ومن ثم أعادو تصميم التجربة بالأسئلة نفسها ولكن جعل المستجيبين مع أحد هذه الخيارات كوضع راهن، مثلا ان الاموال كانت أصلا مستثمرة في الشركة A أو B أو سندات الخزانة أو سندات الحكومة المحلية من خلال تقديم أربعة استبيانات بديلة لكل واحد من هذه الخيارات بعدّه وضعا راھنا للمستجيب. ويتم سؤال المستجيب اما البقاء مع الخيار أو التحول الى خيار آخر دون كلفة تذكر. وكانت أغلب الاجابات لصالح خيار الوضع الراهن بغض النظر عن هذا الخيار المقدم. وتوصلت الدراسة أيضا الى ان تحيز الوضع الراهن يزداد كلما ازداد عدد الخيارات المطروحة.

هناك دراسات ربطت هذا التحيز مع الندم المتوقع من قبل الاشخاص بحالة تركهم للوضع لراهن. فالشعور بالندم متى ما واجه الاشخاص نتائج سيئة لاختيارهم بديل جديد أكبر من الندم الناتج عن البقاء بالوضع الراهن (Ilman & Zeelenberg, 2002:116). وهذا يعني أن الاشخاص يشعرون براحة أكبر عند البقاء على الوضع الراهن حتى لو لم يكن لهم يد في اختيار هذا الوضع من البداية.

ومن أهم الاخطاء الاستثمارية التي يسببها تحيز الوضع الراهن بأنه يمكن ان يجعل المستثمرين أن يحتفظوا باستثمارات غير ملائمة لمحافظتهم بعدم اتخاذ أي فعل إزائها، وهذا من مخاطر الاستثمار، وقد يجعلهم يفقدون فرصا كبيرة بالاستثمار في البدائل التي لديها احتماليات أكبر للربح.

5-2-2-1 تحيز تجنب الغموض Ambiguity Aversion Bias

يشير تجنب الغموض الى تفضيل المخاطرة المعروفة على المخاطرة غير المعروفة (عدم التأكد) والمجال العاطفي لتجنب الغموض هو الخوف من المجهول (Shefrin, 2000:32). وتعني هذه الظاهرة تفضيل المراهنات ذات الاحتمالات المعروفة على المراهنات ذات الاحتمالات غير المعروفة (Roca, etal, 2004:3). إذ تختلف قرارات الاشخاص عند خضوعهم للمخاطرة أو الغموض، لانهم يفضلون إختيار البدائل التي لها درجات منخفضة من الغموض. وهذه الفكرة أصبحت اليوم مقبولة جدا في الاقتصاد والاسواق المالية (Mukerji & Tallon, 2001:883). ويميل الاشخاص عند اتخاذ القرارات عادة الى تجنب الغموض حينما يصعب عليهم تقدير مجموعة الاحتمالات المستقبلية، إذ لا يرغب الاشخاص بالمراهنات حينما يكون التوزيع الاحتمالي غير اكيد (Baltzer, etal, 2011:20).

يظهر تجنب الغموض في الكثير من المجالات. على سبيل المثال، حينما يطلب من الشخص التفضيل بين خيارين: الأول الرهان على فوز فريق بمباراة باحتمال 50% والآخر الرهان على نتيجة آلة للربح تظهر إحدى قيمتين (الصفير أو الواحد) وباحتمال 50% لكل منهما، فأى الخيارين سيفضل؟ فهل سيفضل أن يضع رهانه على مباراة كرة القدم (وهو رهان غامض) أم على آلة اللعب (وهو رهان لا يتضمن غموض في المخاطرة)؟ أغلب الأشخاص من المحتمل ان يختاروا رهان آلة اللعب وهذا يظهر تجنب الغموض (Pompian,2006:129).

لقد قدم (Ellsberg,1961:644) تجربة مهمة لاثبات تحيز تجنب الغموض اعتمادا على نظرية المنفعة المتوقعة الذاتية Subjective Expected utility theory SEUT وتلخصت التجربة بالآتي: قدم الباحث صندوقان للمستجيبين هي الصندوق 1 ، والصندوق 2 وقد تم اخبار المستجيبين ان الصندوق 1 يحتوي على مئة كرة منها 50 بيضاء و 50 سوداء. والصندوق 2 يحوي ايضا على 100 كرة ولكن لم تعطى للمستجيبين نسبة الكرات البيضاء الى السوداء، ثم طرح على المستجيب ان يختار بين خيارين كل واحد منهما به امكانية ربح 100 \$ اعتمادا على لون الكرة المسحوبة من الصندوق.

A1: سحب كرة من الصندوق 1، إذ يستلم المستجيب 100 \$ اذا كانت الكرة بيضاء ولا يستلم شيئا اذا كانت الكرة سوداء.

B1: سحب كرة من الصندوق 2 ويستلم المستجيب 100 \$ اذا كانت الكرة بيضاء ولا يستلم شيئا اذا كانت الكرة سوداء.

وتم تقديم سيناريو آخر ليختار المستجيب مرة اخرى بين

A2: سحب كرة من الصندوق 1 ويستلم المستجيب 100 \$ اذا كانت الكرة سوداء ولا يستلم شيئا ان كانت بيضاء

B2: سحب كرة من الصندوق 2 ويستلم المستجيب 100\$ اذا كانت الكرة سوداء ولا يستلم شيئا ان كانت بيضاء.

لقد وجد الباحث بان الخيار B1 مفضل على A1 ، وكذلك الخيار B2 مفضل على الخيار A2 . وهذه الاختيارات لا تطابق نظرية المنفعة المتوقعة الذاتية. لان الخيار B1 يعني ان الاحتمالية الذاتية تظهر بان عدد الكرات البيضاء في الصندوق 1 اقل من 50% بينما اختيار B2 يعني العكس. لذلك فان التجربة تشير الى ان الأشخاص لا يرغبون بالمواقف التي يكون بها التوزيع الاحتمالي غير اكيد عند المراهنة. ان نظرية SEUT لم تأخذ بالحسبان درجة ثقة المستجيب بالتوزيع الاحتمالي وهي فشلت في تحقيق التنبؤ الدقيق بنتيجة تجربة Ellsberg لانها لم تضع تجنب الغموض بالحسبان.

وعند التحول للاسواق المالية فان الأشخاص غالبا ما يضعون قرارات اعتمادا على الاحتمالية الذاتية. فالمستثمرون متجنبون الغموض يعملون كما لو كان لديهم مجموعة من التوزيعات الاحتمالية للعوائد ويختاروا المحفظة التي تعظم منفعتهم عبر هذه المجموعة (Kirabaeva,2009:4). ومن اهم الامثلة التطبيقية على ذلك هو عدم تأكد المستثمر بخصوص توزيعات عائد الورقة المالية. وكشرط أولي للاستثمار يطلب الأشخاص غير المتأكدين معدل عائد متوقع أعلى مما يطلبون اذا كانوا متأكدين من

المبادلة بين العائد والمخاطرة. فاذا كان المستثمر يهتم بعدم التأكد في نموذج عائدات الاسهم فانه سيطلب علاوة مخاطرة اعلى كتعويض للغموض في التوزيع الاحتمالي الذي يراه، ما يجعل تجنب الغموض يفسر لغز علاوة المخاطرة للاسهم (Maenhout,2004:4).

إن العواقب السلوكية لتجنب الغموض تختلف عن عواقب تجنب المخاطرة، لان تجنب الغموض يعني شراء السهم بينما تجنب المخاطرة لايعني ذلك. فتجنب الغموض يقود المستثمر لاختيار المحفظة التي لها عوائد ممتائلة عند مواجهة الغموض، لذلك فإن الاوراق المالية التي يحتفظ بها لا تعتمد ابدًا على الاسعار، على الاقل لمدى واسع من الاسعار، وهذا يعني إن أسعار الاوراق الغامضة ستتحدد بملكية المشتركين الذين لا يدركون الغموض ومن ثم غير متجنبيين له، والذين لا تعتمد خياراتهم على الاسعار، مع ملاحظة أن تجنب المخاطرة نادرا ما يقود المستثمرين الى إختيار المحافظ الاخطر لذلك فإن خياراتهم ستنعكس على الاسعار (Asparouhova,2010:4). وهناك من يربط بين مفاهيم أخرى مع تحيز تجنب الغموض، مثل أثر المقدرة، إذ يفضل الاشخاص أحيانا البدائل الغامضة حينما يشعروا بمقدرة خاصة لديهم أو معرفة عن مصدر عدم التأكد (Fox&Tversky,1995:585). فقد قدم (Graham,etal,2005:2) دراسة اظهروا فيها ان المستثمرين الذين يعدون انفسهم اذكياء ماليًا يعانون من اثر المقدرة Competence effect وهم يفضلوا الاعتماد على احكامهم الشخصية اكثر (حتى لو كانت غامضة) ولا يراهنوا على الاحداث معروفة الاحتمالية، وبذلك، فالمستثمر الذي يشعر بان لديه مقدرة أكبر سيتداول اكثر من المستثمر الذي يشعر بأنه اقل مقدرة. وهذا يعني ان تجنب الغموض هو تحيز ظرفي يعتمد على مستوى قدرة ومعرفة المساهمين بالتجربة. وفي بعض الدراسات التي تعزو عملية صنع القرار المالي الى أساس جيني توصلت الى أن الجينات قد تسهم بشكل كبير في عملية تقبل المخاطرة (Cesarini,etal,2009:909). وهناك من يربط تجنب الغموض بتحيز الميل للوطن Home Bias (Kirabaeva,2009:2). إذ يميل الاشخاص للمراهنة على حالات عدم التأكد الناشئة من مصادر مألوفة بدلا من المصادر غير المألوفة (Ergin&Gul,2009:899). أي أن صانع القرار قد يكون له مواقف متباينة تجاه المخاطر الناشئة عن المصادر المختلفة لعدم التأكد، وهذا يعني أن تجنب الغموض قد يفسر تحيز الميل للوطن. فالمستثمرون الذين يظهرون تجنب الغموض قد يقرروا أن لا يشتركوا في السوق (مثلا لا يشتروا الاوراق الاجنبية على الاطلاق) ويسبب ذلك مخاطر كبيرة مرتبطة بتنوع المحفظة.

إن تعظيم تجنب الغموض يمكن النظر اليه على أنه تشاؤمٌ مفرط قد لايعكس المعتقدات والتفضيلات الفعلية بدقة (Bossaerts&Guarnaschelli,2006:5). فتجنب الغموض يمنع الاشخاص من الاستثمار في الشركات غير المألوفة لديهم لانهم لايعرفون كيف تؤدي هذه الشركات أعمالها عكس الشركات المألوفة لديهم (وهذه ميزة امتلاك المعلومات). ومعنى الألفة هنا أن المستثمر يعرف الاجابة عن الامور غير الفنية مثلا: ماذا تنتج الشركة؟ أو أين تقع؟ مع العلم أن هذه المعلومات غير ذات صلة باتخاذ القرار الاستثماري (Myang,2009:2). فالاستثمار المفرط في الاسهم المعروفة قد ينتج عن تحيز تجنب الغموض تجاه الفرص الاستثمارية في الموجودات الاخرى البعيدة لانه ينظر لهذه الموجودات على أنها أكثر خطورة فقط لبعدها الجغرافي عن البلد الذي يقيم به وبذلك هو لا يألف هذه الاسهم (Geotzman&Kumar,2008:433). وهناك من يربط بين هذا التحيز وتحيز الوضع الراهن (Ortoleva,2007:3). على سبيل المثال، مستثمر عليه أن يختار بين مجموعة محتملة من البدائل

وعلى فرض أنه يمتلك خيار عدم التصرف (البقاء على الوضع الراهن)، وخياره إما التخلي عن الوضع الراهن أو إختيار أفضل البدائل المتاحة، وعلى فرض أن كل البدائل الممكنة لها قيم غير أكيدة، عندها قد يظهر تجنب الغموض للمستثمر بشكل واضح ومن ثم يقلل من ثقته بقدرته على المقارنة بين البدائل ومن ثم يفضل البقاء على الوضع الراهن إما بسبب أن البقاء هو المرشح الافضل مقارنة مع البدائل الاخرى، أو لان الوضع الراهن أكثر ألفة للمستثمر مع ما يمتلكه من تجربة مع هذا الوضع مما يقلل من قلقه عن خطأ البقاء على الوضع الراهن. وبذلك فان أهم الاخطاء الاستثمارية التي يسببها تحيز تجنب الغموض: أنه يدفع المستثمر للمطالبة بتعويض اعلى من المخاطر المدركة في الاستثمار في موجودات معينة. لذلك هو قد يحتفظ بالاستثمارات المحافظة فقط. وهذا قد يسبب امكانية تزايد مدة الاحتفاظ بالموجود، وتآكل قوة الشراء لديه وغيرها من العواقب. وقد يجعل المستثمر محددًا بالاستثمار بالمؤشرات الوطنية لانها اكثر الفة له من الاجنبية والاستثمار في الشركات القريبة جغرافيا منه وهذا قد يمنعه من الاستفادة من الفرص الخارجية في الدول الناشئة. ويمكن لتجنب الغموض ان يجعل المستثمر يعتقد بان اسهم الشركة التي يعمل لديها اكثر امنا من الشركات الاخرى لان الاستثمار في الشركات الاخرى غامض. وهذا يعرضه الى مخاطر الازمات التي تصيب الشركات التي يعمل فيها. كما أن المجال المهم في تجنب الغموض هو اثر المقدرة فالمستثمر الذي يحكم على نفسه بانه اكثر مقدرة من غيره على ادراك المعلومات المالية قد يتقبل في الحقيقة مخاطرة اكثر من اللازم حينما يعتمد على حكمه الشخصي دون الاعتماد على التوزيعات الاحتمالية المقدمة.

1-2-2-6 تحيز الامتلاك Endowment Bias

إن الجدل عن هذا التحيز بدأ منذ أربعينات القرن الماضي عن تفضيلات المستهلكين، وعندها ظهرت عملية الفصل بين تفضيل الدفع مقابل الحصول على سلعة ما (WTP) (Willingness To Pay) وتفضيل بيع السلعة مقابل الحصول على ثمن (WTA) (Willingness To Accept) (Bohnet&Scherf,2006:3). وقدمت توضيحات كثيرة عن هذه الظاهرة منها تقليدي ومنها سلوكي، إذ يعزو التوضيح التقليدي هذه الظاهرة الى حقيقة ان المشاركين الذين يفضلون الشراء WTP لديهم دخل فعلي اعلى من معدل الدخل الفعلي للذين يفضلون البيع WTA ويزداد الفرق بين القيمتين مع عدم توفر السلع البديلة للسلعة المملوكة (Hanemann,1991:635). ولكن دراسة (Morrison,1998:5) أظهرت ان أثر الامتلاك المسبب للفرق بين سعري الشراء والبيع يظل موجودا حتى مع ازالة أثر الدخل وأثر الاحلال. وهناك من يعزو الظاهرة الى تجنب المخاطرة إذ كلما ازداد تجنب المرء للمخاطرة ازداد الفرق بين تفضيل الشراء وتفضيل البيع (Hoehn&Randall,1987:226). وقد تفسر آراء المشاركين بمنظور أخلاقي وليس بتقييمات مادية، فعند السؤال عن قيمة سلعة تثير عواطف قوية لدى الشخص فيتردد في وضع قيمة نقدية لهذه السلعة وهنا يقترب تفضيل البيع من الصفر ويزداد تفضيل الشراء (Svedsater,2003:122).

أما التفسير السلوكي فأول من طرحه (Thaler,1980:39) إذ استخدم نظرية الاحتمال لتفسير اثر الامتلاك والفرق بين تفضيلات البيع والشراء، فهو يرى ان الذين يطلب منهم بيع سلعة WTA سيعدون هذه السلعة جزءا من ممتلكاتهم بينما الاشخاص الذين يطلب منهم الشراء WTP ليسوا كذلك، والسلع التي تكون ضمن أملاك المرء ستكون أعلى قيمة من تلك التي لايملكها وهذا هو تحيز الامتلاك. وقد ينتج هذا الاثر من التواصل العاطفي للأفراد مع ما يمتلكون لذلك تصبح هناك قيمة

لهذا التواصل وشعور بالمنفعة لانتوقعه من الاشخاص الذين لايملكون هذه السلعة (Loewenstien,etal,2003:351).ويمكن ان يكون سبب عدم المساواة بين القيمتين هو عدم الانتفاع Disutility الذي يعاني منه المرء عند التخلي عن شيء يمتلكه وهذا الشعور لايمكن ان يعوض بإمتلاك سلعة اخرى لان هذا الشعور ينتج فقط من مفارقة السلعة (Kahneman,etal,1991:193).

يعرف أثر الامتلاك بأنه الفجوة بين السعر الذي يرغب المشتري بدفعه للحصول على سلعة والسعر الذي يطلبه البائع للتخلي عن السلعة نفسها (Zhang&Fishbach,2005:316). فالاشخاص الذين يعانون من تحيز الامتلاك يعطون قيمة للموجودات التي يمتلكونها اكبر منها حينما لا يمتلكون هذه الموجودات، وهذا يناقض النظرية الاقتصادية القياسية والتي تؤكد بان ما يفضل الشخص دفعه لشراء سلعة يساوي ما يفضل الشخص قبوله للتخلي عن السلعة نفسها.

ولكن علماء النفس وجدوا ان اقل سعر بيع مقبول للافراد يميل لان يتجاوز اعلى سعر شراء للسلعة نفسها. وهذا يعني ان امتلاك الموجود يضيف له بعض القيمة. وهذا التحيز يمكن ان يؤثر في المواقف تجاه الفقرات المملوكة لمدد طويلة من الزمن او ان يعامل مثل الفقرة المشتراة.

ان تحيز الامتلاك هو عملية ذهنية يمنح من خلالها وزن مختلف لقيمة الاشياء. وهذه القيمة تعتمد على امتلاك هذا الشيء من قبل الاشخاص من عدمه. وهنا فان خسارة هذا الشيء الممتلك سوف تدرك على انها اكبر من حجم الربح المناظر لها حينما لا يملك الشخص هذا الشيء ويحاول امتلاكه، إذ ان الباعة بشكل عام يؤكدون على الخسارة الناتجة من التخلي عن سلعة ما اكثر من المنفعة المكتسبة من النقود المستلمة كتعويض عن بيع السلعة بينما يعدّ المشتري ان خسارة النقد اكبر من منافع اكتساب السلعة (Baner&Schmidt,2008:2).وهذا التفسير يعزو اثر الامتلاك الى تحيز تجنب الخسارة (Kahneman&Tversky,1979:270).

وقد قدم (Kahneman,etal,1991:193) مفهوما لهذا التحيز ينص بان كلفة التخلي عن شيء ممتلك ينظر اليها على انها خسارة وكلفة الفرصة (عدم شراء السلعة) ينظر اليها على انها ارباح ماضية (سابقة) والاول يمنح وزن اكبر. فالمستثمرون يقاومون التغيير حينما يمتلكون الورقة المالية.

ولكن بعض الدراسات أظهرت ان المستثمرين ببساطة يضعون قيمة للاشياء التي يمتلكونها اكبر من غيرها لان هذه الاشياء ترتبط بهم ولذلك فأن السبب الرئيس لوضع سعر بيع أعلى هو أثر الامتلاك وليس أثر تجنب الخسارة (Morewedge,etal,2009:947).

هناك العديد من العوامل التي يمكن أن تؤثر في حجم تحيز الامتلاك منها تأريخ الملكية والارتباط الشخصي بالاشياء وعدم معرفة نتيجة التخلي عن الاشياء وهذه العوامل لها تأثير ايجابي في تحيز الامتلاك (Van De Ven,etal,2005:459). بالمقابل هناك عوامل تؤثر سلبيا في حجم التحيز وتفضي الى ما يسمى بأثر الامتلاك المعكوس أي تصبح قيمة البيع WTA أقل من قيمة الشراء WTP على سبيل المثال، العواطف السابقة (الحزن مثلا) قد يجعل الاشخاص يفضلون التداول

بالاشياء مقابل مبلغ نقدي لانهم يتوقعون تحقيق سعادة اكبر من تغيير حالهم بهذه العملية (Lerner,etal,2004:337).

واغلب مديري الصناديق يواجهون زبائن يترددون في بيع الاوراق التي تورث لهم من جيل سابق (Samuelson&Zeckhauser,1988:8) وهو من العوامل الاخرى التي تؤثر في حجم هذا التحيز. وهذا التصرف العقلاني يمكن ان يسبب خطر على ثروة المرء لان الاخفاق في اتخاذ فعل وبيع موجود معين قد يجعل الشخص يتجاهل شراء موجودات بديلة اكثر ربحية . وقد يبقى المستثمر محافظا على اوراقه المالية بسبب الالفة والتعود على هذه الاوراق. فاذا عرف المستثمرون خصائص الادوات التي يمتلكونها اصلا فقد يشعروا عندها بالتردد في اجراء اي صفقة قد تبدو غير معروفة لديهم. فالالفة لها قيمة. وهذه القيمة تضاف الى القيمة السوقية للاوراق المالية التي يمتلكها المستثمر (Maddux,etal,2010:1910). وهناك من يرى أن أثر التملك موجودا اكثر في السلع المعدة للاستهلاك وليس في السلع المعدة للتداول، وهذا يعني أن التحيز مرتبط اكثر بنية المرء وليس بمقدار الخسارة الناتجة من التخلي عن السلعة (Novemsky&Kahneman,2005:139).

اما اهم الاخطاء الاستثمارية التي يسببها هذا التحيز فهي تأثيره على المستثمرين إذ يجعلهم يحتفظون بالاوراق المالية التي ورثوها بغض النظر عن مدى عقلانية وحكمة الحفاظ على هذه الاوراق. وهذا السلوك قد ينتج عن الخوف بان البيع سيعني عدم الولاء للاجيال السابقة او انه قد يسبب خسائر ضريبية. كما إن هذا التحيز يساهم في الحفاظ على الاوراق المالية التي تم شرائها (Sprenger,2010:2). وهذا السلوك ينتج عنه عجز في اتخاذ القرار ويسبب وضع علاوة غير معقولة على سعر الموجود عند محاولة بيعه. ويسبب هذا التحيز الحفاظ على الاوراق المالية الموروثة او المشتراة بسبب الخوف من تحمل كلف صفقات مرتبطة بعملية البيع (Dupont&Gabriel,2002:87) وعلى كل حال فإن هذه الكلف يمكن ان تكون صغيرة مقارنة مع الشروع باستثمار غير حكيم. قد يسبب هذا التحيز الحفاظ على الاوراق المالية الموروثة او المشتراة لانها اصبحت مالوفة للمستثمر (Reb&Connolly,2007:107) والالفة لا تبرر بشكل منطقي الحفاظ على الاسهم او السندات ذات الاداء السيء.

وقد راجع (List, 2003: 42) بعض المجالات الرئيسية لتحيز الامتلاك. وحاول التاكيد على اثر خبرة التداول في مدى حساسية المرء لتحيز الامتلاك. واثبت ان المستثمرين الاكثر خبرة بالتداول هم الاقل عرضة لهذا التحيز.

كما وجد بأن المستثمرين الذين يبيعون اكثر (لديهم صافي بيع) يتعلمون كيف يتداولوا بشكل افضل واسرع وتحيز اقل من المستثمرين الذين لديهم صافي شراء.

7-2-2-1 تحيز تجنب الندم Regret Aversion Bias

يشير تجنب الندم الى ظاهرة احتفاظ الاشخاص بما هم عليه لعلمهم من التجربة أن الخيارات التي تبدو الآن مفضلة والمعتمدة على المعلومات الصحيحة عند صنع القرار قد تتحول لاحقا الى خيارات أقل تفضيلا مما افترضت سابقا (Seiler,etal,2008:462). فتجنب الندم نظرية نفسية تؤكد أن بعض الاشخاص يندمون حينما يرون أن قراراتهم خاطئة حتى لو بدت صحيحة نسبة للمعلومات المتوفرة

سابقا. والندم مرتبطا بشعور المسؤولية عن الخيار لذلك هو يختلف عن الاحباط الناتج من وضع مسؤولية المخرجات السيئة على العناصر الخارجية (Michenaud&Solnik,2008:678). فالندم يعني امكانية لوم النفس بينما لا يعني الاحباط ذلك. ويؤثر الندم في صنع القرار في حالات عدم التأكد لانه شعور سلبي قوي بأن المامول من التجربة المستقبلية قد يقود الاشخاص الى صنع قرارات ليست مثلى وغير عقلانية نسبة الى نموذج المنفعة المتوقعة.

أول من قدم نظرية الندم (Loomes&Sugden,1982:805). تفترض هذه النظرية أن المشتركين بالسوق عقلاء ولكن لا يعتمدون في قراراتهم فقط على العوائد المتوقعة بل على الندم المتوقع أيضا. والندم هو عاطفة سلبية يشعر بها المرء حينما يدرك أو يتصور بأن موقفه الحالي كان يمكن أن يكون افضل لو أخذ قرارا مختلفا (Zeelenberg,1999:94). لذلك فإن الندم مرتبط بالخيار، لان المرء عادة يندم على القرار المتخذ وليس على الحظ السيئ على سبيل المثال، يندم على عدم أخذ مظلة ولا يندم من حقيقة أنها تمطر في الخارج (Gee,2010:6). والمسألة المهمة هنا هي أن الاشخاص لا يحبون الندم على قراراتهم، وتوقع الندم على القرار يؤثر في سلوك إتخاذ القرار بطريقة ما. فقد يجعل تجنب الندم الاشخاص يظهرون سلوكا أكثر أو أقل تجنبيا للمخاطرة اعتمادا على هوية الخيار الذي يقدم له أكثر حماية من الشعور بالندم (Zeelenberg&Pieters,2004:155). كما ان تجنب الندم يمكن أن يؤثر في السلوك من خلال تحفيز متخذ القرار على تحديد الخيار بمعزل عن المعلومات عن نتائج الخيارات التي لم يتخذها، بمعنى أن الانسان لو لم يعلم ما يمكن أن يحصل عليه بأعتماد الخيار الآخر سوف لن يندم على الخيار الذي اعتمده فعلا.

إن تجنب الندم مرتبط بنوعين من الاخطاء (Pompian,2006:228)

- أخطاء اتخاذ الفعل الخاطئ Commission
- أخطاء عدم اتخاذ الفعل الصحيح Omission

والاشخاص يرون أن الندم من عدم اتخاذ الفعل الصحيح أقل أذى من الندم على اتخاذ الفعل الخاطئ (Baron&Ritov,2004:74). فاختيار البديل يعني الالتزام به والالتزام النفسي يجعل السلوك يسير لصالح المركز الحالي لان أي تغيير بالاتجاه الخاطئ قد يقلل من احترام الذات.

ينشأ تحيز تجنب الندم لدى المستثمرين غالبا ويجعلهم يحتفظون بالمراكز الخاسرة طويلا من أجل تجنب الاعتراف بالاطفاء وتحمل الخسائر، فالمستثمر يرغب بتجنب ألم الندم الناشئ من القرار الاستثماري السيء (Zadehfar,etal,2012:2). وهذا التحيز يخلق استراتيجية استثمار غير كفوءة من الناحية الضريبية لان المستثمر يستطيع تقليل الدخل الخاضع للضريبة من خلال تحقيق الخسائر الفعلية. تجنب الندم يشجع المستثمرين على الاحتفاظ بالاسهم ذات الاداء السيء وتجنب بيعها من أجل الابتعاد عن ادراك الخسائر والالم الناتج عن اتخاذ قرار سيء. كما ان تجنب الندم يجعل الاشخاص قلقون بشكل مفرط من اقتحام الاسواق المالية التي تحقق خسائر وحينما يعانون من نتائج استثمارية سلبية سيعملون على تطبيب الجراح بدلا من العمل على النقاط الاسهم المقيمة باقل من قيمتها الفعلية، علما أن الاوقات التي تكون بها الاسعار منخفضة غالبا ما تقدم فرصا جيدة للشراء. بشكل عام يحاول المستثمر توقع الندم ويأخذه بالحسبان في قراراته الاستثمارية وهو بذلك يحسب لنوعين من المخاطرة هما المخاطرة التقليدية

(تقلب مستوى الثروة النهائي)، ومخاطرة الندم (Solnik,2007:3). فإمكانية الخسارة المالية ليست المشكلة الوحيدة التي تواجه المستثمر لانه يتحمل ايضا شعور المسؤولية عن هذه الخسارة.

يعد تجنب الندم من المفسرات السلوكية لتجنب الغموض وتجنب عدم التأكد الذي ينشأ من محاولة المستثمر تجنب الاعتقاد بان خياراته ليست مثلى نسبة لما توقعه في السابق (Krahmer&Stone,2010:21). فحينما يمتلك المستثمر أسهم تحقق ارباح دفترية يقلق حول احتمال انخفاض سعرها لذلك يبيعها من أجل تحقيق ارباحا حقيقية، ويحصل العكس حينما يمتلك أسهم تتحمل خسائر دفترية لانه قد يتوقع ارتفاعها بالمستقبل لذلك يبقى محتفظا بها.

يصبح الندم أكثر وضوحا ويأخذ تأثيرا أكبر على صنع القرار حينما تكون نتائج البدائل المتروكة مرئية جدا أو يمكن ادراكها، ويصبح أقل تأثيرا حينما تكون نتائج الأخطاء أقل إدراكا.

أن القلق المحيط بخطأ إتخاذ القرار غير الصحيح يجعل المستثمر خائفا ومن ثم يختار وبشكل غير موضوعي وربما غير عقلاني تماما، الاستثمارات التي تبدو موثوقة ظاهريا مثل الشركات ذات الاداء الجيد. وقد يجعل تحيز الندم المستثمرين يفضلون الاسهم التي تدفع مقسوم أرباح. فمن خلال دفع المقسوم يمكن للمستثمرين ان يتجنبوا لحد ما الندم الناتج عن اتخاذ فعل يقود لنتائج غير مرغوبة. فلو باع المستثمر بعض الاسهم من محفظته واشترى أسهم الشركة A التي لا تدفع مقسوم. فإنه عند ارتفاع أسعار الاسهم التي باعها سيشعر بندم كبير لان الخطأ من نوع Omission لان عدم البيع كان ليحمله بحال أفضل. وبالعكس في حالة شراء أسهم الشركة B التي تدفع مقسوم، فسيحصل المستثمر على تدفق نقدي من المقسوم بذلك سيشعر بندم أقل من بيع أسهم محفظته فضلا عن قدرته على إعادة استثمار دفعات المقسوم. وقد يسبب تحيز تجنب الندم سلوك القطيع لان بعض المستثمرين يشترون الاسهم التي عليها اجماع كبير من أجل الحد من الندم المستقبلي والشعور الجمعي وليس الشخصي بالخسارة (Pompian,2006:231).

إن تحيز تجنب الندم يجعل المستثمر أكثر تحفظا في خياراته الاستثمارية فالمعاناة من الخسائر السابقة تحول دون اتخاذ المستثمرين لقرارات استثمارية جريئة جديدة ويتوجهوا فقط للمراكز منخفضة المخاطرة، وهذا السلوك يقود بالنتيجة الى أداء استثماري ضعيف. كما انه يشجع المستثمرين على الاحتفاظ بالاسهم الخاسرة طويلا لعدم امكانية الاعتراف بالاطء كما يحصل في سلوك تجنب الخسارة. والمفارقة أنه قد يشجع الاشخاص على الاحتفاظ بالاسهم الرابحة خوفا من الندم على فقدان الارباح الوشيجة المتوقعة من هذه الاسهم، وسبب هذه التناقض في السلوك يعتمد على فرض أن قوة الندم باتخاذ الفعل اكبر من الندم بعدم اتخاذ النشاط ومن ثم يثبط من عزيمة البيع لنوعي الاسهم الرابحة والخاسرة مع عدم التفكير في القاعدة المالية التي تقول كل ما يرتفع سيهبط لاحقا. وقد يقود هذا التحيز الى اختيار الشركات على أساس غير موضوعي والحكم الشخصي على الشركات التي تعدّ جيدة عموما حتى مع وجود بدائل لها الجودة نفسها أو أفضل. وأخيرا يسهم هذا التحيز في ابعاد المستثمرين عن الاسواق التي تعاني من الانخفاض في الوقت الراهن خوفا من استمرار الانخفاض والندم على الشراء من هذه الاسواق، علما أن مثل هذه الاسواق تمثل فرصة جيدة للاستفادة من الاسهم ذات الاسعار المنخفضة.

3-1 المبحث الثالث: الموجهات والتحييزات الإدراكية

يعرض هذا المبحث الموجهات والتحييزات الادراكية المرتبطة بقاعدة الحكم (Rule of Thumb). وهي مجموعة مكونة من أربعة عشر تحيزا تظهر أهم المشاكل والعقبات التي تسببها هذه التحييزات على المستثمرين عند اتخاذ القرار الاستثماري في ظروف عدم التأكد.

1-3-1 تحيز الثقة المفرطة Overconfidence Bias

الثقة عنصر أساسي للنجاح في العديد من مجالات الحياة المرتبطة بالأعمال او الرياضة او الصحة النفسية والذهنية أو إدارة الصراع والتفاوض وغيرها من المجالات. والثقة في اللغة تعني الشعور بالتأكد أو المعولية وقد ترتبط بالجرأة أو الاخبار عن الشيء بدقة (Hawkins&Allen,1991:306). وهنا تعني الثقة بالمقدرات والخصائص التي يمتلكها الشخص وقوة الشعور بالتأكد تحدد مستوى الثقة، فالشعور المقترن بالثقة يصاحب أغلب أنواع النشاطات الذهنية (Zakay&Tsal,1993:53). وهذا يعني أنه حينما يضع المرء تنبؤا ما أو يقدم اجابة عن سؤال معين فإنه يمتلك مستوى معين من الثقة باجابته أو قراره. والثقة هي احتمالية ذاتية subjective وتعني درجة الاعتقاد المرتبطة بما يُظن انه سيحدث في المستقبل، أي درجة اعتقاد الشخص بصحة حكمه أو قراره (Kahnman&Tversky,1982:515). وقد يتم استنباط الاحتمالية الذاتية من السلوك مثل عمليات المقامرة للمراهن رغم ان المعتقدات والسلوك لايتطابقان احيانا فالأشخاص المدخنين مثلا يعلمون مخاطر التدخين وكونه من اسباب السرطان إلا انهم مستمرين به. وللثقة الكثير من المزايا الضرورية للفرد والمجتمع وعند التحدث عن الثقة يشار عادة إلى درجة التأكد بصلاحيه وصحة الحالات الفكرية أو الذهنية مثل المعارف أو المعتقدات أو الادراكات أو الأحكام أو القرارات، وغالبا ما يتم استخدام مصطلح الثقة بالنفس والذي يعكس المعتقدات عن المقدرات والقيم. بل إن البعض من الباحثين يرى الكثير من المزايا للثقة المفرطة او المبالغة بالثقة من ناحية زيادة الطموح والمعنويات والعزم والمقاومة او زيادة الموثوقية بتحقيق الانجازات الشخصية وهذه العوامل تزيد من احتمالية النجاح (Johnson&Fowler,2011:317). ولكن الثقة المفرطة ممكن أن تقود من جانب آخر إلى المبالغة بالتقدير وتحديد الأوزان والاحتمالات، وإلى التوقعات الخاطئة غير الواقعية والقرارات الخطيرة التي تقود صانع القرار إلى نتائج غير مرغوبة. وقد أظهرت الكثير من بحوث علم النفس بأن لدى الأشخاص ميل طبيعي لان يثقوا بقدراتهم ومستوى معارفهم أكثر من حقيقة هذه القدرات وقدمت هذه البحوث العديد من الطرائق التي تبين كيفية تأثير الثقة المفرطة على السلوك البشري في العديد من المجالات. وتظهر آثار الثقة المفرطة بشكل كبير في القرارات الصعبة التي تتضمن حالات عدم التأكد، وهذا ما يجعل صنع القرار اكثر احتمالا للتأثر بالثقة المفرطة. ويعتقد الأشخاص عادة بأنهم أعلى من المعدل، ولكن من الواضح أنه لا يمكن أن يكون الجميع فوق المعدل بالخصائص المرغوبة مثل اللطف والكياسة والذكاء والقوة. وقد يرجع سبب ذلك إلى أن الأشخاص غالبا ما يحتفظون بذاكرة قوية فيما يخص نجاحاتهم المتحققة وذاكرة ضعيفة فيما يخص الفشل ولذلك فإنهم يعدّون أنفسهم أفضل مما هم عليه فعلا. ففي استطلاع مشهور أجري في السويد أظهر أن 90% من سائقي السيارات في السويد يعدّون أنفسهم أفضل من المعدل من

ناحية طريقة قيادتهم لسياراتهم (BoDie,etal,2009:386). ولكن من الواضح لو كان الأشخاص بعيدين عن الثقة المفرطة لكان الجواب الطبيعي أن يكون ثلثهم أعلى من المعدل وثلثهم على المعدل والثلث الاخير أقل من المعدل. والثقة المفرطة تجعل المستثمرين يبالغون في تقدير معارفهم ويقللون من قيمة المخاطر الملازمة لاستثماراتهم، ويغالون في تقدير إمكاناتهم للسيطرة على الأحداث (Hirschey&Nofsinger,2010:236).

ومن أجل الفهم الافضل لموضوع الثقة المفرطة سيتم تفصيل الموضوع من منظوري علم النفس والعلوم المالية.

1-1-3-1 الثقة المفرطة وعلم النفس

لقد استخدم مصطلح الثقة المفرطة في علم النفس منذ ستينات القرن الماضي بشكل واسع ويمكن القول إن أول من وصف هذا المصطلح هو (Oskamp,1965:261)، إذ يرى أن الثقة المفرطة تظهر حينما يكون صانع القرار متفائلا جدا في تقديراته الاولية للموقف ومن ثم يكون بطيئا في دمج المعلومات الاضافية عن الموقف إلى تقييماته بسبب الثقة الاولية المفرطة. بعدها قام الباحثون في مختلف الاختصاصات (بضمنهم الاقتصاديون) بتوسيع المعنى إلى ابعد من معناه الاصلي. وقد ارتبطت الثقة المفرطة في علم النفس بمفهومين رئيسيين هما خطأ المقايسة miscalibration والاوهام الايجابية positive illusions كما أظهرت العديد من دراسات علم النفس عن الثقة المفرطة (Skala,2008:34). إذ يرى علماء النفس ان الثقة المفرطة تجعل الأشخاص يبالغون في تقدير معارفهم وقدرات السيطرة على الاحداث ويقللون بالوقت نفسه من تقديرات المخاطرة، وقد اشتق مفهوم الثقة المفرطة من تجارب علم النفس الادراكي والاستطلاعات عن الأشخاص الذين يبالغون في كلا من مقدراتهم التنبؤية ودقة المعلومات التي يمتلكوها. فالثقة المفرطة تعني ان الأشخاص يضعون وزنا احتماليا كبيرا على نتائج او مخرجات معينة لايمكن أن تبررها المعارف التي يمتلكها هؤلاء الأشخاص (Wadeson,2008:94). وبهذا المعنى فإن الثقة المفرطة تعد اعتقادا منحازا عن دقة المعلومات الخاصة والتي ينتج عنها وضع وزن مبالغ به لهذه المعلومات (Fellner&Krugel,2012:142).

تقاس الثقة المفرطة في بحوث علم النفس من خلال الطلب من الاشخاص ترتيب احتمالية صحة اجاباتهم أو تنبؤاتهم. ويحدث سوء المقايسة حينما لا تتطابق الاحتمالية الذاتية مع الاحتمالية الموضوعية (Gigerenzer,etal,1991:506). إذ يحدث اثر الثقة المفرطة حينما تكون احكام الثقة أكبر من التكرارات النسبية للاجابات الصحيحة وهنا يميل الأشخاص إلى امتلاك اعتقاد قوي بدقة احكامهم اي اعتقادهم بامتلاك معرفة اكبر مما يمتلكون حقيقة.

وقد ميز (Lieberman&Tversky,1993:166) بين نوعين من الثقة المفرطة، الخاصة والعامة، فالثقة المفرطة الخاصة تحدث حينما يبالغ المرء بتقدير احتمالية فرضية او نتيجة معينة، على سبيل المثال "اعتقد ان هناك فرصة 75% بأن تمطر غدا". أما الثقة المفرطة العامة فتحدث حينما يبالغ المرء بتقدير احتمالية فرضية يظنها الاكثر احتمالا مثلا "أنا متأكد بنسبة 95% من

أنها ستمطر غدا". وهذا التمييز يساعد على توضيح الاختلاف بين احتمالية الجواب المستند إلى الحكم واحتمالية ان يكون جواب المرء صحيح.

1-3-1-2 الثقة المفرطة كخطأ في المقايسة

المقايسة في علم النفس تدرس على أساس أسئلة المعرفة العامة المتولدة من قبل الباحثين (مثل مقارنة اعداد السكان للمدن المختلفة). إذ يتم طرح مجموعة من الأسئلة على المشاركين في التجربة وبعد ذلك وبعد عدد من الأسئلة، عليهم وضع احتمالية لصحة أجوبتهم. المقايسة الصحيحة تصدق اذا كانت جميع المقترحات المعينة لها احتمالات مساوية لما وضعه المستجيب (Fischhoff,etal,1977:551). والشخص الذي يقوم نفسه بشكل جيد يكون قادرا على تقدير مقدار اخطائه بدقة. أما سوء المقايسة miscalibration فهو الفرق بين معدل الدقة والاحتمالية المحددة للسؤال، والثقة المفرطة هي نوع من سوء المقايسة الذي تتجاوز فيه الاحتمالية المحددة التي توضع لصحة الجواب الدقة الحقيقية للأجوبة وقد استخدم هذا المعنى من الثقة المفرطة من قبل علماء النفس في السبعينيات (Bandura,2006:308).

وضمن هذا السياق هناك عوامل تؤثر في مستوى الثقة المفرطة تشمل وجود او (غياب) التغذية العكسية الواضحة والسريعة والطبيعة البسيطة للمهمة او مدى تكرارها وهذا يعني ان المقايسة قد تصبح متقلبة (Russo& schoemakor,1992:12). مع ذلك فان الجدل عن الثقة المفرطة وهل هي صفة ثابتة ام عملية ديناميكية يخضع لمدى براعة المعالجة وهو لم يحقق إجابة واضحة لغاية الآن.

1-3-1-3 اسباب الثقة المفرطة

بالرغم من البحوث المكثفة عن الثقة المفرطة فان أصولها أو أسباب وجودها لا تزال غير معرفة بشكل واضح. فالعديد من الباحثين اما ان يسلّموا بها او يحللوا درجتها ولكن جذورها لا تزال تعاني الكثير من الجدل. والحقيقة قد يكون معرفة أسبابها ليست مهمة لبعض العلوم ولكنها مهمة لعلوم أخرى لاسيما علوم الاقتصاد والمالية لان مجرد معرفة أسباب الثقة المفرطة قد يسمح بإيجاد مقاييس تقلل من أثارها او تحفزها إن كان ذلك ضروريا.

لقد ظهرت العديد من الأسباب النفسية (السيكولوجية) للثقة المفرطة في الكتابات. وقد قسم (Keren,1997:270) هذه الأسباب إلى أسباب إدراكية وأسباب دافعية motivational (الثقة المفرطة آلية لتحفيز الذات). كذلك قسمها (Russo& schoemakare,1992:11) إلى ادراكية ونفسية ودافعية. الاسباب الادراكية تتضمن التحيزات التي قد تخفف alleviated من خلال التغذية العكسية الدقيقة والسريعة او من خلال الجدل المضاد او الاهتمام بشكل كبير بالمشكلة اما الجانب الدافعي فيعرض الحاجة للاعتقاد بفاعلية المرء الذاتية لتحقيق التقدم.

ضمن العملية الادراكية هناك عدة اسباب قد تقود إلى عدم توافق الثقة مع الدقة. الثقة المفرطة قد تنشأ بسبب اخطاء في عملية الوصول إلى الاجوبة التي لم تخزن في الذاكرة او الاعتقاد الخاطئ بأن الاجوبة مخزونة في الذاكرة حينما لا تكون كذلك (Gigerenzer,etal,1991:508).

ان طبيعة البناء المتجدد للذاكرة والادراك تخلق مجالات من الاخطاء دون ان يدرك المرء ذلك. فضلا عن ذلك فان الطبيعة الانتقائية للذاكرة تجلب فقرات اكثر بروزا إلى الواجهة مما يسبب اخطاء اكثر عند تقديم الاجوبة دون ان يتغير مستوى الثقة، وليس هناك تأكيد عن توقيت نشوء سوء المعايير، فهل ينشأ عند تشكيل حكم الثقة او بعد ذلك، حينما يتم ترجمة الحكم إلى احتمالية (الصعبة-السهلة) hard-easy إذ أظهرت الكثير من البحوث ان الافراط في الثقة يزداد للأسئلة الصعبة (نسبة الاجابة الصحيحة اقل من 75%) وتكون لديهم ثقة معتدلة إلى قليلة في الاسئلة السهلة (Blavatsky,2008:2). رغم ان هذا الاثر في هذه البحوث يعد من النتائج النمطية الا ان بعض الباحثين يدعي بان الاسئلة الصعبة (بشكل غير طبيعي) هي سبب نشوء الثقة المفرطة بشكل عام وبدون ذلك لا يشاهد اي خطأ في المقاييس (Juslin, 1994:257). فكلما كانت صعوبة السؤال اكبر كلما ازدادت الثقة المفرطة لدى المستجيبين (Heller,2010:2)، كما ينشأ الافراط ايضا بسبب الافتقار إلى التغذية العكسية السريعة والواضحة (Shade & Koellinger,2007:55). وينبغي أن يكون واضحا ان الثقة المفرطة لا تعني بالضرورة أن الأشخاص جاهلون او غير مؤهلين، انما تعني ان نظرتهم لانفسهم أفضل من الحقيقة او الوضع الحالي الذي هم فيه.

هناك جدلا كبيرا بين علماء النفس عن مصادر الثقة المفرطة وبداية انتشارها بين الاخرين. وقد قدم (Gigerenzer, etal, 1991:511) نموذجا جديدا للثقة وهو النموذج الذهني الاحتمالي (PMM) Probability Mental Model. وقد اثبتوا ان النماذج الخاطئة للدراسات هي من يؤثر في الاحكام وليس التحيز الادراكي الحقيقي. وبحسب PMM فإن الأشخاص يحكموا بشكل جيد عن ما يعرفوه وهذا يدعمه اهتمامهم ببيئتهم الطبيعية. فالبحوث السابقة جعلت الأشخاص يجيبوا عن اسئلة لا تمثل بيئتهم الطبيعية. وان الاسئلة وان كانت ضمن البيئة الطبيعية للمستجيبين الا انها توضع من قبل الباحثين بطريقة تجعلها اصعب مما تبدو وهذا قد يسبب الثقة المفرطة لذلك تظهر الثقة المفرطة واثر الاسئلة (الصعبة-السهلة) وتختفي اعتمادا على نوع المهام. (Gigerenzer,etal,1991:526).

رغم ان اغلب البحوث في علم النفس ربطت الثقة المفرطة بسوء المقاييس الا ان هناك دراسات في علم النفس ربطتها بمجال اخر وهو الاوهام الايجابية مثل (اثر اعلى من المعدل. والتفاؤل غير الواقعي ووهم السيطرة). ورغم ان الاوهام الايجابية ليست في واجهة جدالات علماء النفس عن الثقة المفرطة الا ان اثرها اكثر وضوحا في الميادين التطبيقية مثل الاقتصاد والمالية. فضلا عن ذلك فان بعض الدراسات في الاقتصاد والمالية لم تعرف الثقة المفرطة بشكل واضح ولم تقدم اي تمييز بين مدخل سوء المقاييس ومدخل الاوهام الايجابية.

لذلك من المهم ذكر هذه الآثار على ان نقدم التفاؤل غير الواقعي ووهم السيطرة كتحييزات مستقلة وليست جزءا من الثقة المفرطة لأثرها المباشر على سلوك المشتركين في الاسواق.

- **اثر اعلى من المعدل** : هي ظاهرة اجتماعية نفسية تعني بأن الأشخاص يصنفون انفسهم بشكل أفضل من أقرانهم، و يظهر هذا الاثر ايضا في الحكم على احتمالات تجربة الاحداث

الحياتية الايجابية والسلبية والقدرات والتنبؤات عن الالتزام بالسلوكيات الاجتماعية الملائمة (Krizan&Suls,2008:929). فقد اظهرت بحوث علم النفس ان الأشخاص بشكل عام يميلون لامتلاك منظور ايجابي غير واقعي عن انفسهم. فاعلبيهم يعتقد بانه اعلى من المعدل عند مقارنة نفسه مع اي جماعة (زملاء دراسة او عمل او جماعة عشوائية) وفي الميادين المختلفة (Windschitl,etal:2008:182). بشكل عام لا يوجد اتفاق شامل عل مفهوم وحدود الثقة المفرطة فأثر أعلى من المعدل قد ظهر بلحاظ أن أكثر من 50% من السكان يعتقدون بأنهم أكثر مهارة في قيادة السيارات من معدل اقرانهم وأن أطفالهم أكثر ذكاءً من معدل الاطفال وأنهم ممكن أن يختاروا الاسهم المرغوبة في التداول أكثر من المعدل وهذا قد يعود إلى الاعتقاد بقدرتهم أكثر من غيرهم على السيطرة على الاحداث المستقبلية (Deaves,etal,2005:1).

على المستوى الاجمالي هذا يبدو مستحيلا من الناحية الاحصائية. فالدراسات حاولت تحديد إلى اي حد يشعر الأشخاص بانهم متفوقون على اقرانهم وما اسباب ذلك واي المجالات يؤثر فيها هذا الشعور؟. وغالبا ما يتواجد اثر (اعلى من المعدل) في بحوث علماء النفس عن الثقة المفرطة، ولكنه موجود بكثرة في الدراسات عن سوء المقايسة

لقد تفحص علماء الاقتصاد هذا الاثر بشكل دقيق واستخدموه بكثرة كموازي للثقة المفرطة دون الاهتمام كثيرا لظاهرة سوء المقايسة. بجوهره يمكن رؤية اثر اعلى من المعدل كشكل من اشكال سوء التقويم، لان المستجيبين لا يقارنوا اجوبتهم او ادائهم إلى نقطة مرجعية موضوعية (مثلا الحجم الحقيقي للمدينة في اي سؤال) ولكن إلى منظورهم الشخصي لنتائج الآخرين. لذلك فالسؤال الحقيقي هنا هو ليس (او على الاقل ليس فقط) ما اذا كان المستجيبون يعتقدون بان اجوبتهم افضل مما هي عليه فعلا، ولكن اذا ما كانوا يعتقدون بان اجوبتهم افضل من معدل الاجوبة. ويظهر الاشخاص عامة أثر أعلى من المعدل للمهام السهلة وأقل من المعدل للمهام الصعبة (Moore,2007:277).

ان اثر اعلى من المعدل قد يؤثر في مجالات متنوعة من النشاطات البشرية. اشهر دراسة في هذا المجال أجراها (Svenson, 1981:144) والتي اظهرت ان الأشخاص يقارنون انفسهم مع الآخرين، وهم يعتقدون عامة بانهم اكثر مهارة واقل مخاطرة من الآخرين عند قيادة السيارات وان مهاراتهم اعلى من المعدل دون ان يكون لديهم سابق معرفة بمعدل مهارات قيادة السيارة.

3-2-4 الثقة المفرطة في الاسواق المالية

إن الثقة المفرطة تظهر بوضوح أكبر في القرارات الصعبة التي تتضمن حالات عدم التأكد، لذلك فإن صنع القرار المالي يتأثر بشكل كبير بالثقة المفرطة. لقد تم تحليل وجود اثر الثقة المفرطة في الاسواق المالية عبر الدراسات التجريبية والدراسات المستندة على الاستبيان. 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 بشكل كبير

مما يقود المستثمرين إلى 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 على القرارات المالية ميدانيا ومختبريا ووجد بأن المستثمرين مفرطو الثقة ينحرفون عن قاعدة Bayes¹ حينما يجمعوا المعلومات، ويستجيبوا 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 يصبحوا أكثر ثقة بقدراتهم ومهاراتهم على اختيار الأوراق المالية أو تطبيق أي من الأدوات الاستثمارية (Mayo,2011:396). وقد أظهرت العديد من الدراسات ان الثقة المفرطة موجودة في القرارات المالية، فالمستثمر الذي يعاني من الثقة المفرطة يقوم بالتداول أكثر من غيره ويعتقد بأنه يستطيع التنبؤ بالعائدات بشكل كبير ويتوقع أيضا تحقيق عائدات أعلى 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 ما يقارب ثلاثة أرباع مديري الصناديق يجدون أنفسهم أعلى 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 المستثمرين 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 على تحليل هذه المعلومات، وهذا يقود إلى تداول مفرط وتقبل مخاطرة غير مبررة وفي النهاية تحقيق خسائر مالية. ولعل سبب كثرة تداول المستثمرون الذين يبالغون في الثقة بأنفسهم هو اعتقادهم بأنهم أكثر قوة في تقييمهم للأسهم وبسبب قلة اهتمامهم بحركات السوق واعتقادات

¹ صيغة Bayes هي إحدى نتائج نظرية الاحتمالات الهامة التي تعطي التوزيع الاحتمالي الشرطي للمتغير العشوائي A مع العلم بالمتغير العشوائي B، وذلك بدلالة التوزيع الاحتمالي الشرطي للمتغير العشوائي B مع العلم ب A والتوزيع الاحتمالي للمتغيرين A وB.

$$p(A/B) = (p(A) \cdot p(B)) / p(B)$$

وتقرأ: " الاحتمال الشرطي للحدث A بمعرفة الحدث B يساوي إلى احتمال B بمعرفة A مضروبا باحتمال A مقسوما على احتمال B. (Schweser,2012:151).

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 على حالات النجاح والفشل (Gervais&Odean,2001:19).

ولعل الثقة المفرطة من أهم العناصر السلوكية التي يفهم 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 لأنها 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 الإمكانات الذاتية والمبالغة بتقدير دقة معرفة المرء ومعلوماته (Weinberg,2009:4). ترتبط المبالغة بتقدير الإمكانات بالفاعلية الذاتية self-efficacy وتعني ميل الأشخاص لتجنب المهام والمواقف التي تتجاوز إمكاناتهم حسب ما يعتقدون ومن ثم يقومون بالأعمال والنشاطات التي يمكنهم التعامل معها وتكون ضمن إمكاناتهم حسب حكمهم على هذه المهام (Bandura,1986:393). والأخطاء في تقدير الفاعلية الذاتية مكلفة جدا لان الأشخاص الذين يبالغون في تقدير إمكاناتهم يحاولوا القيام بالأعمال والنشاطات التي هي أعلى من قدراتهم ومن ثم لا يستطيعون انجازها بالشكل المطلوب وهذا يعرضهم للفشل المستمر.

أما من ناحية المبالغة في دقة المعلومات، فإن الأشخاص بشكل عام يعطون وزنا أكبر للمعلومات المهمة مثل المعلومات التي تجذب الانتباه والمعلومات الأكثر وضوحا (Kahneman&Tversky,1994:1125). وقد قدم (Odean,1998:1889) أدلة على ان الأشخاص يعتمدون بشكل كبير على المعلومات الأقل ملائمة لاتخاذ القرار ولكنها بالوقت نفسه تجذب اهتماما اكبر، ويعطون وزنا أقل للمعلومات الملائمة والتي 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 مبررٍ كافٍ) بالأحكام والحدس والمقدرات الإدراكية للمرء (Pmpian,2006:51). وهذا المفهوم مشتق من العديد من التجارب في علم النفس الإدراكي ومن الاستطلاعات، إذ يبالغ الأشخاص في مقدراتهم على التنبؤ ويبالغوا بدقة المعلومات التي يمتلكونها بمعنى انهم يرون بأنهم أذكى من غيرهم ولديهم معلومات أفضل. وظهر أن المستثمرين الأشخاص يميلون للمبالغة بالاستجابة للأحداث الجديدة وغير المتوقعة، والثقة المفرطة بالمهارات الاستثمارية تجعل المستثمرين يقومون بالتداول أكثر (DeBont&Thaler,1985:793).

وهناك نوعان شائعان من الثقة المفرطة، الاول هو الثقة المفرطة بالتنبؤ ويشير إلى ضيق مديات الثقة التي يعينها المستثمرون لتنبؤاتهم الاستثمارية، فعند تقدير القيمة السوقية لسهم ما سيضع المستثمرون مفرطوا الثقة انحرافا قليلا جدا على مدى الدفعات المستقبلية المتوقعة، مثلا يتنبأ المستثمرون بارتفاع او انخفاض يصل إلى 10% بينما اثبتت الاحداث التاريخية بأن الانحرافات المعيارية أكبر من ذلك بكثير (Pompian,2006:52). ومدلول هذا السلوك هو أن المستثمرون قد يقللون من تقدير مخاطر محافظهم ويصبحون 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 بأعلى 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 إلى \$652230). أما النوع الآخر فهو الثقة المفرطة بالتأكد ويعني التأكد المبالغ بالأحكام وهذا يؤدي غالبا إلى التداول المتكرر وإلى عدم الاحتفاظ بمحافظ متنوعة بشكل جيد. فالأشخاص هنا يتقنون كثيرا بدقة أحكامهم. وفي استطلاع على مجموعة من المستجيبين أجراه (Lichtenstein,etal,1980:20) وبعد تقديم معلومات ومعارف عامة لهم تم طرح مجموعة من الاسئلة عليهم وطلب منهم تحديد مدى تأكدهم من الاجابات، سجل المستجيبون نسبة تأكد 100% رغم أن صحة إجاباتهم كانت تتراوح بين 70% و 80%. وحكم المستثمرون مسبقا بأن شركة ما تعد استثمارا جيدا يجعلهم لا يلتفتون إلى احتمالية الخسارة المستقبلية وبعدها سيشعرون بالاحباط اذا كان الاداء الاستثماري لهم سيئا. وينتج عن هذا السلوك ميل المستثمرين لان يقفوا فريسة للبحث المضلل عند محاولتهم تحديد أفضل الاسهم (Barber&Odean,2001:261). لذلك فإن المستثمرين المعرضين للثقة المفرطة للتأكد غالبا ما يقومون بالتداول كثيرا في حساباتهم وقد يفتقروا لمحافظ متنوعة بشكل كافٍ.

فقد وجد إن أعلى 20% من المتداولين من ناحية تكرار التداول يحققون عائدا أقل 6% من عائد أدنى 20% من هؤلاء المتداولين (Barber&Odean,2000:800). وهذا اللغز قد تفسره الزيادة المفرطة بكلف الصفقات ولكن النتائج بشكل عام تثبت عدم جدوى تكرار التداول لأنه يحقق عائد اقل ومن ثم فإن 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 على التنبؤ بأحداث السوق. وبشكل عام فإن مستويات الثقة المفرطة للذين يتداولون ضمن مدد قصيرة تكون أكبر، ويمكن القول أن الثقة المفرطة لاتجعل المتداول أكثر ثراءً ولكن زيادة الثراء تزيد من الثقة المفرطة للمتداول (Gervais&Odean,2001:19).

إن الثقة المفرطة صفة شائعة بين المستثمرين حينما يشترون الاسهم او حينما يتخذون قرارا بالدخول او الخروج من أي مركز من المراكز، وهذا ما أظهره (Odean,1998:1887) حين وجد ان المتداولين الذين يقومون بأغلب التداولات في السوق يستلمون على المعدل عائداً أقل. كما أن اختبارات الثقة المفرطة واستطلاع المستثمرين على أساس الجنس أظهرت أن الرجال بشكل عام لديهم افراط ثقة أكبر من النساء وهم يتداولون أكثر من النساء بنسبة 45% ويحققون مع ذلك عائداً أقل من النساء بمعدل 2.5% (Barber&Odean,2001:261).

يمكن النظر إلى الثقة المفرطة على انها خاصية ايجابية متى ما قادت إلى البقاء والاستمرار على الأمدين القصير والطويل أما سلبية مثل هذا التحيز فتظهر حينما لا يدرك الأشخاص محدداتهم وبذلك يتخذون قرارات خاطئة إعتقاداً على مقدمات خاطئة (Chira,etal,2008:12).

بشكل عام يبالغ المستثمرون مفرطو الثقة في تقدير قدراتهم على تقييم شركة ما كإستثمار 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 فعلاً. كما يتداول المستثمرون مفرطو الثقة بكثافة نتيجة لاعتقادهم بأنهم يمتلكون معلومات خاصة لايمتلکها الآخرون. وقد تم اثبات ان سلوك التداول المكثف يقود إلى 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. وأخيراً قد يحتفظ المستثمرون مفرطو الثقة بمحافظ غير متنوعة بشكل كافٍ لذلك يتقبلون مخاطرة اكبر دون تعويض مكافئ لتحملهم هذه المخاطرة.

1-3-2 تحيز التمثيلية Representativeness Bias

إن أول من وصف هذا التحيز هو (Tversky&Kahnman,1971:105). وهو من أهم التحيزات في عملية صنع القرار. يظهر هذا التحيز حينما يفضل الأشخاص التعميم عن شخص أو ظاهرة ما معتمدين فقط على خصائص قليلة لهذا الشخص أو مشاهدات قليلة للظاهرة. عند الحكم بأن الاحتمالية A تأتي من الصنف B يقوم الأشخاص ببناء أحكامهم عن مدى تمثيل A للصنف B ، بمعنى آخر المدى الذي يعكس فيه A الخصائص الأساسية للصنف B (Barbris,2002:247). ومن الاستفادة من تجارب الحياة يقوم الأشخاص بتطوير ميل فطري لتصنيف الأشياء والأفكار، فحينما يواجهون ظاهرة جديدة غير متوافقة مع اي من تطبيقاتهم السابقة سيخضعونها إلى هذه التطبيقات بأي طريقة ، اعتماداً على التقريب الافضل مطابقة Best-Fit approximate لتحديد هوية التصنيف الذي ينطبق عليها ومن ثم تشكيل اساس لفهم هذا العنصر الجديد (Pompian,2006:62). وانحياز التمثيلية هو فكرة موضوعة مسبقاً مستندة إلى قالب متكرر، إذ تجمع الأشياء التي نعرفها مع الأشياء التي لانعرفها (Hirschey&Nofsinger,2010:229). هذا الاطار الادراكي يعطي اداة ملائمة لمعالجة المعلومات الجديدة من خلال الدمج الفوري للأفكار (insights) المتحصلة من التجارب السابقة مع التصنيف الملائم لها. على كل حال احياناً يكون العنصر الجديد مشابه للعناصر المألوفة التي تم تصنيفها سابقاً (اي ممثل عنها). ولكن رد الفعل الانعكاسي او اللاإرادي للتطبيقات يقود إلى الانخداع وينتج عنه فهم غير صحيح للعنصر الجديد والذي غالباً مايستمر ويسبب الانحياز لكل الاستجابات والتفاعلات المستقبلية مع هذا العنصر .

المستثمرون يميلون لتقييم احتمالية أي حدث في سوق الاسهم من خلال مشابهته للاحداث الاخرى، ومثل هذا التحيز قد ينتج عنه مبالغة في الاستجابة من قبل المستثمر (Chandra,2008:16). ومثل ذلك فان الأشخاص يميلون لإدراك الاحتمالات والافضليات التي تردد صدى افكارهم الموجودة مسبقاً – حتى لو كانت الاستنتاجات الناتجة عن ذلك غير صالحة

من الناحية الاحصائية. وأهم أشكال التمثيلية هو تفضيل صانع القرار للتعميم من العينات الصغيرة غير العشوائية رغم أن قانون الاعداد الكبيرة يؤكد بأن العينات العشوائية الكبيرة فقط هي التي يمكن استعمالها للتوصل لاستنتاجات دقيقة عن احصائيات المجتمع (Busenitz&Barney,1997:16). ولكن متخذ القرار غالباً مايقوم ببناء استنتاجاته على عينات صغيرة غير عشوائية مثل التجربة الشخصية للاحداث او الاشخاص والتي تسبب الانحياز الخاص بالتعميم (Kahneman,etal,1982:6).

والبشر عموماً يميلون للخضوع إلى ما يسمى ((بقانون الاعداد الصغيرة)) وهو قائم على افتراض بأن العينات الصغيرة تمثل عينة مطابقة للمجتمعات الكلية، رغم عدم وجود مبدأ علمي يدعم هذا القانون .

هناك تفسيران اساسيان لتحيز التمثيلية لدى المستثمرين الأشخاص :

1- تجاهل المعدل الاساس Base – Rate Neglect

ويعني الميل لتجاهل البيانات الاساسية التي يمتلكها المرء متى ماتوفرت معلومات جديدة اخرى عند اصدار الحكم (Arnott,1998:5). ومن ثمّ فإن الانسان لا يطبق نظرية Bayesian العقلانية ولا يعتمد على البيانات المخزونة أو القرارات السابقة.

وهنا يحاول المستثمرون تحديد امكانية نجاح الاستثمار في شركة A مثلاً من خلال سياقية (قرينية) وضع المغامرة في خطة تصنيفات مألوفة وسهلة الفهم . وهنا قد يصنف هذا المستثمر الشركة A على انها من اسهم القيمة ويضع استنتاجات عن المخاطر والعوائد التي تتبع هذا التصنيف . وهذا التفكير على كل حال يتجاهل المتغيرات الاخرى غير المرتبطة والتي قد تؤثر بشكل كبير في نجاح هذا الاستثمار .

وغالبا مايتبع المستثمرون هذا المسار الخاطئ لانه يبدو كبديل للبحث المتقن المطلوب عند تقييم الاستثمار . ولاختصار هذه التصنيفات بعض المستثمرين يميلون للاعتماد على القوالب الجاهزة stereotypes عند صنع القرارات الاستثمارية .

2- تجاهل حجم العينة

المستثمرون هنا حينما يحكمون على احتمالية نتيجة استثمار معين غالباً ما يفشلوا في دقة اختيار حجم عينة البيانات التي يستندون إليها كأساس لاحكامهم (BoDie,etal,2009:386). لذلك يفترضون بشكل غير صحيح بأن حجم العينة الصغير يعد ممثلاً للمجتمعات (او للبيانات الحقيقية) .

بعض الباحثين اطلق على هذه الظاهرة تسمية قانون الاعداد الصغيرة (Rabin,2002:775). وتعني الاعتقاد بأن العينات الصغيرة يمكن ان تعكس خصائص المجتمع الام.

فحينما يعتقد المرء بقانون الارقام الصغيرة فإنه يؤمن بأن العينات الصغيرة من النتائج تمثل دائماً التوزيع طويل الامد للنتائج والأشخاص الميالون لتجاهل حجم العينة يعاملون الخصائص

المنعكسة في العينات الصغيرة بسرعة كونها تمثل وصفا دقيقا لمجموعة البيانات الشاملة (Jordan&Miller,2008:254).

وكلا نوعي تحيزات التمثيلية هذه يمكن ان تقود إلى اخطاء استثمارية كبيرة وفيما يأتي بعض من الامثلة عن هذه السلوكيات والتي يمكن ان تسبب اذى كبيرا لمحفظة المستثمر فتجاهل حجم العينة يقود إلى إمكانية ان يتخذ المستثمرون اخطاء مالية كبيرة حينما يتفحصون سجلات مديري المحافظ والصناديق. فهم قد يدرسون المواسم القليلة الماضية او حتى السنوات القليلة الماضية ويستنتجون بان اداء مدير الصندوق ناتج عن توزيع ماهر او عن اختبار جيد للورقة المالية اعتماداً على هذه البيانات الاحصائية غير الكافية . وثانياً قد يضع المستثمرون اخطاء مشابهة عند تعقب سجلات المحلل المالي. فهم ينظروا إلى نجاح المحلل في التوصيات القليلة السابقة ويقيمون بشكل خاطئ قدرات المحلل اعتماداً على هذه العينة المحدودة . أما تجاهل معدل الاساس فيقود إلى اخطاء يمكن وصفها بالامثلة الآتية (Kahneman,etal,1982:7):

- 1- ما احتمالية ان تنتمي الشركة A (وهي شركة حديد بعمر 75 سنة تعاني من بعض صعوبات العمل) إلى المجموعة B (اسهم قيمة لها احتمالية استعادة قيمتها) بدلاً من المجموعة C (شركات تخرج من العمل) ؟
للإجابة عن هذا السؤال اغلب المستثمرين يحكمون على درجة تمثيل الشركة A للمجموعة B او C . في هذه الحالة فان بعض المعالم الرئيسية المرتبطة بافلاس شركات الحديد يجعل شركة A تبدو على انها تمثل الصنف (B) بدرجة اكبر وبذلك فان بعض المستثمرين سوف يستنتجوا بان من الافضل لهم عدم الاحتفاظ بالسهم . وهم بذلك تجاهلوا واقع المعدل الاساس الذي يؤكد بان الكثير من شركات الحديد نجت او تم اكتسابها ولم تخرج من العمل .
- 2- ما احتمالية انتماء السند A (سند حكومة بلدية بتدريج ائتماني AAA تصدره مدينة في اقليم مقسم عرقياً) إلى المجموعة B (سندات حكومة بلدية خطرة) بدلاً من المجموعة C (سندات حكومة بلدية امنة) ؟
للإجابة عن هذا السؤال اغلب المستثمرين سوف يحاولوا مرة اخرى تقييم مدى تمثيل A إلى B او إلى C . في هذه الحالة ، خصائص السند A قد تبدو انها تمثل المجموعة B (سندات خطرة) بسبب سمعة الاقليم غير الأمانة ، على كل حال هذا الاستنتاج يتجاهل حقيقة المعدل الاساس الذي يؤكد بان معدل النكول للسندات AAA تاريخياً صفراً .

3-3-1 تحيز المتاحية Availability Bias

يعني هذا التحيز بأن الأشخاص يقدرّون احتمالية الحدث من خلال سهولة تذكره أو استرجاعه في العقل، وتسمح هذه القاعدة البسيطة للأفراد بوضع تخمينات الاحتمالات لان سرعة استعادة الاحداث الشائعة أكبر من الاحداث الاقل تكرارا ، ولكن توفر التلميحات ممكن ان يقود إلى تحيزات نظامية بسبب تكرار الاحداث أكثر من غيرها وإمكانية استعادتها من الذاكرة أسرع (Schade&Koellinger,2007:51). وتحيز المتاحية هو موجه حكمي يعتمد فيه تقييم تكرار/احتمالية صنف/حدث على مدى سهولة استرجاع الأمثلة المطابقة لها (إمكانية الاسترداد)،

أو مدى سهولة بناء أمثلتها ذهنيا (إمكانية التصور)، أو مدى سهولة ربط مثالين معا (الارتباط الوهمي) (Tversky&Kahneman,1974:1127). ويعني أيضا هذا التحيز قدرة الأشخاص على رؤية الاحداث اعتمادا على مدى سهولة استرجاع المعلومات الماضية الخاصة والمرتبطة بهذه الاحداث ومن ثم فإن ألفتهم مع هذه المعلومات تشكل الأساس لقراراتهم التي تؤثر في نشاطاتهم (Ashcraft,2006:22).

يعد تحيز المتاحية موجه يستخدم قوة الارتباط بين الأمثلة لتقييم احتمالاتها، على سبيل المثال لو طلب من الاشخاص مقارنة الكلمات التي تبدأ بالحرف r مع الكلمات التي يكون الحرف r بالموقع الثالث من الكلمة لوجدوا ان المشاركين في الاختبار يؤثرون الحالة الاولى حتى لو كانت الحالة الثانية هي الأكثر تكرارا والسبب في ذلك ان البناء الذهني للكلمات يكون أسهل بكثير باستخدام الحروف الأولى (Tversky&Kahneman,1973:209).

إن تحيز المتاحية من المختصرات الذهنية المعتمدة على التجارب الشخصية السابقة (rule of thumb) يسمح للأفراد بتقدير احتمالية نتيجة ما اعتمادا على مدى الالفة التي تظهرها هذه النتيجة في حياته. والأشخاص الذين يعانون من هذا التحيز يدركون أن الصور التي تخيلها هي الأكثر احتمالا من المنظورات التي يصعب تصورها أو يصعب فهمها. ومن أشهر الأمثلة على ذلك هو ميل الأشخاص للاعتقاد ان هجمات القرش تسبب الوفاة أكثر من سقوط اجزاء الطائرات من السماء. والحقيقة ان احتمالية حدوث الحدث الاخير اكثر بثلاثين مرة من الاول. ويمكن القول إن هجمات القرش قد تبدو أكثر سيادة لان اسماك القرش تسبب خوفا اكبر او لان هجمات القرش تحضى بدرجة عالية من الاهتمام الاعلامي لذلك اصبحت اسهل تصورا لاغلب المستجيبين من الموت بسقوط اجزاء من طائرة على الارض (pompian,2006:94).

وعلى وفق ذلك فإن تحيز المتاحية هو بمثابة أحكام أساسية عن احتمالية أو تكرار حدث ما استنادا إلى المعلومات المتوفرة اصلا وليس بالضرورة استنادا إلى المعلومات الكاملة او الموضوعية او الحقيقية. فحينما يقوم الأشخاص بالحكم على احتمالية الاحداث غالبا ما يبحثوا في ذاكرتهم عن المعلومات الملائمة لهذا الحدث (Barberis&Thalar,2002:15). ورغم عقلانية هذا الاجراء الا انه قد ينتج عنه تقديرات منحازة والسبب في ذلك عدم امكانية استرجاع جميع محتويات الذاكرة بالتساوي. فالاحداث الاقرب أو الاكثر بروزا تحضى بوزن أكبر لذلك تصبح أكثر تأثيرا وينتج عن ذلك انحراف التقديرات. وقد لايعمل تحيز المتاحية فقط بسبب سهولة الاسترجاع أو سهولة التصور ولكن يعمل لان الصور التي يتم تذكرها تتواصل مع مفهوم الولوج بالشيء. وقد يكون هذا الولوج سلبيًا (الخوف مثلا) مما يسبب زيادة المخاطر المدركة للقرارات (Slovic,etal,2004:311).

إذ يرى بعض الاقتصاديون أن الادلة غير كافية على هذا التحيز لانهم يعتقدون بأن كثرة التكرار تعلم الأشخاص الابتعاد عن هذا التحيز، وأن الخبراء في الميدان تكون أخطائهم أقل، وأخيرا فإن المحفزات تسهم في تقليل أثر هذا النوع من التحيزات (Barberis&Thalar,2002:15). ولكن أثر التعلم لايصمد أمام الاخطاء التي تظهر في التطبيقات العملية لان الأشخاص يفهمون التحيز عند شرحه ولكنهم في التطبيق العملي يمارسونه بسهولة، كما ان الخبرات غالبا ماتعيق ولا تساعد

لان زيادة الخبرة تزيد بشكل عام من الثقة المفرطة لاسيميا مع نقص معلومات التغذية الراجعة عن تنبؤات الخبراء، وأخيرا فإنه يمكن تقليل التحييزات أحيانا، إلا إنه ليس هناك دراسة تظهر إمكانية ازالة هذا التحيز بشكل تام (Camerer&Hogarth, 1999:7).

هناك عدة اصناف من تحيز المتاحية اهمها :

1- امكانية الاسترجاع

ان الافكار التي تسترجع بسهولة تبدو ايضا انها الاكثر معقولة (موثوقية)، ولكن هذا ليس هو الوضع دائما. على سبيل المثال طرح (Kahneman) وزملائه تجربة عرضوا فيها قائمة من الاسماء ومن ثم طلب من المستجيبين تحديد الغلبة في الاسماء هل هي للذكور ام للاناث؟ وقد كانت اسماء الاناث اكثر عددا بشكل واضح ولكن اسماء الذكور كانت هي الاشهر مثل اسماء الرؤساء او اللاعبين. وكانت النتيجة انحياز المستجيبين وأغلب اجاباتهم كانت تشير إلى غلبة الذكور (Kahneman, etal, 1982:11).

2- التصنيف Categorization

وتعني طريقة تصنيف المعلومات التي تطابق مرجعيات معينة للأفراد. ان اول شيء يعمله الدماغ هو توليد مجموعة المصطلحات البحثية الخاصة بالمهمة المطلوبة. وهذا يسمح باستكشاف هيكل تطبيقات الدماغ بكفاءة ومن ثم تعيين موقع البيانات التي يحتاجونها (Miyamoto, 2013:9). وعلى أي حال فإن المهام المختلفة تتطلب مجموعات بحث مختلفة، وحينما يصعب وضع إطارا لها جميعا من اجل البحث غالبا ما يستنتج الأشخاص وبشكل خاطئ بالاستناد إلى النتائج الاكثر ضعفا.

3- المدى الضيق من التجارب Narrow range of experience

عندما يكون لدى الشخص اطارا محدودا جدا من المرجعيات التي يحاول منها صياغة تقدير موضوعي ينتج عنها تحيز المدى الضيق من التجارب (Pompian, 2006:96). على سبيل المثال افترض ان هناك لاعب كرة سلة ناجح جدا من دوري الجامعات تم سحبه إلى دوري المحترفين الامريكي NBA وقضى عدة مواسم هناك. ان هذا الشخص يواجه العديد من اللاعبين الناجحين من دوري الجامعات في دوري المحترفين وعلى اساس يومي لذلك هو من المحتمل ان يبالغ في تقدير نسبة لاعبي الجامعات الناجحين في دوري المحترفين. وبالوقت نفسه يقلل من تقديرات عدد اللاعبين الذين فشلوا في دوري المحترفين لان اغلب اللاعبين الذين يعرفهم هم اولئك الذين جاؤوا من دوري الجامعات وفي الواقع فان عددا قليلا جدا من لاعبي دوري الجامعات ينتقل إلى دوري المحترفين بعد التخرج.

4- الصدى (الرنين) Resonance

وتعني بان الحكم الشخصي على امتلاك الاشخاص النظراء لحالة ما يعتمد على مدى تأثير هذه الحالة من الناحية العاطفية في الشخص. مثلا الاستمتاع بالموسيقى الكلاسيكية قد يجعل

المرء يبالغ في الحكم على عدد السكان الذين يستمعون للموسيقى الكلاسيكية ومن لا يحب هذه الموسيقى قد يستخف بعدد الأشخاص الذين يستمعون لها وهذا يظهر أثر الولوج بالاشياء (Keller,etal,2006:631).

في تجربة قدمها (Barber&Odean,2008) تم طرح سؤالاً بسيطاً مفاده (كيف يختار المستثمرون الاسهم التي يشتروها ؟). هم اختبروا فرضية ان المستثمرين الأشخاص يستثمرون الاسهم التي تحوز على اهتمامهم . وأشاروا انه عند شراء الاسهم يواجه المستثمرون مهمة قرار صعبة جدا لانه هناك اكثر من 7000 سهم امريكي يجب ان يختاروا منها . وأكدوا ان المستثمرين يعالجون مشكلة البحث هذه من خلال حصر بحثهم عن الاسهم التي تثير اهتمامهم في الوقت الراهن. واستنتجوا بان المستثمرين الأشخاص يشتروا الاسهم المثيرة للاهتمام باحتمال اكبر من المؤسسات من خلال البحث عن ثلاثة مؤشرات لاثارة اهتمام الأشخاص بالسهم وهي: حجم التداول اليومي غير العادي، والعائدات اليومية، والايخبار اليومية (Barber&Odean, 2008:4).

إن تحيز المتاحية قد يجعل المستثمر يختار استثماراته استنادا إلى المعلومات المتاحة له (للاعلانات والمقترحات من المستشارين والاصدقاء وغيرهم) ولا يلزم البحث العلمي او الاجتهاد لاثبات ان الاستثمار الذي اختاره جيد (امكانية الاسترجاع). كما أنه يسهم في جعل المستثمرين يختارون استثماراتهم اعتمادا على قائمة مصنعة موجودة في ذاكرتهم. وسيتجاهلون الاصناف الاخرى التي يصعب استرجاعها في عقولهم. فالمستثمرون الامريكان قد يتجاهلون البلدان التي بها فرص استثمارية واعدة لانها من الاصناف التي يصعب استعادتها من الذاكرة (التصنيف). فضلا عن ذلك قد يختار المستثمرون الاستثمارات التي تناسب المدى الضيق من تجارب الحياة لديهم مثل القناعة التي يعملون بها والمنطقة التي يعيشون فيها والأشخاص الذين تربطهم معهم علاقات . على سبيل المثال المستثمر الذي يعمل في صناعة التكنولوجيا قد يعتقد بان الاستثمارات التكنولوجية فقط هي المربحة (المدى الضيق من التجارب). واخيرا يمكن أن يختار المستثمرون الاستثمارات التي تشابه شخصياتهم او التي لها خصائص يمكن ان تناسب المستثمر. ومن وجهة نظر معاكسة قد يتجاهلوا الاستثمارات فقط لانهم لا يرتبطوا او لا يستطيعوا التواصل مع هذه الاستثمارات.

1-3-4 تحيز التنافر الادراكي Cognitive Dissonance

حينما تتصارع المعلومات المكتسبة حديثاً مع الفهم الموجود مسبقاً فان الأشخاص سيعانون غالبا من الانزعاج الذهني Mental Discomfort وهو ظاهرة نفسية تسمى التنافر الادراكي. لقد مثلت نظرية التنافر الادراكي علامة فارقة في تاريخ علم النفس الاجتماعي. أول من تحدث عن هذه النظرية عالم الاجتماع Leon Festenger في أواسط الخمسينيات² وقد إعتمدت هذه النظرية على إن الأشخاص يكافحون من أجل تحقيق التناغم consistency لانه بغياهم فإنهم سيحاولون وضع تبريرات ملائمة من أجل تقليل الإنزعاج والقلق النفسي Discomfort

² للمزيد عن هذه الظاهرة أنظر (Festenger,1957:261).

(Aronson,1997:22). وعدم التناغم هذا ينتج من عدم التوافق المنطقي وعدم التناسق بين الادراك الحالي والادراكات السابقة، فهناك واحدا على الاقل من العناصر الادراكية لا يتوافق مع العنصر السلوكية وبذلك يحاول الأشخاص تقليل هذا التنافر وتجنب المواقف التي تزيد من حدته (Metin&Camgos,2011:131). فالادراكات في علم النفس تمثل المواقف او العواطف او المعتقدات او القيم، والتنافر الادراكي هو حالة من عدم التوازن تحدث عن تقاطع الادراكات المتناقضة .

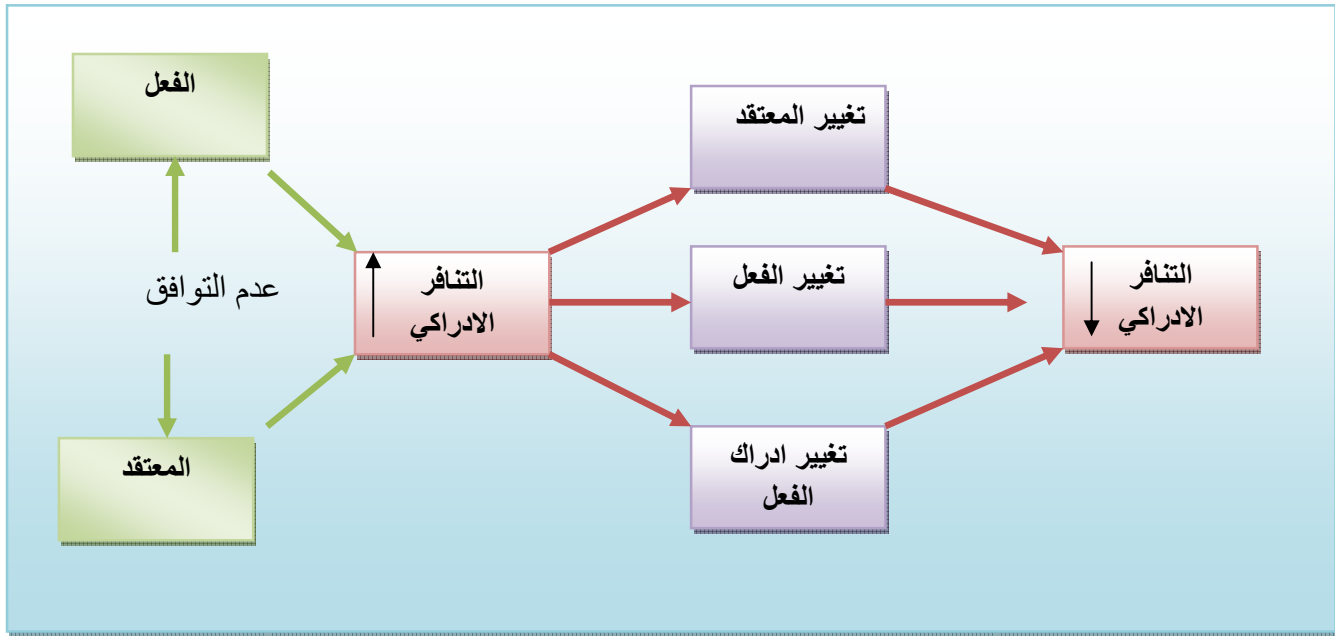
ان مصطلح التنافر الادراكي يشمل الاستجابات التي تنشأ حينما يكافح الأشخاص من اجل تحقيق التوافق بين الادراكات ومن ثم يتحررون من الانزعاج الذهني. ولهذا التحيز الكثير من المضامين في عملية صنع القرار وتقييم المعلومات للأفراد (Akerlof&Dickens,2012:2). ولأن الأشخاص يرغبون بجعل معتقداتهم تتوافق أحدها مع الأخرى فإنهم يشعرون بالانزعاج عند الوصول إلى فكرتين تبدوان متناقضتين.

على سبيل المثال قد يقوم المستهلك بشراء علامة معينة من منتج ما يعتقد بانها افضل العلامات المتوفرة و حينما يظهر ادراك جديد بان هناك بديلا افضل قد تم تقديمه من هذا المنتج فان ذلك يسبب عدم توازن في المعتقدات، عندها يحصل التنافر الادراكي في محاولة التخلص من الانزعاج الناتج عن فكرة ان المشتري لم يشتري السلعة المناسبة وقد يأخذ من الأشخاص مدة طويلة لاقتناع انفسهم بان المنتج الذي اشتروه فعلاً افضل من ذلك الذي اخبروا عنه لتجنب عدم الارتياح الذهني المرتبط بشرائهم الاول (Pompian,2006:84).

إن أول من تفحص هذه النظرية مختبريا Carlsmith و Fistingner عام 1957 وأوضحوا ما يحصل إذا لم يتوافق إثنين من الادراكات، وتوصلوا إلى إن التنافر يمكن أن يقل من خلال تبديل الرأي الخاص، علما أن هذا الرأي يصعب تبديله اذا كان هناك مكافأة كبيرة، بمعنى آخر إن حجم التنافر سيكون أعلى اذا كانت المكافأة صغيرة لذلك فإن إمكانية تغيير الرأي ستكون أعلى (Fistingner&Carlsmith,1957:203). ولهذه النظرية العديد من التطبيقات في مختلف المجالات أهمها عملية صنع القرار، فحينما يتم صنع القرار يميل الأشخاص إلى التعلق بقراراتهم بعملية تسمى أثر التجميد للقرار Freezing Effect وتنتج من إيجاد علاقات متناغمة مع القرار (مثلا، البديل الذي تم إختياره يبدو أكثر جاذبية وإزالة العلاقات غير المتناغمة (مثلا، البديل الذي لم يتم إختياره يبدو أنه أقل جاذبية)، لذلك يحاول الأشخاص تحسين إرتباطهم مع البديل الذي تم إختياره وتقليل إرتباطهم مع البديل الذي تم التخلي عنه، ولمنع هذا التنافر يتبنى الأشخاص سلوكيات غير عقلانية مثل تجنب أي معلومات جديدة أو إعادة استخدام المنطق الملثوي (Linciano,2010:10).

لقد استنتج علماء النفس بان الأشخاص غالباً ما يسعون للعقلانية صعبة المنال Far – reaching rationalization من اجل مناغمة ادراكاتهم مع سلوكياتهم والحفاظ على الاستقرار النفسي، وحينما يعدل الأشخاص سلوكياتهم او ادراكاتهم لتحقيق التوافق الادراكي لن تكون هذه التعديلات دائما عقلانية من ناحية المصلحة الذاتية (Olsen,2010:114). ويعتمد حجم التنافر الادراكي على أهمية أو قيمة العناصر (مثل المعرفة والمعتقدات والمواقف) غير المتناغمة مع بعضها

البعض. فإذا تم إعطاء أهمية كبيرة لهذه العناصر فإن حجم التنافر بين العناصر يكون أكبر، لذلك تحصل الكثير من الضغوطات لتقليل أو إزالة عدم التوافق هذا (Metin&Camgos,2011:132). وللتوضيح فإن مدمن التدخين والذي علم للتو ان التدخين مضر جدا بالصحة، قد يغير سلوكه (يترك التدخين) أو يغير معرفته عن آثار التدخين (التدخين غير خطر) أو يضيف عناصر ادراكية جديدة تتوافق مع حقيقة التدخين (خطورة حركة المرور أكبر من خطورة التدخين)، والشكل (10-1) يوضح هذه الحالة .



الشكل (10-1) : نظرية التنافر الادراكي

Source: Pompian , Michael M. " Behavioral Finance and wealth management ". John Wiley. & Sons', 2006, P:84.

يعتمد حجم التنافر الادراكي بعد عملية تبني القرار على أهمية القرار والجاذبية النسبية للبدائل الذي لم يتم إختياره ودرجة التداخل الادراكي بين البدائل، بمعنى، إذا كان القرار مهما والبدائل المتروكة جذابة ودرجة التداخل منخفضة سيكون التنافر بعد القرار أقوى. ولتقليل هذا التنافر قد يعمل المرء إما على تغيير أو إلغاء القرار، أو تغيير جاذبية البدائل المتروكة (من خلال مضاعفة أهمية البديل الذي تم إختياره)، أو ايجاد تداخل ادراكي للبدائل (مثلاً، من خلال خلق تشابه بين البدائل التي تم إختيارها والبدائل المتروكة). فالأشخاص يعملون على عقلنة الخيارات الماضية من خلال التقليل من قيمة البدائل المتروكة وتحسين قيمة البدائل التي تم إختيارها (Chen,2008:2). فالأشخاص بشكل عام يحاولون الظهور بمظهر عقلائي لانفسهم وللآخرين لذلك يحتاجون لضمان أن سلوكهم يتوافق مع مواقفهم تجاه الاحداث (Jermias,2001:143).

وحيثما يجدوا انفسهم يعملون بطريقة غير متوافقة مع مواقفهم (تنافر ادراكي)، سيعانون من شد نفسي ومن ثم يحاولون تقليل هذا الشد والعودة إلى التوافق الادراكي.

قسّم التنافر الادراكي إلى اربعة مجالات بحثية، المجال الاول وهو "الاطلاع الانتقائي للمعلومات"، ويهتم بميل الأشخاص للإطلاع على المعلومات المنتقاة التي تدعم معتقداتهم الحالية وليس على معلومات تنفي هذه المعتقدات وينشأ عن هذه الحالة تنافر ادراكي (Dawkins,2006:76). أما المجال الثاني فهو "تنافر ما بعد القرار"، فالقرارات المهمة تولد الكثير من الشد العصبي الداخلي بعد اتخاذها، لذلك فإن الأشخاص بعد القرار يحاولون تأكيد أنهم إختاروا القرار الصحيح (Griffin,2006:231). ويعتمد حجم هذا التنافر على أهمية المشكلة وصعوبة عكس القرار وجاذبية البديل الذي تم اختياره وعدم جاذبية البديل المتروك، ودرجة التداخل أو التشابه بين البدائل (Littlejohn&Foss,2005:78). والمجال الثالث يسمى "أقل تبرير ممكن" ويعني ان الفعل المخالف للمواقف والذي تم اختياره بحرية مع محفزات وتبريرات قليلة يقود إلى تغيير الموقف (Aronson,2008:164). وهنا يجب التمييز بين المبررات الخارجية (توضيح سلوك المرء المتناقض من خلال الظرف وليس الذات)، والمبررات الداخلية (تقليل التناقض من خلال تغيير شيء شخصي، مثل موقف أو سلوك). فإذا اعتقد الشخص بصعوبة التبرير الخارجي يحاول استعمال التبرير الداخلي من خلال جعل موقفه أكثر توافقاً مع سلوكياته. والمجال الرابع والآخر هو "الإغراء الكاذب" ويعني ان المهام المقنعة لا تشجع الأشخاص كثيراً على اتخاذ مواقف مرغوبة ولكنها تشجع الأشخاص للعمل على المواقف الحالية (O'Keefe,2002:94). والفكرة الأساسية هي الاهتمام بعدم التوافق بين مواقف الأشخاص وأفعالهم (النفاق الشخصي)، ينتج عن ذلك تنافر ادراكي يمكن تقليله من خلال تغيير السلوك ليوافق مع المواقف.

يعيش المستثمرون مثل غيرهم مع تبعات قراراتهم. والعديد من مديري المال لاحظوا ان عملائهم ذهبوا بعيداً في محاولة عقلنة قراراتهم اعتماداً على الاستثمارات السابقة لاسيما الفاشلة منها (Goetzmann&Peles,1997:147). فضلاً عن ذلك فان الأشخاص الذين يظهرون هذا الميل قد يؤجلوا وبشكل غير عقلاني بيع الموجودات التي لا تحقق عائدات كافية، وفي كلا الحالتين اثر التنافر الادراكي يمنع المستثمرين من العمل بشكل عقلاني ويمنعهم من اعادة توزيع محافظهم على الامد القريب (Pompian,2006:86). والاكثر اهمية الحاجة للحفاظ على احترام الذات التي قد تمنع المستثمرين من التعلم من الاخطاء بسبب تجاهلهم أو رفضهم للحقائق الجديدة ومحاولة تعديل هذه الحقائق لتتوافق مع معتقداتهم السابقة، أي ان المستثمرين بهذه الحالة ينزعجون من المعلومات والافكار التي تناقض آرائهم الشخصية (Langlais,2008:4). ولتقليل التنافر الناشئ من ملاحظة هدفين غير متوافقين حسب ادراكهم – احترام الذات والاعتراف بالاطعاء السابقة – فانهم غالباً ما يعززون اخفقاتهم إلى الحظ وليس إلى عملية اتخاذ القرار السيئة. وطبعاً الأشخاص الذين يفقدون فرص التعلم من الحسابات الخاطئة في الماضي من المحتمل ان يخطئوا بالحسابات من جديد ويعيدوا دورة القلق وعدم الراحة والتنافر والرفض. ومن اهم السلوكيات الناتجة عن التنافر الادراكي التي تسبب خسائر للمستثمرين إمكانية ان يسبب التنافر الادراكي الاحتفاظ بمراكز الاوراق المالية الخاسرة التي يجب ان تباع لان المستثمرين

يرغبون بتجنب الالم الذهني المرتبط بالاعتراف بانهم اتخذوا قرارات خاطئة. وان الأشخاص لا يسمحوا لانفسهم بقبول الادلة الجديدة التي تقترح عليهم بانه حان الوقت للاستغناء عن المركز لانهم يشعرون بالالتزام لكل شيء عقلائي ألهمهم سابقا بشراء هذه المراكز وأنهم يتأثرون بعدم التساوي بين سعر شراء الورقة المالية وسعرها الحالي عند تقرير البيع او الاحتفاظ بهذه الورقة (Goetzmann & Peles, 1997 : 145). وهذا يظهر الدور الكبير الذي يلعبه التنافر الادراكي في اجبار المستثمرين على الاحتفاظ بالمراكز الخاسرة. كما يسبب التنافر الادراكي استمرار المستثمرين بالاستثمار في الاوراق المالية التي يمتلكوها اصلا بعد ان ينخفض سعرها للتأكيد على القرار السابق بالاستثمار بهذه الاوراق دون الحكم على الاستثمار الجديد بموضوعية وعقلانية. والتعبير الشائع هنا هو (صرف النقود الجيدة بعد السيئة). ويمكن ان يسبب التنافر الادراكي الاعتقاد الشائع (انها تختلف هذه المرة). فالأشخاص الذين اشتروا اسهم النمو المقيمة بأعلى من قيمتها في اواخر التسعينات تجاهلوا الدليل القائل بانه ليس هناك عائداً اضافية من شراء الاسهم الاكثر غلاء المتاحة في السوق. وفي الحقيقة العديد من هذه الشركات اصبحت اسهمها الان اقل بكثير من ذروة اسعارها السابقة.

5-3-1 تحيز التفاؤل المفرط Over optimism Bias

يرغب الأشخاص عادة بأن يعتقدوا أنهم مخلوقات عاقلة تمتاز بالحذر وإمكانية التنبؤ بالمستقبل، ولكن العلوم العصبية والاجتماعية تيرهن أن الأشخاص أكثر تفاؤلاً من الواقع، فهم، على 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 اعلى من معدل السكان ويعدون خصائصهم الشخصية ايجابية. والتفاؤل غير الواقعي تجاه المستقبل ينظر اليه على انه خطأ في تقييم الاحداث المستقبلية (Chmbers&Windschitl,2004:813). 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 صحيحاً تزيد من الإحتمالية الشخصية بصحة هذا الامر. ويعني هذا التحيز الاعتقاد بأن المستقبل سيكون أفضل من الماضي والحاضر (Flyvbjerg,2006:5). والتعريف المختصر لهذه الظاهرة (المستقبل سيكون لي بالخصوص) (Taylor & Brown 1988: 197). فالأشخاص غالباً ما يحكموا على انفسهم بأن إحتمالية تعرضهم لمخاطرة الاحداث السلبية أقل مقارنة بنظرائهم أي أن إحتمالية تعرضهم للاحداث السلبية أقل من الآخرين، وإحتمالية تعرضهم للاحداث الايجابية أكثر من الآخرين (Price,etal,2002:242). ويظهر هذا التحيز في العديد من الاحداث، على سبيل المثال، يعتقد الأشخاص بأنهم أقل إحتمالاً للتعرض لحوادث السيارات (Mckenn,1993:39)، والمرض والجرائم والهزات الارضية (Helweg-Larsen&Shepperd,2001:74). 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 على تحيز التفاؤلية بخصوص الاحداث السلبية، علما أن الاحداث السلبية والايجابية تختلف من الناحية النفسية وهي مستقلة، على الاقل بجزء منها (Hoorens,1996:53).

يتأثر تحيز التفاؤلية بمجموعة من العوامل الوسيطة، منها المزاج، فالأشخاص يظهرون تحيز تفاؤلية أقل حينما يكونون بمزاج سيء وتحيزا أعلى 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 على الحصول على النتائج المرغوبة وادراكهم بعدم امكانية السيطرة على الاحداث يقودهم لتحيز تفاؤل أقل (Alloy&Ahrens,1987:366). كما أن زيادة القلق بشكل عام تسهم في تقليل التحيز (Eysenck&Derakshan,1997:5970). كما ركزت البحوث النظرية والتجريبية على عدد من المتغيرات التي تساعد على 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). ولايزال من غير الواضح ما اذا كانت هذه المخففات تؤثر في التحيز عبر التأثير على تقديرات المخاطرة الشخصية للأفراد أم تقديرات المخاطرة للهدف. فالتكرار المدرك للحدث يرتبط سلبيا مع حجم تحيز التفاؤلية، إذ قدم (Weinstien,1980:806) مقياسا مكونا من 7 نقاط لترتيب المخاطرة التي يتعرض لها الشخص مقارنة مع نظرائه، والاحكام على وسط المقياس تعني أن مخاطرة المرء تساوي معدل المخاطرة لنظرائه واذا كانت أعلى من ذلك فانها تشير إلى أن مخاطرته أعلى من معدل النظراء، وبالعكس ان كان المقياس يشير إلى أقل من المتوسط . وقد توصل إلى أن متوسط حجم المخاطرة المقارن للأفراد يقع أقل بكثير من نقطة الوسط للأحداث التي تدرك بأنها غير متكررة نسبيا. وهذا يعني أن حجم تحيز التفاؤلية أكبر للإحداث الاقل تكرارا. من منظور علم النفس هذه النظرية تتطابق مع فكرة أن الأشخاص يعطون اهتماما قليلا لمخاطرة نظرائهم (Klein&Weinstein,1997:25). وهناك رأي آخر يقترح بأن العلاقة بين حجم تحيز التفاؤلية وتكرار الحدث ايجابية (Klar,etal,1996:229). والسبب في ذلك طريقة تفكير الأشخاص بين الحكم على انفسهم والحكم على الآخرين، فهم يفكرون بمخاطرتهم بنمط فردي بينما يفكرون بمعدل مخاطرة نظرائهم بنمط توزيعي، أي أنهم يفكرون من ناحية مخاطرتهم الشخصية بالخصائص التي يمتلكوها 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 مخاطرهم الشخصية لا تعتمد على التكرار المدرك للحدث ولكن مخاطرة نظرائهم تعتمد على هذا التكرار بشكل كبير. ويمكن القول إنه كلما إزداد التكرار المدرك للحدث يعتقد الأشخاص بأن مخاطرتهم يجب أن تبقى ثابتة ولكنهم يعتقدون بأن معدل مخاطرة النظراء ينبغي أن تزداد. ولأن تحيز التفاؤلية يمثل التناقض بين الحكمين عندها يزداد التحيز مع زيادة التكرار المدرك للحدث.

إن من أهم أساليب قياس تحيز التفاؤلية هو جعل المستجيبين يقدرّون احتمالية تعرضهم لحدث نسبة إلى مجموعة النظراء الملائمين لهم مثل الأشخاص من العمر نفسه أو الجنس وتقاس هذه التقديرات بالاسلوب المباشر أو غير المباشر (Armor&Taylor,1998:309). فالاسلوب المباشر كان يستخدم في الماضي ، إذ يصنف الأشخاص احتمالية تعرضهم لحدث ما على مقياس مفرد يعتمد على نقطة وسطى (Weinstein&Klein,1996:2). أما بالاسلوب غير المباشر فيصنف المستجيبون احتمالية تعرضهم الشخصي للحدث على فقرة واحدة، واحتمالية تعرض معدل الأشخاص النظراء للحدث نفسه على فقرة ثانية (Otten&VanDerPligt,1996:80). وتوضع الاستجابات لكل فقرة على مقياس مكون من 1 (غير محتمل) إلى 7 (محتمل جدا) أو من 1-100. فعند تصنيف المخرجات السلبية يطرح تقدير الاحتمالية الشخصية للمساهم من احتمالية المجموعة (وللنتائج الايجابية يطرح تقدير المجموعة من تقديرات الأشخاص) لتحقيق مقياس يبين الفرق بينهما. ويعمل تحيز التفاؤلية حينما يكون فرق المقياس موجبا، وزيادة الفرق تعني أن تحيز التفاؤلية أكبر.

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

لقد وصف (Lovallo&Kahenmen,2003:57) تحيز التفاؤلية بانه ميل المستثمرين لتبني وجهة نظر داخلية على حساب الخارجية التي غالبا ما تكون اكثر ملائمة عند وضع القرارات الاستراتيجية . فالمنظور الداخلي يركز على الوضع الراهن ويعكس تطور الأشخاص. اما المنظور الخارجي فهو يقيم الوضع الحالي بموضوعية في سياق نتائج المواقف المرتبطة والمتحصلة 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، على سبيل المثال، الاعتماد على التنبؤات المستقبلية الخاصة بالسوق علما إن هذه التنبؤات نادرا ما تخلوا من الأخطاء (Golden,etal,1994:34). إن الافتراضات المبالغة بالاجابية يمكن أن تقود إلى حسابات كارثية، فقد تجعلنا أقل رغبة لفتح حسابات إيدار مثلا أو أكثر رغبة للمراهنة على 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 وحدي وراسخ. فالطريقة الطبيعية للتفكير عن الاستثمار المعقد لديهم هو من خلال التركيز على الاستثمار نفسه للحصول على البيانات المتوفرة والاهتمام بالتفاصيل الفريدة او غير العادية. ففكرة التوجه للمعلومات الخارجية وجمع الاحصاءات عن الحالات الكثيرة ذات الصلة نادرا ما يستوعبه عقل المستثمر.

على كل حال المستثمرون يجب ان يختبروا المخاطر المحيطة لاسيما اذا كان الاستثمار يكلف مبالغاً 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 على الشخص الشروع بهذا الاستثمار ام لا.

يمكن لتحيز التفاؤلية ان يكون مؤذيا ماليا للمستثمرين لانه يخلق وهم البصيرة الفذة (Outstanding Insight) او اليد العليا (Upper Hand). فالأشخاص غالبا يعتقدون إلى 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 على السوق بينما أدائهم في الحقيقة كان اضعف بمقدار 15.5% . وانكارهم هذا يجعل الامور اسوء ويجعل من عملية التحسين والرتق 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 إحتماالية مضاعفة المتداولون للاشارات الايجابية عن المستقبل ومن ثم تكون الاسعار اعلى من المستوى العقلاني (Hart,etal,2009:556).

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

6-3-1 وهم السيطرة Illusion of Control Bias

هو الميل للاعتقاد بأن احتمالية نجاح المرء أعلى من الاحتمالية الموضوعية التي تبرر هذا النجاح (Chandra,2008:17). ويعني ميل الأشخاص للاعتقاد بقدرتهم على السيطرة أو التأثير في المخرجات، وهم في الواقع لا يملكون هذه المقدرة إذ يعطي هذا التحيز انطبعا خاطئا بإمكانية تأثيرهم بالنتائج المستقبلية من خلال تدخلهم الشخصي والواقع خلاف ذلك تماما (Chira,etal,2008:13) (Schade&Koellinger,2007:54). ولذلك مدلولات مهمة لان هناك ربطا سببيا بين المهارة والجدد والاداء، بينما لا يرتبط النجاح من خلال الحظ بالمهارة والجدد. فالأشخاص بشكل عام يبالغون في تقدير درجة سيطرتهم على الاحداث التي تتحدد فقط من خلال الحظ (Gino,etal,2011:104).

تحيز وهم السيطرة هو توقع احتمالية النجاح الشخصي بدرجة اعلى من الاحتمالية الموضوعية المبررة. ويبدو ان المنافسة والاختيار والفة المهام والاشترك الفاعل في الحالات المنسوبة للحظ، كلها يمكن ان تزيد الثقة وتولد هذه الاوهام. على سبيل المثال ان الأشخاص الذين يسمح لهم بأختيار ارقامهم في لعبة اليانصيب الافتراضية سيرغبون بدفع سعر للتذكرة اكبر مما لو كانوا يخضعون لارقام عشوائية تمنح لهم (Langer, 1975: 311).

وقد اختبرت امكانية تعرض الاشخاص لوهم السيطرة من خلال تقاطع مؤشرين الرغبة بالسيطرة والاعتقاد بأن الحظ الجيد هو خاصية يمكن السيطرة عليها (Breinholt&Dalrymple,2004:2). وهذا التحيز نتاج عنصرين رئيسيين، الاول صعوبة الحكم على الاهمية النسبية للمهارة والحظ، والآخر محفزات الأشخاص للسيطرة على بيئاتهم، فإذا كان المرء يعاني من وهم السيطرة عندها سيدرك مخاطرة أقل لانه سيعتقد بقدرته على تقليل حدوث النتائج السلبية (Wadson,2008:98).

وبناء على ما تقدم يفشل العديد من المستثمرين بإدراك حقيقة أن الاداء الاستثماري للسهم المنفرد أكبر خطورة من المحفظة المتنوعة (Benartzi&Thaler,2001:3). فمن يستثمر في أسهم الشركة التي يعمل بها يعد هذا السهم أقل مخاطرة من البديل المتنوع (Mitchell&Utkus,2003,34). وقد يشعر الأشخاص بأنهم سيواجهون مخاطرة كبيرة عند إعادة هيكلة محافظهم بشكل منتظم وكذلك عند التداول المكثف وهذا الاعتقاد الخاطئ تحيز وهم السيطرة (De Bondt,1998:836). فالمستثمر يفضل الشروع بالاستثمارات التي يعتقد انه يستطيع السيطرة على نتائجها علما ان القرار الوحيد الذي يمكن السيطرة عليه هو قرار الاستثمار او عدم الاستثمار (Fellner,2004:4). لان وهم السيطرة يزيد الشعور بالمهارة والقدرة حتى لو كانت النتائج تحدث بسبب الحظ بشكل كامل. ويسهم هذا التحيز في زيادة الثقة المفرطة للمستثمرين بشكل كبير (Ackert&Deaves,2010:111).

إن من اهم الاخطاء الاستثمارية التي يسببها وهم السيطرة التداول اكثر من المعقول. فقد توصل الباحثون إلى ان المتداولون المفرطون (لاسيما عبر الانترنت) يعتقدون أن لديهم سيطرة اكبر على نتائج استثماراتهم وزيادة التداول ينتج عنه انخفاض العائدات. كما يقود وهم السيطرة إلى

الحفاظ على محافظ غير منوعة. فالمستثمرون يحتفظون بمواقع مركزة لانهم ينجذبون باتجاه الشركات التي يشعروا بان لهم بعض السيطرة عليها، وهذه السيطرة وهمية ومن ثم فان عدم التنوع يضر بمحفظة المستثمر.

7-3-1 تحيز التثبيت Confirmation Bias

هو الميل للتأكيد على النظرية أو الادراكات الأولية وتجنب المعلومات التي لا تؤكد هذه الادراكات (Dror,etal,2008:57). وهو البحث عن تفسير للدليل بطريقة متحيزة للمعتقدات الموجودة سلفا (Cheikes,etal,2004:1). ويشير هذا التحيز إلى نوع من الادراك الانتقائي الذي يؤكد على الافكار التي تعزز معتقداتنا بينما يقلل من قيمة كل ما يناقض هذه المعتقدات، ويمكن أن يحدث هذا التحيز لان الأشخاص بشكل عام يفضلون دعم معتقداتهم الاولية أو لان المعلومات التي تتوافق مع المعتقدات السابقة سهلة المنال (Tronnes,2010:4). ويمكن وصف هذه الظاهرة بطريقة اخرى وهي ان هذا التحيز يشير إلى قدرة الأشخاص الطبيعية على اقناع انفسهم بما يرغبوا ان يقنعوا انفسهم به. ومن ثم رفض أو تجاهل المعلومات التي تدعم المعتقدات أو الفرضيات المعاكسة (Wickens&Holland,2000:312). وبذلك فإن هذا التحيز يشير إلى صعوبة تغيير الانطباعات الاولية (Kassin,etal,2013:45). يشار لتحيز التثبيت أحيانا بتحيز التوقع، أي ميل الأشخاص لرؤية مايتوقعون رؤيته ومن ثم تأثير الادراكات السابقة في الاحكام الشخصية (Marsh&Hanlon,2007:1089). وهو من الموجهات التي تبسط المهام المعقدة بسبب افتراض الأشخاص لصحة معتقداتهم الحالية ومن ثم تعمل هذه المعتقدات كموجه لتقييم المعلومات الجديدة (Hernand&Preston,2013:178). فالأشخاص يتمسكون بمعتقداتهم بقوة وتغيير هذه المعتقدات يأخذ الكثير من الوقت والجهد وغالبا يكون الاسهل تجاهل هذه المنظورات البديلة بدلا من تكيف المعتقدات الحالية.

إن أول من قدم مفهوم تحيز التثبيت هو Wason عام 1960³. وهو مرتبط مع البيتين نفسييتين، الاولى "تغيير المعنى" (Change on Meaning) وتعكس هذه الآلية الميل لتغيير تكافؤ المعلومات من أجل جعلها تدعم المعتقدات السابقة (Dave&Wolfe,2003:3). والأخرى "الاستيعاب المنحاز" (Biased Assimilation) ويشير إلى الميل لاعطاء اهتمام ووزن أكبر عند اتخاذ القرار للمعلومات التي تتوافق مع المعتقدات السابقة (Hart,etal,2009:556) ومن اهم التجارب الكلاسيكية لهذا التحيز هي تلك التي يعرض بها على المستجيبين كل واحدة منها تحوي رقما على احد جوانبها وحرفا على الجانب الاخر، ومن ثم يتم اخبار المستجيبين بهذه القاعدة (إذا كان هناك حرف علة على احد جانبي البطاقة فان الجانب الاخر سيكون به رقم زوجي). ومن ثم ترتيب البطاقات كالاتي (Shefrin,2001:116):

A	2
9	X

ومن ثم طرح سؤال على المستجيبين اي بطاقتين من البطاقات الاربع يجب ان تقلبها لاختبار هذه القاعدة؟

³ للمزيد من الطروحات حول هذا التحيز راجع (Wason,1960:130).

اغلب المشاركين في التجربة اختاروا البطاقات (A و 2) بينما البطاقتين الصحيحتين هما (A و 9). وهذا خطأ منطقي شائع فالأشخاص اختاروا (2) لان اكتشاف ان خلفه على الوجه الاخر حرف علة يمكن ان يؤكد الفرضية. بالمقابل فان وجود حرف علة على الجانب الاخر من الرقم (2) لا يمكن ان يلغي الشرط الفرضي، لذلك هي ليست الاجابة الصحيحة. والأشخاص اختاروا (2) بدلا من (9) لان تحيز التثبيت جعلهم يختارون ما يدعم الفرضية وليس ما يفندها كما تم توجيههم. وهذا يدعم فرضية ان الأشخاص يهتمون اكثر بالمعلومات التي تدعم او تناسب معتقداتهم.

إن التفكير البشري يخضع لتحيز التثبيت الايجابي أي الميل للبحث عن الدليل الذي يؤكد المعتقد الموجود عند محاولة إختبار هذا المعتقد وليس الدليل الذي لا يؤكد، وكلا النوعين من الادلة ملائمين لتقييم صلاحية المعتقد، والتحيز يحدث اذا بذلت جهود للبحث عن الدليل المثبت أكبر نسبيا من الجهود المبذولة في مبادئ التفكير الصحيح (Jones&Sugden,2001:59).

ويمكن إغراء هذا التحيز إلى الخمول الذهني أو بشكل عام إلى محدودية قدرة الانسان على معالجة المعلومات الجديدة، فكلما ازداد حجم المعلومات التي يجب معالجتها أصبح حجم تحيز التثبيت أكبر (Rensselar,2013:1). أما علماء النفس فيعدون هذا التحيز خطأً أدراكيا ويعزونه إلى أسباب عاطفية مثل الارتباك والعناد والامل، أو أسباب ثقافية مثل التقاليد والخرافات (Sabourian&Sibert,2009:1). وأقترح علماء النفس أيضا تفسيرات نفسية، فالتطور النسوي للعقل البشري سهل من قدرته على إستعمال الموجهات التي تعطي احكاما جيدة وسريعة، ولكنها أيضا يمكن أن تقود إلى تحيزات منتظمة (Weston,2006:1947).

إن تحيز التثبيت يمكن أن يقود إلى الثقة المفرطة ويجعل الأشخاص على المعدل يعتقدون بقوة افتراضاتهم المفضلة أكبر من الواقع، وهذا يعن دون التعلم الكافي لادراك طبيعة الحدث حتى بعد استلام كميات كبيرة من المعلومات (Rabin&Schrag,1999:38). ويمكن ملاحظة هذا التحيز في الاسواق المالية بشكل يومي. فالمستثمرون غالبا ما يخفقون في الاعتراف بأي شيء سلبي عن الاستثمارات التي يقومون بها حتى لو ظهر دليل قوي ضد هذه الاستثمارات. فوجود المستثمرون الميالون لتحيز التثبيت يسهم في خلق الفقاعات والازمات لانهم يسببون الارتفاعات قصيرة الامد والانعكاسات طويلة الامد (Pouget&Villeneuve,2012:4).

وقد قدم Fisher و Statman مثلا جيدا عن تحيز التثبيت إذ اختبروا الاعتقاد الشائع بان نسبة سعر السهم إلى ربحيته P/E يمكن التكهين من خلالها بربحية الاسهم. ويبدو انه منطقي لكل المستثمرين بانه عند ارتفاع P/E عن المعدلات التاريخية فإن على حملة الاسهم ان يبيعوا. وبالمثل فان الاسهم التي تنخفض بها P/E عن المعدلات التاريخية تعد فرصة للشراء. وقد اظهروا بان اختبار الادلة المؤيدة فقط للفرضية قد يؤدي إلى حكم خاطئ انما ينبغي إختبار الادلة التي تنفي الفرضية ايضا (Fisher & Statman,2000:2).

ان اهم الاخطاء الاستثمارية التي يسببها هذا التحيز، إنه يجعل المستثمرين يبحثون فقط عن المعلومات التي تؤكد معتقداتهم عن استثماراتهم. وهذا قد يقود إلى خسائر محتملة لمحافظهم.

وحيثما يعتقد المستثمر بامور معينة مسبقا، مثلا ان الاسهم قد تصل إلى اعلى مستوى لها في السنة فانه استخدم تحيز التثبيت، وقد تخفى عليه المعلومات التي تشير بان اعلى سعر للسهم لا يجعله استثمارا جيدا. كما يمكن ان يسبب هذا التحيز تركيز المبالغ على اسهم الشركة التي يعملون بها، لانهم يعتقدون بمستقبل زاهر لهذه الشركة ولكن هذا لا يبرر الاعتماد المطلق على اسهم هذه الشركة. ويمكن ان يفضي هذا التحيز إلى بناء محافظ غير متنوعة لانهم يؤكدون على اسهم معينة دون غيرها ومن ثم لا يرغبون بسماع اي شيء سلبي عن استثماراتهم ويبحثون عوضا عن ذلك عن كل ما يؤكد معتقداتهم.

8-3-1 تحيز السيطرة الذاتية Self- control Bias

وهو ميل سلوكي بشري يدفع الاشخاص للاستهلاك اليوم على حساب الادخار غدا، لانهم يفشلون في التعامل مع الاهداف طويلة الاجل فبدلا من الادخار للتقاعد يعملون على اشباع الرغبات الحالية (Wright,2012:2). ويوصف هذا التحيز ايضا بانه صراع بين الرغبات الاولية للفرد وبين عدم قدراته الناشئة من الافتقار إلى ضبط النفس للعمل بشكل جدي لتحقيق هذه الرغبات (Pompian,2006:150). على سبيل المثال الطالب الذي يرغب بالحصول على درجة A في مادة التاريخ قد يكون عليه نظريا التخلي عن حفلة ممتعة من اجل الذهاب للدراسة في المكتبة. والاستثمار لا يختلف عن ذلك. فالتحدي الاساس للاستثمار هو الادخار لمقدار كافٍ من النقود من اجل التقاعد (Ameriks,2004:4). يتصرف الأشخاص وكأن لديهم مجموعتين من التفضيلات، تهتم الاولى بالامد القصير والآخرى بالامد الطويل (Otto,2010:9). فالسيطرة الذاتية تشرح لغز الدين الدوار، أي الحفاظ على دين كبير من نوع بطاقات الائتمان، رغم ارتفاع اسعار فائدة الدين ورغم توفر السيولة المالية لحملة الدين هذا، ولكن هؤلاء الأشخاص يتصرفون بسلوك السيطرة الذاتية. وربما افضل اطار لفهم هذا التحيز من خلال فرضيات دورة الحياة، النظرية العقلانية لسلوك الادخار. وهو مفهوم مالي تقليدي سناقشه قبل الدخول للمنظور السلوكي.

ان فرضيات دورة الحياة تصف الربط بين ميول الادخار والاستهلاك للأفراد ومراحل الأشخاص العمرية منذ الطفولة إلى العمل والتقاعد. اساس النموذج هو قرار الادخار والذي يقسم الدخل إلى استهلاك وادخار. قرار الادخار يعكس تفضيلات الأشخاص النسبية للاستهلاك الحالي مقابل الاستهلاك المستقبلي. ولان فرضيات دورة الحياة اساس متجذر (راسخ) في نظرية المنفعة المتوقعة وتفترض السلوك الرشيد فان تعاقب دورة الحياة الكلية لقرارات الادخار المثلى يمكن حسابه فقط من خلال تدفقات الدخل المستقبلي للمرء مقابل دالة المنفعة. فمسيرة الدخل عبر دورة الحياة تبدأ بدخل منخفض في بدايات سنوات العمل الاولى ومن ثم تزداد حتى تصل إلى ذروتها قبل التقاعد. ودخل التقاعد طبعا اقل بكثير من دخل العمل السابق له. ولتجنب الانحدار الحاد في المنفعة عند التقاعد يحاول الأشخاص ادخار بعض من دخلهم اثناء العمل لينفقوه بعد التقاعد. والتنبؤ الرئيس لفرضيات دورة الحياة هو ان مسار الادخار يتصف بمنحنى بشكل سنام الجمل بحيث يبني الادخار تدريجيا ليصل إلى اقصاه واخيرا يتناقص مرة اخرى كدالة للزمن (Thaler & benartzy, 2004: 5165).

وهناك نوعان من الميول للأفراد حسب نماذج الانفاق استنادا على فرضيات دورة الحياة هما:

- 1- يفضل اغلب الأشخاص معايير الحياة العالية على الواطئة اي ان الأشخاص يرغبون بتعظيم الانفاق الاستهلاكي في الحاضر.
- 2- يفضل اغلب الأشخاص الحفاظ على معايير حياة ثابتة نسبيا خلال مدة حياتهم. وهم لا يرغبون بالتقلب ولا يرغبون بمدد جافة من الرفاهية.

ان رؤية فرضيات دورة الحياة تنص بان الأشخاص يحاولون الحفاظ على مسارات استهلاك اعلى واكثر استقرارا قدر الامكان. اما المفاهيم السلوكية عن سلوك الادخار فقد شرحها (Thaler&Shefrin,1998:2) من خلال وضع نموذج وصفي لادخار الأشخاص يلعب به تحيز السيطرة الذاتية دور كبير. الافتراض الاساسي لنظرية دورة الحياة السلوكية هو الأشخاص يعاملون مكونات الثروة على انها ليست اثاث يمكن استبداله. حتى في غياب منطق العقلانية فالثروة تقسم افتراضا إلى ثلاث حسابات ذهنية 1-الدخل الحالي 2-الموجودات الحالية 3-الدخل المستقبلي. والانفاق يفترض أن يكون اكبر على الدخل الحالي واقل على الدخل المستقبلي. ولاثبات ذلك استطلعوا توقعات بعض الطلبة عن الاستهلاك المستقبلي وقد توصلت نتائج البحث لدعم نظرية دورة الحياة السلوكية. فقد وجدوا ان الأشخاص ينظرون لانفسهم بانهم مستفيدون من بعض الاموال التي يحصلون عليها بشكل مفاجئ والتي تستهلك مباشرة، نسبة كبيرة من هذه الاموال خلال السنة نفسها اذا عدت على انها دخل حالي وليس موجود حالي. وانهم يستهلكون النسبة الاصغر من الدخل على الدخل المستقبلي. ان السيطرة الذاتية لها كلفة ويفضل الاشخاص دفع سعر لتجنب الابقاء على الثروات الطبيعية. فالمستهلكون يعملون كأنهم يحافظون على اموال منفصلة داخل انظمة حساباتهم الشخصية فيقسمون الدخل إلى دخل حالي وإلى ثروة.

والميل الحدي للاستهلاك يختلف حسب مصدر الدخل. فالأشخاص يرغبون اكثر ببناء موجودات او ادخار الاموال التي ينظرون اليها (اطار) على انها ثروة بينما هم اقل ميلا لادخار الاموال التي يعدونها دخلا حاليا.

الجدير بالملاحظة ان المشكلة الاساسية لتحيز السيطرة الذاتية هي فقدان القدرة على الادخار للتقاعد. وهناك سلوكيات اخرى يمكن ان تسبب اخطاء استثمارية منها امكانية ان يجعل هذا التحيز المستثمرين ينفقون اكثر اليوم على حساب الادخار المستقبلي. وهذا سلوك خطر على ثروة الأشخاص. فالتقاعد قد يصل للافراد بشكل اسرع مما استطاعوا ادخاره وبذلك يضطرون إلى تبني مخاطر غير ملائمة في محافظتهم من اجل تعويض الوقت الذي خسروه. و يسبب هذا التحيز أيضا فشل خطة التقاعد. فالدراسات اظهرت ان الأشخاص الذين ليس لديهم خطة للتقاعد فإن تقاعدهم سيكون أقل أمانا. واطهر (Lusardi,1999:82) كذلك ان الأشخاص الذين ليس لديهم خطة تقاعد سوف يستثمرون بأسواق الاسهم باحتمال أقل. ويسبب هذا التحيز مشاكل عدم التوزيع المتوازن للموجودات. فبعض المستثمرين يفضلون الموجودات المنتجة للدخل من اجل الانفاق الحالي. وهذا السلوك خطر على الثروة على الامد البعيد لان الكثير من الموجودات المحققة للدخل تمنع المحفظة من التواصل مع التضخم. وقد يفضل آخرون اصناف موجودات على اخرى مثل الاسهم على السندات لانهم ببساطة يحبون تحمل المخاطرة ولا يستطيعوا السيطرة على هذا السلوك. ويمكن ان يسبب هذا التحيز تناسي

المستثمر معالم المبادئ المالية الاساسية مثل تركيب الفائدة وتعديل كلفة الدولار وغيرها من السلوكيات التي لو استخدمها يمكن ان تساعده في بناء ثروة كبيرة على الامد الطويل.

9-3-1 تحيز المحافظة Conservatism Bias

أن أول من قدم هذا التحيز الباحث Edwards عام 1968 حينما حلل استجابة الأشخاص للدلالة الجديدة نسبة إلى ما قدمته نظرية العقلانية ووجد أن الأشخاص يحدثون أسبقياتهم بالاتجاه الصحيح ولكن ليس بالكفاية التي تحدثت عنها نظرية Bayesian (Edwards,1982:360). أي أن الأشخاص يضعون تأكيدا على قوة المعلومات أكبر من تأكيدهم على الاوزان الاحصائية المستندة إلى عقلانية Bayesian (Douks&McKnight,2005:317). إذ تقدم نظرية Bayesian قاعدة معيارية لتحديث المعتقدات في ضوء الادلة الجديدة، ومن ثم تقدم أداة قيمة لدراسة التفكير البشري وطريقة اتخاذ القرارات والاحكام ولكن الأشخاص يعدلون معتقداتهم بطريقة أبطئ مما تدعيه هذه النظرية (Corner,2010:1625). تحيز المحافظة هو عملية ذهنية يتمسك من خلالها الأشخاص بمنظورات او تنبؤات على حساب الاعتراف بالمعلومات الجديدة (Pompian,2006:119). ويشير هذه التحيز إلى النتائج التجريبية التي تثبت أن الأشخاص يميلون لبخس تقدير القيم والاحتمالات والتكرارات العالية وبيالغوا في تقدير المنخفضة منها (Hilbert,2012:225). وهو مناقض لمعنى تجاهل معدل الاساس Base-Rate سالف الذكر. فالأشخاص هنا لا يعدلون أحكامهم عند استلام معلومات جديدة (Arnett,1998:9). وقد يفسر هذا التحيز محاولة الأشخاص حماية الجهد الادراكي المبذول في صنع القرارات السابقة (Oechssler,etal,2009:147). والسؤال المهم الذي يمكن طرحه بخصوص هذا التحيز هو: هل إن الأشخاص الذين يعانون من هذا التحيز (أعطاء وزن أكبر للبيانات الاساس) أقل حساسية لتحيز البيانات الاساس (اعطاء وزن أقل للبيانات الاولية)؟ على سبيل المثال افترض ان المستثمر استلم بعض الاخبار السيئة عن ارباح الشركة وهذه الاخبار تعاكس وبشكل سلبي تقديرات اخرى للارباح صدرت الشهر الماضي. هذا التحيز يسهم في تحقيق استجابة بطيئة من قبل المستثمر للمعلومات الجديدة مع الحفاظ على انطباعاته المستندة على التقديرات الماضية بدلا من العمل على تحديث المعلومات. لذلك فإن الاستجابة البطيئة للمعلومات الجديدة والمرتبطة بتحيز المحافظة تسبب ضعف الاستجابة للتغيرات في أسعار الموجودات (Luo,2012:30). الجدير بالملاحظة ان تحيز المحافظة على النقيض من تحيز التمثيلية لان الأشخاص يبالغون بالاستجابة للمعلومات الجديدة في تحيز التمثيلية. والأشخاص في الحقيقة يمكن ان يعانون من التحيزين. فإذا كانت المعلومات مطابقة او ممثلة للنموذج الاساسي حينها ربما يمنح الأشخاص وزن مبالغ لهذه البيانات حسب تحيز التمثيلية. أما اذا لم تظهر علاقة تمثيلية بين البيانات والنموذج فهنا يغلب تحيز المحافظة الذي يقود إلى ضعف الاستجابة لهذه المعلومات.

وقد طرح Hirshleifer احد التفسيرات لهذا التحيز الا وهو الكلفة العالية لمعالجة المعلومات الجديدة وتحديث المعتقدات. فقد لاحظ ان المعلومات التي تقدم بشكل مكلف والتي تكون نظرية واحصائية ومجردة تعطي وزنا اقل (Hirshleifer,2001:2). وتوصل

(Barberis,etal,1998:308) إلى أن المستثمرين الذين يظهرون هذا التحيز يستجيبوا ببطء للمعلومات الاستثمارية الجديدة من خلال عدم تحديث معتقداتهم بشكل كافٍ.

بالمقابل فإن الأشخاص قد يبالغون بالاستجابة للمعلومات التي تصعب معالجتها مثل السيناريوهات والامثلة غير الواضحة (Montier,2002:4). وغالبا ما يهتم المستثمرون بالمرجات التي تم التنبؤ بها اكثر من البيانات الجديدة التي تصف فعلا المخرجات الناشئة. فالعديد منهم غير قادر على التفاعل بشكل عقلائي مع المعلومات المحدثة الناتجة عن استشاراتهم لانهم عالقون مع المعتقدات القديمة. لذلك فإن تحيز المحافظة هو نوع من التحيزات السلوكية يبطئ معه المستثمرون في تحديث معتقداتهم السابقة مقارنة مع المستثمرين حسب النظرية العقلانية (Luo,2013:989).

ولعل من اهم الاخطاء الاستثمارية التي يسببها تحيز المحافظة ، أنه يجعل المستثمرين يتمسكون بمنظور معين ويتصرفوا بدون مرونة حينما تقدم لهم معلومات جديدة على سبيل المثال بافترض ان مستثمر اشترى ورقة مالية اعتمادا على معرفة بان الشركة تخطط لاعلان مستقبلي بخصوص منتج جديد. وبعدها اعلنت الشركة ان هناك مشاكل بخصوص طرح المنتج للسوق. المستثمر قد يتمسك بالانطباع المتفائل الاولي لبعض الوقت املا على التطوير الايجابي للشركة وعندها قد يفشل في اتخاذ اي فعل تجاه الاعلان السلبي. وحينما يستجيب المستثمر المنحاز بتحيز التحفظ إلى المعلومات الجديدة فانه غالبا ما يعمل ذلك ببطئ. على سبيل المثال اذا كانت اعلانات الارباح قلت من سعر السهم الذي يمتلكه فان هذا التحيز يجعله لا يبيع بسرعة . فالمنظور الموجود سابقا عن المستقبل الجيد للشركة قد يجعله يحتفظ بالسهم لمدة اطول. ومن ثم قد يتعرض لخسارة اكبر. ويمكن ان يرتبط تحيز المحافظة بصعوبة معالجة المعلومات ولان الأشخاص يتعرضون لضغط ذهني حينما يواجهون معلومات معقدة فالخيار الاسهل هو البقاء على المعتقدات السابقة.

10-3-1 تحيز العزو الذاتي: Self-Attribution Bias

يشير هذا التحيز إلى ميل الأشخاص لاعزاء نجاحاتهم إلى المجالات الداخلية مثل الموهبة بينما يلومون المؤثرات الخارجية، مثل الحظ السيء، على فشلهم (Choi&Lou,2010:1). العزو الذاتي ظاهرة ادراكية يعزو من خلالها الأشخاص فشلهم إلى العوامل الموقفية (مثل الحظ والعوامل المناخية وحالة الاقتصاد) ونجاحهم إلى العوامل الشخصية (مثل المقدرات والمهارات والجهد المبذول في المهمة) بمعنى الانحراف عن الواقع للحفاظ على احترام الذات أو لتعزيه (Forsyth,2008:429). أن هذا التحيز يمثل استراتيجية لحماية الذات من خلال رفض المشاركة بمسؤولية النتائج السلبية للقرار ووضع المسؤولية على العناصر الموقفية أو على أشخاص آخرين (Campbell&Sedikides,1999:23). فهو استراتيجية لتحسين مفهوم المرء عن ذاته. هناك مجموعة من الشروح لتفسير هذا التحيز أهمها:

1- تهديد الذات Self-Threat:

ويعني بالمفهوم الاجرائي تجربة الفشل. أما التعريف المفاهيمي لتهديد الذات فهو التهديد الذي يشعر به المرء حينما تكون نظرته الجيدة عن ذاته محل شك، أو متناقضة أو مطعون بها أو معرضة للسخرية أو للتحدي أو أي شيء يعرضها للخطر. يحدث تهديد الذات حينما يتوقع المرء ظهور موقف غير مرغوب به ومن ثمّ يوصل هذا الموقف معلومات تتحدى أو تعارض أو تسخر من ادراك الذات له. ويزداد تهديد الذات متى ما كان الفشل مرتبطاً بقرار مهم، وحينما يكون توقع النجاح عالياً وعند تبني توجه تنافسي مع النظراء (Sedikides&Strube,1995:1330). حينما يرفض الأشخاص شرعية التغذية الراجعة السلبية، أو حينما يركزون فقط على نقاط القوة والانجاز ويتجاوزون عن أخطائهم وإخفاقاتهم، أو ينسبون مسؤولية نجاح عمل الجماعة إلى أنفسهم دون الآخرين، هم يحاولون بذلك حماية أنفسهم من التهديد أو الظلم مما يولد لديهم أخطاءً وتحييزات إدراكية (Forsyth,2008:429). فحينما يكون لدى الانسان مفهوم ايجابي عن ذاته سيشعر بتهديد من المعلومات السلبية وسيعمل بطريقة تساعد على مواجهة وتقليل هذا التهديد لانه سيشعر بانخفاض في تقدير الذات فيقوم بتحيز العزو الذاتي في محاولة للهروب من هذه الحالة (Sedikides&Strube,1997:209). فكلما ازداد تهديد الذات ازداد معه تحيز العزو الذاتي.

2- تعزيز الذات Self_Enhancing:

ويعني حافز الحفاظ أو تعزيز ادراك المرء لقيمه الذاتية (Duval&Silvia,2002:49). فادراك المرء لمسؤوليته عن النتائج المرغوبة يحسن من قيمته الذاتية. يمكن تفسير تحسين الذات من منظور ادراكي. فقد اظهرت البحوث انه اذا اراد الأشخاص النجاح، عندها فان المخرجات وفقا لهذه النية (النجاح) سوف تدرك على انها نتيجة لعمل الأشخاص لتحقيق نيتهم الاولية، عندها سوف يقبل الأشخاص طبيعياً ثقة النجاح اكبر من الفشل لان نيتهم كانت النجاح وليس الفشل. اما حماية الذات فيمكن تفسيره من منظور عاطفي . فالبعض يرى ان الحاجة للحفاظ على احترام الذات تؤثر بشكل مباشر في مسألة اعزاء نتائج العمل لان الأشخاص سيحاولون حماية انفسهم نفسياً عند محاولتهم ادراك اخفاقاتهم.

3- تقديم الذات Self-Presentation:

ويعني محاولة نقل الصورة الجيدة عن الذات للآخرين (Shepperd,2008:898). فالأشخاص عادة حساسون للكيفية التي يراهم فيها الناس. وهم يحاولوا ادارة الانطباعات الشخصية بشكل ملائم، ومن ثمّ إظهار مسؤوليتهم عن النجاح وليس الفشل في محاولة للتأثير في الصورة التي يراهم بها الآخرون. ولان كل من التوضيحات الادراكية والعاطفية مترابطة فيصعب التثبت من شكل التحييزات التي تعمل في كل موقف.

إن أول من وثق هذا التحيز Heider عام 1958⁴. إذ يرتبط تحيز العزو الذاتي بإمكانية السيطرة على الاحداث فالشخص الذي يحقق نتائج ايجابية يرى أن السبب في ذلك هو سيطرته الشخصية

⁴ للاطلاع أكثر يمكن الرجوع الى (Heider,1958:118).

على الموقف، بينما من يحقق نتائج غير مرغوبة يرى بأن اسباب هذه النتائج خارج سيطرته الشخصية (Shepperd,2008:895). والمستثمرون يعانون من هذا التحيز فحينما يقوم مستثمر يعاني من تحيز العزو الذاتي بشراء استثمار ومن ثم ارتفعت قيمة هذا الاستثمار عندها سوف يعزو ذلك بشكل طبيعي إلى عمله والذكاء الاستثماري الذي يملكه وبالمقابل حينما يشتري استثمار وتنخفض قيمته فسيعزو ذلك للحظ السيء او لبعض العناصر الخارجية الاخرى.

يقود تحيز العزو الذاتي الأشخاص إلى أن يصبحوا مفرطي الثقة من خلال اعزاء نجاحاتهم للعناصر الداخلية واخفاقاتهم للعوامل الخارجية (Kim,2011:2). وبذلك يمكن وصف العزو الذاتي والثقة المفرطة بأنهما نظيرين ثابت ومتحرك أي أن العزو الذاتي مرتبط بعملية تعلم الأشخاص وجعلهم مفرطي الثقة، بمعنى أن الثقة المفرطة التي تنشأ من العزو الذاتي يمكن أن تتطور مع الوقت (Ataulla,etal,2012:10). وقد وضع (Gervais&Odean,2001:19) نموذجاً يصف كيف ينتهي المتداول المبتدئ والمعرض لتحيز العزو الذاتي بالشعور بثقة غير مبررة بمهاراته الاستثمارية لانه يميل لتحميل نفسه درجة غير كافية من المسؤولية عن الخسائر التي تحدث.

ان العزو الذاتي يدل على قبول المستثمرين لدرجات غير ملائمة من المخاطرة وبشكل غير مقصود ومن ثم الافراط في التداول مما يزيد من تقلب السوق. فحينما يؤكد المستثمر على اشاراته الخاصة من خلال تغذية عكسية مشوشة على حساب الاشارات العامة المؤكدة من السوق يميل للمبالغة بتقدير امكاناته في الحصول على المعلومات الخاصة ومن ثم يرفع من قيمة هذه الاشارات (Choi&Lou,2010:2). فالمستثمرون بالاوراق المالية معرضين لهذا التحيز مادامت قراراتهم الاستثمارية تتخذ فقط من خلال التغذية العكسية المبهمة والمتأخرة. فالمستثمر الذي يستلم إشارات خاصة عن دفعات أسهمه يعمل على تحديث دقة ادراكه الذاتي للاشارات الخاصة اعتماداً على امكانية تحقق الاشارات العامة ويختار محفظته وفقاً لذلك. ويزداد هذا التحيز بعد حدوث مجموعة من العائدات الاستثمارية الايجابية لانها تدل على أن المعلومات الخاصة للمستثمر يتم تأكيدها من خلال الاشارات العامة والعائد الاستثماري السلبي يدل عكس ذلك. وبينما الاشارة الاولى تضخم من ثقة المستثمر بنفسه، فإن الاخيرة تقلل من ثقته ولكن بشكل معتدل، لذلك يكون هذا التحديث منحاز ويناقض تحديثات نظرية Bayesian العقلانية التي تقول إن المستثمر يزيد ويقلل من ثقته بالمدى نفسه بعد العائدات الايجابية والسلبية (Gervais&Odean,2001:22). فيمكن ان يعتقد المستثمر بعد مدة من النجاح (موسم او سنة) بأنه نجاحه بسبب فطنته كمستثمر وليس بسبب عوامل خارجية عن سيطرته. وهذا السلوك قد يقود إلى تبني مخاطرة كبيرة كلما اصبح المستثمر واثقاً جداً من سلوكه. وقد يقود هذا التحيز المستثمرين إلى التداول اكثر من الحد المعقول وكلما اعتقد المستثمر بأن نجاحه الاستثماري يعود لمهاراته وليس للحظ تداول كثيراً وهذا يعرض ثروته للخطر.

إن تحيز العزو الذاتي يقود إلى سماع ما يريد المرء سماعه، اي حينما تقدم معلومات للمستثمر تؤكد صحة قراره بالشروع بالاستثمار فسيعزوها لنفسه، وهذا يقوده إلى شراء او الحفاظ على الاستثمارات التي يجب ان يتخلى عنها، مما يجعله يمتلك محافظ غير متنوعة لاسيما بين

المستثمرين الذين يعززون النجاح في اداء الشركة إلى مساهماتهم الخاصة كما يحصل لمديري الشركة واعضاء مجلس الادارة فيها، مع أن أداء الاسهم غالبا لا يعود إلى مهارة فرد واحد ولكن لعوامل عدة بضمنها الحظ لذلك فإن شراء اسهم بشكل مركز يمكن يكون مرده إلى العزو الذاتي ويجب تجنب هذا السلوك.

11-3-1 تحيز الادراك المتأخر Hindsight Bias

يعني هذا التحيز إعطاء الأشخاص تقديرات لامكانية التنبؤ بالحدث بعد معرفة نتيجته أعلى بكثير من الأشخاص الذين يتنبئون بالحدث دون معرفة سابقة بنتيجته (Yudkowsky,2008:93). أو هو ميل الأشخاص لتشويه الاحكام السابقة بإتجاه المعلومات الجديدة بعد معرفة النتيجة الواقعية أو الجواب الصحيح للمسألة (Monti&Legrenzi,2009:768). وهو عدم القدرة على تذكر التوقعات السابقة للمرء بشكل صحيح بعد مشاهدة معلومات جديدة. فحينما يدرك المرء الحدث بعد وقوعه سيرى إحتماالية حدوثه أكبر من تقديره لاحتمالية الحدوث قبل معرفة وقوع الحدث (Johnson,2010:3). وهذا يعيق من تعلم الأشخاص من أخطاء التنبؤات السابقة ويحد من امكانية تحسين مهارات التنبؤ المستندة على التجربة (Goodwin,2010:5). يدرس الإدراك المتأخر في دراسات علم النفس الادراكي والاجتماعي، ويحدث حينما تؤثر معرفة النتيجة في الاحكام التي يصنعها الانسان، وعلى عملية تذكر المعتقدات السابقة له (Berstein,etal,2007:1374). غالبا ما يدرك الأشخاص النتائج الماضية على أنها واضحة ومفهومة نسبة إلى عدم التأكد للاحتمالات المستقبلية. لذلك فإن هذا التحيز يعد أكثر من مجرد تعلم بسيط من التجربة السابقة ولكنه يصف عدم القدرة على استرجاع المنظور التفسيري للنتيجة السابقة للمرء، نتيجة لهذا الشعور يرجع المعرفة الجديدة إلى الماضي مترافقة مع رفض الاعتراف بأن معرفة النتيجة لها تأثير على الاحكام (Roese&Olson,1996:198).

إن أول من وثق هذا التحيز بدراسة تجريبية Fischhoff⁵ عام 1975 وأظهر أن الأشخاص يحدثون معتقداتهم بشكل تلقائي بالمعلومات الجديدة عند حصول الحدث جاعلين المعلومات الاصلية صعبة الوصول. يمكن وصف هذا التحيز ببساطة بأنه الاشارات التي تؤكد على مقولة "لقد علمت ذلك منذ البداية" فعند معرفة نتيجة أي مشكلة يميل الأشخاص للاعتقاد بأنهم يعرفون هذه النتيجة منذ البداية (Berstein,etal,2011:378). عند حدوث حدث ما أو انقضائه فإن الأشخاص الذين يعانون من هذا التحيز يميلون للاعتقاد بأن هذا الحدث ممكن التنبؤ به وإن لم يكن كذلك، وهذا السلوك يظهر من خلال حقيقة أن المخرجات الفعلية أكثر فهما ووضوحا في عقول الأشخاص من الاعداد الكثيرة من المخرجات التي كان ممكن أن تحدث ولكنها لم تتحقق. لذلك فإن الأشخاص يميلوا للمبالغة بتقدير دقة تنبؤاتهم (Blank&Nestler,2007:132). وهذا لا يعني على كل حال، بأن الأشخاص لا يستطيعون القيام بتنبؤات دقيقة إنما يعني بأن الأشخاص قد يعتقدون بأنهم وضعوا تنبؤات دقيقة بعد الادراك المتأخر للحدث.

⁵ للاطلاع أكثر يرجى مراجعة (Fischhoff,1975:288).

يؤثر هذا التحيز في التنبؤات المستقبلية، فهو خطأ ادراكي شائع في العديد من الاحكام، لان الأشخاص الذين يعرفون نتيجة الحدث يبالغون في تقدير احتمالية حدوث الحدث وهو يوههم بفهم الماضي ومن تمّ الفشل في التعلم من التجارب السابقة (Harley,2007:49). فالشخص الذي يخضع لهذا التحيز يفترض بأن النتيجة التي حصل عليها هي تلك النتيجة الوحيدة التي كانت متوقعة لذلك هو يقلل من تقدير عدم التأكد الذي كان قبل الحدث ويقلل من تقديرات النتائج التي كان يمكن أن تحدث ولكنها لم تحدث. ويقود هذا التحيز الأشخاص للمبالغة بتقدير جودة ودقة تنبؤاتهم (تبصراتهم) وينسون أخطائهم الاولية (Posner,1998:1551). وحينما يكون الحدث جزءا من التاريخ يصبح هناك ميل لرؤية سلسلة الحوادث التي تقود له حتمية كما لو كان الحظ وعدم التأكد غير موجودين في العملية (Fisher&Statman,2000:3).

إن تذكر أو إعادة تقييم الاحداث الماضية يمكن أن يتأثر بما حدث فعلا، ومن ثمّ فإن شرح أسباب حدوث الامور يرتبط بنتائج هذه الامور فيما اذا كانت سلبية أم ايجابية (Hertwig,etal,2003:357).

تتكون ظاهرة الادراك المتأخر من ثلاث عمليات وفقا لآراء علماء النفس هي (Nester&Egloff,2009:1540):

- **انطباع الحتمية Impression of Inevitability:** يحدث حينما يكون الشخص المتنبئ قادرا على تحديد الاسباب الواضحة لحدوث الحدث لذلك يبدو معها الحدث كأنه حتمي الحدوث (Goodwin,2010:6). فإذا كانت عملية شرح الاسباب سهلة تزداد احتمالية الادراك المتأخر.
- **انطباع إمكانية إدراك الحدث قبل وقوعه Impression of Foreseeability:** ويحصل حينما لا تكون هناك أي مفاجئة مرتبطة بالحدث الحاصل فيتم ادراك الحدث ويحدث فعلا، بمعنى اذا كان الحدث مفاجئا ولايمكن ايجاد اسباب واضحة له، يمكن عندها تجنب تحيز الادراك المتأخر.
- **تشوه الذاكرة Memory Distortion:** ينسى الأشخاص ببساطة تنبؤاتهم الاصلية السابقة ويفترضون أنها كانت أقرب للنتيجة مما هي فعلا.

قدم علماء النفس أيضا مجموعة من الآليات التي تفسر هذا التحيز منها (Tavor,2012:11):

- **نظرية هذا هو العالم:** يشعر الأشخاص بأمن أكبر حينما يبدو العالم ممكن التنبؤ لاسيما عند توقع الاحداث السلبية.
- **التوضيح الادراكي:** يميل الأشخاص طبيعيا لربط النتيجة بالاحداث السابقة لخلق قصة مترابطة. فهم يربطون النتيجة مع بعض الظروف التي تسبقها وبهذه الطريقة يجعلون الظروف أكثر أهمية مما تبدو عليه في محاولة للتنبؤ بالمستقبل تحليليا، وبالوقت نفسه يعطون أوزان أقل للظروف التي تجلب نتائج معاكسة.
- **إدارة الانطباع:** ويعني ميل الأشخاص لتجنب الظهور بمظهر متدني بعيون الآخرين، لذلك يرغبوا بالوصول إلى النتيجة التي أخبروا عن أنها ستحدث فعلا.

وقد يحدث هذا التحيز بسبب اعادة البناء الجيدة لنتائج الذاكرة الاصلية باستخدام النتيجة كتلميح أو إشارة للحدث (Hoffrage,etal,2000:570). عندها تتوحد معلومات النتيجة مع أثر الذاكرة الاصلية بدلا من تبديلها أو تعديلها (Pohl,etal,2003:338). هناك من يرى أن هذا التحيز لايرتبط بالماضي ولكن بالسيطرة على المستقبل، أو أكثر تحديدا بمنح المرء شعورا بأنه قادر على السيطرة على المستقبل (Dekker,2004:0). فالمعرفة الجيدة للنتيجة والتي تقدم شعورا يفهم المرء الكيفية التي كان فيها الماضي، تدور جميعها عن الحيلولة دون تعلم أي شيء عن هذا الماضي.

أما (Holzl,etal,2002:437) فقدم أربع تفسيرات للادراك المتأخر وهي :

- ▶ **استرجاع المعتقدات القديمة:** يركز هذا التفسير على عملية التذكر، فمعرفة النتيجة يفترض بأنها تفسد عملية الوصول للاجابة الاصلية للذاكرة عبر التأثير على محتوياتها أو من خلال تقليل إمكانية الوصول لها.
 - ▶ **الارساء على المعتقدات الحالية وتعديلها:** يعد هذا التفسير تحيز الادراك المتأخر عبارة عن عملية تعديل غير مثلى ترسو على معرفة النتيجة. وهذا يشير للعلاقة الايجابية بين تحيز الادراك المتأخر وتحيز الارساء الذاتي كما توصل لها (Campbell&Tesser,1983:605).
 - ▶ **إعادة الحكم:** يعني أن الأشخاص يصلون إلى الاجابات عن النتائج البعدية من خلال اعادة عملية الحكم الاولية ولكن اعادة الحكم هذه تعاق من خلال معرفتهم بالنتيجة الفعلية، إما بسبب وزن المعلومات السياقية بشكل مختلف، أو إختلاف عمليات اختبار وتقييم الأدلة الملائمة.
 - ▶ **تعديل الاستجابة المحفزة:** وهو تفسير مشابه لتفسير ادارة الانطباع اذ يرغب الأشخاص بالظهور بمظهر العارفين بالامور لذلك يعدلون اجاباتهم لتطابق النتيجة قدر الامكان.
- بالنسبة للمستثمرين، يفشل أغلبهم في تقدير التباين بشكل صحيح (Biais&Weber,2009:1020). فحينما يكون هذا التباين عشوائيا يحتاج المتداولون لتحديث تقديراتهم للمخاطرة اعتمادا على مدى تحقق العائدات، وعند مشاهدة عائدات غير متوقعة ايجابية وسلبية على العقلاء منهم زيادة تقديراتهم للتقلب. أما الذين يعانون من هذا التحيز سيفشلون غالبا في فهم أن هذه العائدات لم تكن متوقعة، لذلك سيقللون من تقديراتهم للتباينات، بمعنى أنهم يشكلون معتقدات غير دقيقة عن عائدات الموجودات المالية مما يقود إلى تداول غير أمثل وأداء مالي سيء. يظهر العديد من الأشخاص هذا التحيز في مجال الاستثمار فهم يخدعون انفسهم بالتفكير بأنهم يمكن أن يتنبؤوا بنتيجة أي استثمار مالي ولكنهم يصلون إلى هذه الحقيقة بعد الحدث وليس قبله. وربما أشهر مثال على ذلك هو الاستجابة التي سادت من قبل المستثمرين لسلوك سوق أسهم أميركا بين 1998-2003 (Pompian,2006:200). ففي الاعوام 1998-1999 لم ينظر احد إلى مؤشرات السوق على أن لها أعراض الفقاعة (وأن كان هناك من رأى ذلك، سيخفي مثل هذه الشكوك، ومن ثم لن يتفاعل المستثمرون معهم).

إن أهم تطبيق لهذا التحيز أنه يعطي المستثمرين شعورا خاطئا عن الاوراق المالية حينما يتخذوا قرارات الاستثمار. فهم يعيدوا بناء ذاكرتهم عبر دمج المعرفة الجديدة مع التوقعات السابقة فيها (Carli,1999:966). وهذا يظهر ميلا قويا لتقبل المخاطرة ويجعل محافظهم بخطر.

عند ازدياد قيمة الاستثمار يعيد المستثمر الذي يعاني من هذا التحيز كتابة ذاكرته ليرسم هذه التطورات الايجابية وكأنها تنبؤات قام بوضعها هو ومع الوقت يمكن لهذا المنطق أن يسهم بقبول الأشخاص لمخاطرة كبيرة لانهم يبدؤون بالاعتقاد أن لديهم قدرة تنبؤ فائقة بينما هم في الحقيقة لا يملكوها. كما أن المستثمر الذي يعاني من هذا التحيز يعيد كتابة التاريخ أيضا حينما يزيل التنبؤات السابقة غير الصحيحة وهذا السلوك مشابه لتحيز التنافر الادراكي الذي يمنع المستثمرين من التعلم من اخطائهم. على سبيل المثال سلوك المستثمرين في أثمانينات حينما حققت أسهم الطاقة عائدا يتجاوز عائد مؤشر S&P500 بمقدار 20% وقد شارك أغلب المستثمرين في هذا الازدهار. ولكن بحلول التسعينات انتهت فقاعة الطاقة وخسر العديد من المساهمين نقودهم. ويفضل أغلبهم اليوم عدم تذكر حقيقة أن نوبة المضاربة هذه أثرت سلبا على أحكامهم.

12-3-1 تحيز الحداثة Recency Bias

يعني هذا التحيز أن التجارب الاكثر حداثة هي التجارب التي يمكن تذكرها أكثر من غيرها (Howard,etal,2006:439). وتبرز هذه الحالة في تجربة تذكر قائمة من الاسماء التي تلقى على مسامع المرء، فهو يتذكر الاسماء التي تلقى أخيرا أكثر من غيرها. ويعطي هذا التحيز وزن أكبر للمحفزات الحديثة لانها تمثل المعلومات الاحداث، فوصف عمل ما يقوم به المرء اليوم قد يكون أدق من وصف العمل نفسه اذا نفذه منذ سنة مثلا (Duffy&Crawford,2008:569). فهذا التحيز يمثل ميلا ادراكيا يجعل الأشخاص يستدعون ويؤكدون على القضايا الاحداث أكثر من الاحاث التي حصلت في الماضي القريب او البعيد.

يرتبط تحيز الحداثة مع أثر الأولوية Primacy Effect ويعني تذكر الفقرات التي تأتي أولا قبل الفقرات اللاحقة لها (Sikstrom,2006:248). ولفهم هذين الأثرين يجب معرفة آلية عمل الذاكرة البشرية التي تقسم إلى ذاكرة قصيرة الأمد وذاكرة طويلة الأمد، إذ ينتج اثر الحداثة من استقرار المعلومات في الذاكرة قصيرة الأمد والتي تكون عادة محدودة الطاقة وهذه المعلومات هي التي تسترجع أولا. وهذا يعني ان استرجاع المعلومات الاقدم يتم من الذاكرة الدائمة طويلة الأمد وأن الحداثة تعكس عمليات نظام الذاكرة الاولية قصيرة الأمد والتي تعد أساسية في حل المشاكل (Zheng&Zhou,2006:108).

تحيز الحداثة من الظواهر القوية في علم النفس الادراكي وهو يؤثر بشكل كبير في الاحكام عن المواقف الحالية ويجعل حكم الأشخاص يستند أكثر على الفقرات أو المعلومات الأحدث (Jones&Sieck,2003:626). بمعنى أن الفقرات الأحدث تعطى وزنا احتماليا أكبر من غيرها

من الفقرات (Davelaar,etal,2005:3). وهذا يقود إلى المبالغة في تقدير احتمالية أن الحدث النادر الذي حصل مؤخرا يمكن أن يحدث قريبا (Markhofer,2012:2)

من بين أهم وأوضح مظاهر تحيز الحداثة عند المستثمرين، سوء استعمالهم لسجلات الأداء الإستثماري للصناديق المشتركة أو غيرها من الصناديق (Pompian,2006:218). فالمستثمر يتعقب المديرين الذين يحققون عائدات كبيرة مؤقتة خلال مدة سنة أو اثنين أو ثلاثة وبعدها يتخذ القرار الاستثماري اعتمادا على هذه المعلومات الحديثة نسبيا. وقد أظهرت التجارب أن نوع وترتيب المعلومات يمكن أن يسهم في تقليل أثر تحيز الحداثة (Alvia&Sulistiawan,2010:3). فقد أصبح العديد من المشتركين في السوق يستخدمون ما يعرف بالجدول الدوري لعائدات الاستثمار وهو تكييف للجدول الدوري للعناصر الكيميائية (Pompian,2006:219). كما يظهر الجدول (6-1).

جدول (6-1) : الجدول الدوري لعائدات الاستثمار

2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
Small-Cap Growth %48.54	Commodities %25.91	Small-Cap Value %14.02	Commodities %31.84	Small-Cap Growth %43.1	Large-Cap Growth %38.7	Large-Cap Value %35.19	Real Estate %37.04	Large-Cap Value %38.35
Small-Cap Value %46.03	Long-Term Bond %16.79	Real Estate %12.36	Real Estate %31.4	Large-Cap Growth %33.16	International Stock %20.34	Small-Cap Value %31.8	Commodities %23.16	Large-Cap Growth %37.19
International Stock %39.17	Inter-Term Bond 10.26%	Inter-Term Bond %8.44	Small-Cap Value %22.8	International Stock %27.31	Large-Cap Value %15.65	Large-Cap Growth %30.48	Large-Cap Growth %23.11	Small-Cap Growth %31.4
Large-Cap Value %30.03	Foreign Bond 7.01%	Short-Term Bond %8.3	Long-Term Bond %20.27	Commodities %24.35	Long-Term Bond %13.52	Real Estate %19.66	Large-Cap Value %21.64	Long-Term Bond %30.69
Large-Cap Growth %29.75	Short-Term Bond %5.76	Foreign Bond %6.05	Inter-Term Bond %11.63	Large-Cap Value %7.34	Foreign Bond %12.09	Long-Term Bond %15.08	Small-Cap Value %21.37	Small-Cap Value %25.74
High-Yield Bond %28.15	Real Estate %3.6	High-Yield Bond %4.48	Foreign Bond %9.71	Cash %4.74	Inter-Term Bond %8.69	High-Yield Bond %13.27	Foreign Bond %12.16	High-Yield Bond %20.46
Real Estate %27.75	Cash %1.7	Long-Term Bond %4.21	Short-Term Bond %8	Short-Term Bond %3.06	Short-Term Bond %7	Small-Cap Growth %12.95	High-Yield Bond %11.27	Inter-Term Bond %18.47
Commodities %23.93	High-Yield Bond %1.89-	Cash %4.09	Large-Cap Value %7.02	High-Yield Bond %2.51	Cash %5.06	Foreign Bond %11.32	Small-Cap Growth %11.26	Foreign Bond %18.24

Interm- Term Bond %4.1	Small-Cap Value %11.42-	Large- Cap Value %5.59-	Cash %5.95	Foreign Bond %2.48	High- Yield Bond %2.95	Interm- Term Bond %9.65	Internati- onal Stock %6.36	Commo- dities %15.21
Long- Term Bond %2.48	Large-Cap Value %15.52-	Small- Cap Growth %9.23-	High-Yield Bond %5.12-	Interm- Term Bond %0.82-	Small- Cap Growth %1.24	Short- Term Bond %6.66	Cash %5.25	Real Estate %12.24
Foreign Bond %1.98	Internation- al Stock %15.64-	Commo- dities %19.51-	International Stock %13.95-	Small- Cap Value %1.49-	Small- Cap Value %6.43-	Cash %5.25	Short- Term Bond %4.98	Internati- onal Stock %11.55
Short- Term Bond %1.9	Large-Cap Growth %27.89-	Large- Cap Growth %20.42-	Large-Cap Growth %22.43-	Real Estate %2.57-	Real Estate %17-	Internati- onal Stock %2.06	Interm- Term Bond %3.63	Short- Term Bond %11
Cash %1.07	Small-Cap Growth %30.27-	Internati- onal Stock %21.21-	Small-Cap Growth %22.44-	Long- Term Bond %8.74-	Commo- dities %27.03-	Commo- dities %3.39-	Long- Term Bond %0.87-	Cash %5.76

Source : Pompian , Michael M. " Behavioral Finance and wealth management " . John Wiley. & Sons', 2006 :219.

يبين الجدول (1-6) ان عائدات أصناف الموجودات متنوعة بشكل كبير فالمستثمر الحساس لتحيز الحداثة قد يتبنى أسهم القيمة عام 1999 بعد ملاحظته أن هذه الاسهم كانت مزدهرة خلال أعوام 95 و 96 و 97 و 98 وذلك سيصيب محفظته بالاذى لان هذه الأسهم تناقصت كثيرا في أعوام 2000 و 2001 و 2002. لذلك يصبح التنوع استراتيجية حكيمة في ظل هذه التقلبات في الموجودات المتنوعة.

إن تحيز الحداثة يجعل المستثمرين يستعملون نماذج ويضعون تنبؤات اعتمادا على عينة صغيرة جدا من البيانات التاريخية لضمان الدقة وهذا يعرضهم للشراء بأسعار مرتفعة لانهم يتنبؤون بالعائدات المستقبلية اعتمادا على عينة من العائدات السابقة قريبة الحدوث مما يعني شرائه للموجودات بوقت خاطئ والتعرض لخسائر محتملة. ويمكن لهذا التحيز أن يجعل المستثمرين يتجاهلون القيمة الاساسية ويركزوا على الاداء السعري المتصاعد في الوقت الحالي وهذا يجعلهم يقيمون الموجودات - وهي في قمة أدائها وجاذبيتها- بأعلى من قيمتها الحقيقية. وأخيرا ممكن أن يجعل المستثمر يتجاهل التوزيع الملائم للموجودات ومن ثم فقدان ميزة التنوع مما يؤثر سلبا في الاهداف الاستثمارية طويلة الامد.

13-3-1 تحيز سلوك القطيع Herding Bias

يتأثر الأشخاص ببيئتهم الاجتماعية ويشعرون غالبا بضغوطات 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 استجاباتهم لمعلومات متشابهه (Dargham,2007:21). المبدأ البسيط هنا هو لايمكن أن يكون جميع الاشخاص الآخرين مخطئين. فسلوك القطيع البشري ينتج من النشاط الذهني المندفع استجابة للاشارات من سلوكيات الآخرين (Prechter,2001:120). ورغم ملائمته لبعض المواقف إلا أنه غير ملائم وغير منتج في المواقف المالية. وهو سلوك محاكاة (تقليد) ينتج عن عوامل معينة ويقود غالباً إلى نتائج غير كفوءة في السوق ككل (Campenhout&Verhestraeten,2010:2). ويعني أن الأشخاص يعملون ما يعمله الآخرون بدلاً من استعمال معلوماتهم الخاصة (Fujiwara,etal,2012:3). 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 إلى سوء تسعير كبير ولكن لآمد قصير (Zemsky,1998:124). وهذا السلوك قد يسبب فقاعات مضاربة تقود لخسائر كبيرة بعد انتهاء الفقاعة. يعرف هذا السلوك في الكتابات المالية بأنه صفقات مشتركة من قبل جماعة من المستثمرين تحدث بالوقت نفسه وباتجاه واحد وللموجود (Ic&Kahyaoglu,2013:29) نفسه. وهي نماذج سلوك مترابطة بين الأشخاص تسبب انسجام أنشطتهم.

إن نماذج سلوك القطيع مترابطة بين الأشخاص ويمكن أن تقود إلى أخطاء نظامية في صنع القرار (Devenow&Welch,1996:604). ويتطلب هذا السلوك آلية للتنسيق مستندة على الإشارة (حركة الاسعار)، أو مستندة على القدرة على مشاهدة صناع القرار الآخرين (مشاهدة إستثمارات الزملاء). وهذا السلوك المتشابه والذي يتم بوقت واحد للمستثمرين المالكين للمعلومات نفسها والباحثين عن تعظيم الارباح لا يكون مفاجئاً بأي حال من الاحوال، إذ يكون سلوك القطيع موجه مع معلومات أساسية يحدث نتيجة لنشاطات المستثمرين الذين يتخذون قرارات متشابهه على 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 يسهم في تخريب الاسواق هو السلوك الناتج عن صنع القرارات المتوافقة مع آراء الآخرين بدلاً من التقييمات الشخصية خلال عملية صنع لقرار (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 وأرتفاع مستويات التقلب.

يوضح سلوك القطيع في الاسواق المالية من خلال مدخلين:

1- سلوك القطيع العقلاني

هناك إعتقاد ان سلوك القطيع العقلاني يمكن أن يفسر المشاكل المالية التي تواجه المستثمرين في أغلب الاسواق المالية (Park&Sgroi,2009:2). فحتى الأشخاص العقلاء بشكل تام يمكن أن يسلكوا سلوك القطيع حينما يأخذوا بالحسبان أحكام الآخرين حتى لو علموا أن الجميع يتصرف بسلوك القطيع. إن تغيير المستثمر لقراره الاستثماري ليوافق قرارات المستثمرين الآخرين، شرط من شروط إعتبار القرار على انه سلوك قطيع (Decamps&Lovo,2006:35). واتباع

سلوك الآخرين عموما لا يعد سلوك غير عقلاني لاسيما إذا كان مستوى المعلومات لدى المستثمرين الآخرين عن أرباح الاستثمارات اكبر (Bikhchandani&Sharma,2001:280). ومن المعقول اتخاذ قرارات استثمارية مشابهة لقرارات مديري الصناديق، فبدلا من بذل الجهد والكلفة لتحليل البدائل وصنع القرارات يمكن الاعتماد على معلومات الآخرين. مثل هذا السلوك الذي يعد عقلانيا يمكن أن يستند إما على تدفق المعلومات المستمر عن المستثمرين الآخرين والاعتماد عليها لصنع القرار (Alvy,etal,2003:2). أو على السمعة. إذ يقوم مديرو الصناديق باتخاذ قرارات متشابهة نظرا لقلقهم من أن اتخاذ قرارات منفردة مما قد يضر بسمعتهم إن لم تكن نتيجة القرار جيدة (Scharfstein&Stein,1990:465). أو قد يكون السلوك مستند على المكافآت، فحينما تتحدد سياسة المكافآت لمدير الصندوق اعتمادا على الاداء النسبي لمديري الصناديق الآخرين (Borensztein&Gelos,2000:5).

2- سلوك القطيع غير العقلاني

يرتبط هذا السلوك بالضغوط الاجتماعية والعادات والتقاليد (Aronson,2008:259). وهو سلوك المستثمر في تقليد النشاطات المشاهدة للآخرين أو محاكاة حركات السوق بدلا من إتباع معتقداته ومعلوماته (Wang,2008:2). ونقطة الفصل بين سلوك القطيع العقلاني وغير العقلاني للمستثمرين هو الفشل في إظهار المعلومات فرغم امتلاكهم لمعلومات اكيدة يميلون للسير مع قرارات الجماعة، وقد ينتج هذا من الضغوطات الفعلية والمفترضة من الجماعات. فمن ناحية معالجة المعلومات يقود سلوك القطيع إلى استخدام غير امثل للمعلومات القيمة ومن ثم اتخاذ قرارات غير كفوءة رغم ان بعض الباحثين يرون أن الثقة المفرطة (إعطاء وزن أكبر للمعلومات الخاصة) الناتجة في التقديرات تعمل على إبعاد المرء عن الاجماع ومن ثم تكون لها تأثيرات عكسية أكبر من سلوك القطيع (Bernhardt,etal,2006:657).

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 تترافق 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 على المعلومات غير التامة والاهتمام أكثر بالسمعة وهيكل المكافآت. وهناك أدلة قوية لسلوك القطيع بين المتداولين في الاسواق المالية تشير إلى أن المشتركين يتأثرون بما يعمله الآخرون من حولهم عند اتخاذ القرارات الاستثمارية (Chang,2012:2). وقد قدم (Shiller&Pound,1989:47) دليلا تجريبيا لوجود التفاعلات الاجتماعية بين المستثمرين في السوق المالية. فما دام يفقد المستثمرين لاي منطوق واضح للدليل الموضوعي بخصوص أسعار الموجودات المضاربة، تتم قراراتهم وآرائهم بشكل اجتماعي، إذ يشكل المستثمرون بالخصوص قراراتهم اعتمادا على قرارات نظرائهم.

إن سلوك القطيع يفترض وجود درجة من التنسيق بين جماعات المشتركين ينشأ بطرق مختلفة، إما بسبب تشاركتهم بالمعلومات نفسها، أو إتباعهم مبدأ نفي الإشاعة (Eguiluz&Zimmermann,2000:5659). 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 على ضعف سلوك القطيع. ولكن في البلدان الناشئة يصعب جمع المعلومات للحصول على التحليل الاساسي، لذلك تتم مراقبة وتقليد قرارات المستثمرين الآخرين أو مؤشرات السوق بسبب سهولة ورخص هذا الاسلوب مما يسهم في ظهور سلوك القطيع. لذلك فإن سلوك القطيع يسبب ضعف القدرة على تنويع المحفظة الاستثمارية لعدم اهتمام المستثمر بمحتواها والسعي خلف انشطة الآخرين في البيع والشراء. كما تجعل المستثمرين يتجاهلون المعلومات الاساسية التي يمتلكونها حتى مع قوة هذه المعلومات ويتبعوا الغالبية من النظراء مما قد يسبب نشوء فقاعات الاسواق ومن ثمّ الخسائر المتوقعة بعد انتهاء الفقاعة. وقد يسهم 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.

14-3-1 تحيز الارساء والتعديل Anchoring & Adjustment Bias

إن أول من قدم هذا التحيز (Kahneman&Tversky,1974:1129) حينما قاموا بتجربة طرحوا من خلالها سؤالاً عن نسبة السكان الامريكان من أصل افريقي، إذ استخدموا عجلة تدور بشكل عشوائي للحصول على نسب معينة تتراوح بين (0-100) ووجدوا ان النسبة التي تظهر بشكل عشوائي تؤثر في تقديرات المستجيبين، على سبيل المثال، معدل تقديرات الاشخاص الذين شاهدوا النسبة 10% كان 25% بينما معدل تقديرات الاشخاص الذين شاهدوا النسبة 65% على العجلة كانت 45%. ويعني هذا التحيز قيام الاشخاص عند وضع تقديرات معينة، بالبدء ببعض القيم الاولية وتعديل هذه القيم لايجاد الاجوبة النهائية لاي سؤال (Shade& Koellinger,2007:48). وهذه القيم الاولية قد تكون مقترحة بطريقة كيفية أو قد تنتج عن بعض الحسابات المنطقية لحالة ما أو لافكار معينة، ولن تكون هذه التعديلات كافية مهما كان أصل القيمة الاولية. فعند محاولة تقدير قيمة مجهولة الحجم يبدأ الاشخاص بشكل عام بالنظر إلى بعض الارقام الاولية كمرساة Anchor بعدها يقوم بتعديلها ارتفاعاً أو انخفاضاً لتعكس المعلومات والتحليل اللاحقة (Pompian,2006:75).

هذا التحيز مشتق مباشرة من نظرية الاحتمال (Baker&Nofsinger,2002:99). وقد أثبتت العديد من الدراسات انه بغض النظر عن كيفية اختيار المرساة الاولية، يميل الاشخاص لتعديل مرساتهم بشكل غير كافٍ يتوصلون إلى مقارنة نهائية لا تخلو من التحيز، فالارساء هو حكم منحاز على قضية ما اعتماداً على تقديرات أولية لقضية أخرى دون حصول التعديلات الكافية على التقديرات الاولية، عندها يشكل الاشخاص انطباعات أو صور عن مسألة معينة بحضور قوي في ذهن لمسألة أخرى، لذلك تخضع هذه الانطباعات لتحيز الارساء (Esch,etal,2007:498). والاشخاص عموماً عند تقدير المقارنات النسبية افضل منهم عند

تقدير الارقام المطلقة والمثال التالي يوضح الامر . على فرض انه طرح سؤالاً فيما اذا كان سكان كندا اكبر ام اقل من 20 مليون نسمة، عندها سوف يكون الجواب واضحاً اما اكبر او اقل من 20 مليون، فاذا تم طرح سؤالاً آخر بعدها لتخمين القيمة المطلقة للسكان فان التقدير سوف يقع عند رقم قريب من 20 مليون، لان المستجيب هنا خضع للمرساة التي سببتها الاجابة السابقة.

إن الارساء من طرق صنع الاحكام في حالات عدم التأكد، إذ يرسو المرء على المعلومات التي حصل عليها ثم يقوم بتعديلها حتى تصل إلى تقديرات معقولة (Epley&Gilovich,2006:311). وعادة ما يكون التعديل غير كافٍ مما يؤدي إلى تحيزات في الاحكام إذ تميل المعلومات الاولية (المرساة) إلى التأثير في عملية التعديل اللاحقة مما يجعل التقديرات النهائية لاتبتعد عن المعلومات الاولية.

ان الارساء والتعديل هي موجه نفسي يؤثر في طريقة وضع الاحتمالات الاولية للافراد . ويظهر المستثمرون هذا الانحياز متأثرين غالباً بنقاط الشراء – او مستويات سعر عشوائية او مؤشرات اسعار – ويميلون إلى التمسك بهذه الارقام حينما يواجهوا اسئلة مثل ((هل يجب ان ابيع ام اشترى هذه الورقة المالية ؟)) او ((هل يسعر السوق باعلى ام باقل من القيمة الحقيقية؟)) (Shefrin,2000:123). وهذا صحيح بالخصوص عند ورود معلومات جديدة بخصوص هذه الورقة يزيد من تعقيد الحالة. والمستثمر الرشيد يعالج هذه المعلومات الجديدة بشكل موضوعي ولا يعكسها على اسعار الشراء او الاسعار المستهدفة حينما يقرر الكيفية التي ينبغي أن يستجيب بها. ولكن الاشخاص بشكل عام يحملون في عقولهم قيم مرجعية عشوائية (مراسي) تؤثر على تقديرات أي قيمة يحاول تحديدها ولكن هذه القيمة عموماً لا تعدل بشكل كافٍ بحيث تبتعد عن المرسي باتجاه القيمة الصحيحة (Chang,etal,2011:2).

الارساء في الاسواق المالية يمكن ان يستند إلى آراء أو مواقف أو أصدقاء أو خبراء، وحتى البيانات والتنبؤات التي تبدو في البدء غير واقعية يمكن أن يكون لها أثر الارساء (Goldberg&Von Nitzsch,2001:43). والمثير إن هذا التحيز وجد بأنه يظل حتى لو كانت المراسي المتبعة غير واقعية وحتى لو كانت التجارب تجرى على خبراء في الاسواق يمتلكون معلومات جيدة (Starck&Mussweiler,1997:437).

ان انحياز الارساء والتعديل يعني ان المستثمرين يدركون المعلومات الجديدة من خلال العدسات المظلمة فهم يضعون تأكيد مفرط على نقاط الارساء المحددة نفسياً والعشوائية احصائياً . لذلك فان صنع القرار ينحرف عن المبادئ العقلانية الكلاسيكية المحددة مسبقاً، فيتردد المستثمرون في عرض سعر عالٍ للسهم حينما يكون سعره قريباً من أعلى قيمة تاريخية له (George&Hwang,2004:2145). أما المحللون المحترفون فغالبا ما ترسو تنبؤاتهم على بيانات الاقتصاد الكلي مثل مؤشر أسعار المستهلك ويقود ذلك إلى أخطاء كبيرة في التنبؤات (Campbell&Sharpe,2009:369). لذلك حينما يكون لدى المستثمرين مرسة سابقة فسيفقدون الاحتمالات باستعمال موجه الارساء بدلا من اتباع القواعد المعيارية في تجنب هذه المرسة ومن ثم يختارون قيمة أقرب ما تكون لهذه المرسة (Poulton,1994:187).

من اهم البحوث عن اثار الارساء والتعديل كانت دراسة (: North craft & Neale , 1987) (86) اذ سألت دراستهم مجموعة من الوكلاء المحترفين بالعقارات عن قيمة عقار معين بعد تقديمهم سعر بيع أولي حدده الباحثون. وقد اعطي للوكلاء 20 دقيقة لاختبار المبنى والاراضي التابعة له قبل سؤالهم عن تقدير قيمته . والدراسة طلبت من كل وكيل تحديد قيمة للعقار . وهذه القيمة المطلوبة التي ينبغي وضعها للبيع، أي السعر الذي يعده المشتري معقولاً، أي اقل سعر ممكن ان يقبله البائع. وخلال التجربة قسم وكلاء العقارات إلى مجموعتين . كل مجموعة تستلم دليل عن معلومات العقار وقائمة بأسعار العقار . جميع المعلومات متطابقة في المجموعتين باستثناء فرق واحد هو وضع سعر للمجموعة الاولى اعلى من المجموعة الثانية. وحينما قامت المجموعتين بتقييم العقار ظهرت نظرية الارساء : فمع بقاء جميع العوامل الاخرى ثابتة أدت قائمة السعر الاعلى المقترحة إلى تقديرات سعريه اعلى . لذلك فان المقيمين لم يعكسوا الخصائص الموضوعية للعقار إنما تأثروا بالسعر الاول الموضع لهم ومن ثم ظهر تحيز الارساء على الوكلاء . ويبين الجدول (7-1) هذه العملية .

جدول (7-1): آثار الارساء والتعديل

المجموعة الاولى	المجموعة الثانية
سعر البيع المعطى (المرساة) = 119900	149900
القيمة المقدرة = 114204	128752
السعر الموضوع = 117745	130981
سعر الشراء = 111454	127316
اقل سعر مقبول للبائع = 111136	123818

Source: Northcraft Gregory B., Neale Margaret A., "Expert, amateurs, and real estate: an anchoring-and-adjustment perspective on property pricing decisions", Organizational Behavior and Human Decision Process, Vol. 39, No. 1, 1987,p: 93.

ان اهم الاخطاء التي يواجهها المستثمر بخصوص تحيز الارساء هي ميل المستثمر لاجراء تنبؤات سوق عامة والتي تكون قريبة جدا من المستويات الحالية. على سبيل المثال اذا كانت قيمة مؤشر داو جونز الصناعي 10500، فان المستثمر من المحتمل ان يتنبأ بهذا المؤشر بطريقة اضيق مما تظهره التقلبات التاريخية . على سبيل المثال المستثمر الخاضع للارساء قد يتنبأ بأن قيمة مؤشر الداو ستقع بين 10000 و 11000 في نهاية السنة بدلاً من وضع تقديرات مطلقة مستندة على تحليل الانحراف المعياري التاريخي (العقلاني) (Pompian,2006:78). كما يميل المستثمرون (او محلي الاوراق المالية) إلى البقاء قريبين من التقديرات الاولى لهم عند وصول معلومات جديدة عن الشركة، على سبيل المثال لو كان السؤال عن سعر السهم هل هو \$200 أم أكثر فإن نقطة الارساء ستكون \$200 وهذا يجعل المستثمر يضع توزيع من خلال

اعطاء وزن لهذا السهم أكبر مما لو كانت نقطة الارساء \$50 مثلا (Vav) (Soest&Hurd,2004:2). وقد يميل المستثمر لوضع تنبؤات للنسب المئوية التي من المتوقع ان تنخفض او ترتفع أسعار نوع معين من الموجودات اعتماداً على المستوى الحالي للعائدات. على سبيل المثال اذا ارتفع داو جونز بنسبة 10% في السنة السابقة فان المستثمر سوف يرسو على هذا الرقم عند وضع تنبؤات للسنة القادمة. وهذا ينتج من حسابات جزئية في تحديد قيمة المرساة (Gruen& Gizycki,2003:5). كما ان المستثمر يمكن أن يعاني من الارساء على الحالات الاقتصادية لبلدان او شركات معينة. على سبيل المثال كانت اليابان في الثمانينات قوة اقتصادية كبيرة والعديد من المستثمرين اعتقدوا انها ستبقى كذلك لعدة عقود . ولسوء الحظ فان اليابان عانت من الركود لسنوات في اواخر الثمانينات. ومثل ذلك IBM كانت من الاسهم التي تعد مؤشرا للسوق لعقود طويلة، وبعض المستثمرين اصبح يرسو على فكرة ان IBM ستبقى مؤشرا للسوق ولكن IBM لم تستمر كمؤشر للسوق.

4-1 المبحث الرابع : الأسواق المالية بين الفقاعات والازمات

1-4-1 اتخاذ القرار في الأسواق المالية

يلعب النظام المالي دور كبير في الاقتصاد عبر تحفيز النمو الاقتصادي والتأثير على الأداء الاقتصادي للمشاركين في السوق ومن ثمّ التأثير في الرفاهية الاقتصادية. ويتحقق ذلك عبر بنية تحتية مالية توزع عبرها القطاعات التي تملك الاموال أموالها على القطاعات التي لها القدرة على استعمال طرق منتجة أفضل لاستثمارها. كما يسهل النظام المالي عملية نقل الاموال بطريقة كفوءة عبر تحقيق الموازنة بين من يملك الاموال ومن يحتاجها.

يقسم المدخل الهيكلي النظام المالي الى ثلاث مكونات: الأسواق المالية والوسطاء الماليين (المؤسسات) والمشرعين الماليين. وكل واحدة من هذه المكونات تلعب دورا أساسيا في الاقتصاد. فالأسواق المالية تسهل تدفق الاموال من أجل تمويل الاستثمارات التي تنفذها الشركات والحكومات والافراد. اما المؤسسات المالية فهي اللاعب الأساس في الأسواق المالية لأنها تؤدي دور الوسيط الذي يحدد تدفقات الاموال. ويؤدي المشرع المالي دور المراقبة وتنظيم عمل المشاركين في النظام المالي.

الأسواق المالية هي الأسواق التي يتم بها تداول الأدوات المالية ولها مجموعة من الوظائف الأساسية للاقتصاد أهمها اكتشاف وتحديد الأسعار وتوفير السيولة وتقليل كلف الصفقات. فالدور المهم الذي تلعبه الأسواق المالية في النظام المالي والاقتصاد عموما يستدعي دراستها بشكل مكثف لمعرفة أسباب التحولات والتقلبات التي تعصف بها بين الحين والآخر مسببة ازدهارا اقتصاديا وفقاعات احيانا أزمات كبيرة وانهيارات أحيانا أخرى. فقد مر الكثير من الحوادث المثيرة على الأسواق المالية خلال العقود الثلاثة الاخيرة إذ افتتح القرن الاخير بفقاعة التكنولوجيا التي سبقت العديد من المشاكل الاقتصادية المتعاقبة في الاقتصاد العالمي (O'Hara,2008:11). لذلك فإن البحث في الاضطرابات التي يمكن أن تحصل في الأسواق المالية اصبح ضرورة ملحة لان هذه الاضطرابات صارت اليوم لغزا كبيرا يواجه نظرية تسعير الموجودات الرأسمالية التقليدية (Fleckenstein,etal,2013:2).

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 المؤسساتيين على مراجعة تطبيقات اتخاذ القرار وإدارة المخاطرة (Hubrich&Tetlow,2011:3). كما أن تزايد 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 لاتخاذالقرارات. والمالية التقليدية تقع ضمن هذا الصنف لأنها تهتم بالطريقة التي ينبغي على الأفراد التصرف بها بشكل عقلاني عند اتخاذ القرارات الاستثمارية. أي أن الباحثين يفترضون عقلانية

المستثمرين جميعا عند صياغة 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 تبنى المداخل الحدسية لاتخاذ القرارات بدلا من الاحكام المعتمدة على الاحصاءات الرسمية (Olsen,1997:227). وعلى أساس هذه النظرية قدم (Kahneman&Tversky,1979) نظرية الاحتمال. إذ تقدم الافتراضات السلوكية لهذه النظرية صورة أكثر غنى وملائمة لمحددات اتخاذ الخيار تحت 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 على فهم القرارات والبحث عن وصف كامل لنشاطات السوق. فنقطة البداية للنظرية هي أن الافراد يعملون بطريقة غير عقلانية وفقا لما يمتلكون من خلفيات وعواطف وتعلم سابق وموجهات وغيرها من العوامل. فتنشكّل عقلانيتهم بهذا المعنى لتصبح عقلانية شخصية (يمكن أن تبرر عبر الفرد استنادا إلى تحليلهم الشخصي المنطقي للحالة) (Frankfurter,etal,2004:457). بهذا المعنى يعزى تصرف الافراد الخاطئ دون الرجوع لإرشادات وتوجيهات النظرية اليهم لا الى 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 على هذين العاملين عند اتخاذ القرار. فاتخاذ القرار من قبل المستثمرين يستند عادة إلى 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 على المخاطرة والعائد لكل نوع من الاستثمارات أو على نماذج تسعير الموجودات المستندة إلى المخاطرة مثل CAPM . ولكن عملية اتخاذ القرار لا تعتمد فقط على العوامل الشخصية وعلى النماذج المعقدة التي لا تهتم بالعوامل الموقفية. فالعوامل الموقفية لا تمتد فقط للمشكلة التي يواجهها متخذ القرار ولكن الى بيئته أيضا. لذلك يحتاج المرء عند اتخاذه القرار الملائم الى تحليل متغيرات المشكلة عبر 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 على تحديث معلومات ومعارف من الميادين المتنوعة بحيث يمكنه انجاز مهامه.

ويتطلب اتخاذ القرار الفاعل في سوق الاسهم بصيرة نافذة وفهم عميق للطبيعه البشرية وبمنظور شامل وبصرف النظر عن المهارات المالية والقدرة على تحقيق افضل الاستثمارات. فالمستثمرون يختلفون في خصائصهم بسبب العناصر الديموغرافية مثل الخلفية الاجتماعية والمستوى التعليمي والعمر والجنس وغيرها. لذلك يصعب على أي مستثمر ان يتخذ قرارا استثماريا ملائما اعتمادا على 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 على هذه العوامل. ويمكن القول ان النظريات التقليدية في القرار تلعب دورا محدودا في فهم بعض القضايا المهمة المرتبطة باتخاذ القرار الاستثماري مثل: لماذا يتخذ المستثمر قرارات التداول وما لذي يؤثر فعلا في اداءه وكيف يتخذ المستثمرون قراراتهم الاستثمارية ولماذا تختلف عائدات الاسهم لاسباب غير مرتبطة بالمخاطرة.

إن النظريات المالية التقليدية تقدم استراتيجيات استثمارية على 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 عبر مقارنة التوزيعات الاحتمالية الناتجة من تكامل جميع الموجودات في محفظته.
- 2- **تجنب المخاطرة:** المستثمر متجنب المخاطرة هو من يختار الاستثمار الاقل مخاطرة اذا ما تم تخييره بين الاستثمارات لها العائد نفسه ولكن بمخاطرة مختلفة. فالمستثمرون يفضلون دائما النتائج الاكيدة على الاحتمالات الخطرة للقيم المتوقعة المتساوية.
- 3- **التوقعات العقلانية:** يضع المستثمرون تنبؤات متماسكة ودقيقة وغير منحازة. وتعكس توقعاتهم العقلانية كل المعلومات المتوفرة ذات الصلة.

أما المالية السلوكية فتري أن المستثمرين لا يمتلكوا العقلانية التامة عند اتخاذ القرار الاستثماري لان هذه العملية تخضع لعدة أخطاء ادراكية ونفسية. فقد وجد (Tversky,1990:94) بان المستثمرين باحثون عن المخاطرة بالاغلب عند اتخاذ القرار الاستثماري. وهم يعززون نتائج القرارات المتنوعة بشكل مختلف. وتوقعاتهم منحازة على الاغلب . وعند بناء محفظة استثمارية يركز المستثمرون على تنويع الاهداف الاستثمارية وليس تنويع الموجودات. وبالنتيجة يتم بناء المحافظ بطريقة غير كفوءة. ويغيرون هذه المحافظ على أساس توزيع الاهداف الاستثمارية والحسابات الذهنية المرتبطة بها. فالتحيزات الادراكية تجعلهم ينظرون للمحافظ على أنها هرم من الموجودات pyramid of assets كما يظهر في الشكل (1-11) (Hirschey&Nofsinger,2010:223). فكل طبقة من هذا الهرم الاستثماري تلي هدف استثماريا معيناً وعندما يحقق المستثمر الهدف لطبقة معينة يتقدم باتجاه هدف آخر بحساب ذهني منفصل ومن ثم فإن المستثمر ينتقي أصناف الموجودات التي تطابق أهدافه المحددة.



الشكل (1-11): الهرم الاستثماري

Source: Hirshey , Mark & Nofsinger , John , " Investments :Analysis and Behavior " 2nd ed , McGraw – Hill Irwin 2010, p:224.

كما أن قرارات المستثمر في شراء أو بيع الاسهم لا تتعد عن ثلاثة أبعاد متعلقة بقراراته الاستثمارية وهي الابعاد الاكثر تأثراً بوجود التحيزات المذكورة سابقا :

- 1- حجم التداول: ترتبط زيادة حجم التداول للمستثمرين غالباً بانخفاض مستويات العائد وهذا ما أثبتته (Odean,1998:1887). وتسهم التحيزات بشكل عام في عدم سلوك المستثمر السلوك العقلاني عندما يفرط في التداول رغم أن أغلب الدراسات التي تم التطرق إليها سابقاً تشير إلى انخفاض عوائد المستثمرين المفرط في التداول ومن ثم اعتمادهم على تفسيرات مضللة للمعلومات الواصلة إليهم.
 - 2- ضعف تنوع المحفظة قد يحتفظ المستثمرون بمحافظ غير متنوعة بشكل كافٍ لذلك يتقبلوا مخاطرة أكبر دون تعويض مكافئ لتحملهم هذه المخاطرة نتيجة للتحيزات التي يعانون منها. وميلهم غير العقلاني لبعض الموجودات المالية دون أخرى يسبب ضعف القدرة على تنوع المحفظة الاستثمارية لعدم اهتمام المستثمر بمحتواها والسعي خلف تفسيرات غير متكاملة أو منحازة للمعلومات المتوفرة.
 - 3- الموقف من المخاطرة: عندما يعتمد القرار الاستثماري على عقلانية المستثمر في تفسير وفهم البيانات وعن قدرته التحليلية لها تقل احتمالات تعرضه للمخاطرة. ولكن التحيزات الإدراكية تجعل قدرة المستثمر على تفسير المعلومات بشكل صحيح محدودة. وهذا يسهم في زيادة تقبله للمخاطرة أو تحوله من مستثمر متجنب للمخاطرة إلى مستثمر باحث عنها دون ادراك منه بأنه يعرض نفسه لمخاطرة إضافية دون تعويض كافٍ وهنا تكمن خطورة هذه التحيزات.
- لذلك ينبغي ان يضع المستثمر في ذهنه بأن المخاطرة لا ترتبط فقط بأسعار وعائدات الاستثمارات ولكن أيضاً تكمن في داخل عقل المستثمر. فهي يمكن أن تظهر في طريقة تفسير المستثمر للمعلومات وعندما يضع نفسه في مأزق الاعتقاد بأنه أذكى من الآخرين وكذلك بالاستجابة المبالغلة لتقلبات السوق. وأي معلومات تفسر بشكل خاطئ سوف لن تستخدم بشكل نافع ومن ثم تسيطر عواطف المستثمر على أحكامه.

لقد عانت الاسواق المالية في العصور الحديثة من الازمات والفقاعات التي ساهمت في إثارة الشكوك عن مدى صلاحية النظريات المالية التقليدية في تفسير التقلبات الكبيرة في قيم الموجودات وابتعادها قليلاً او كثيراً عن القيم الأساسية دون مبرر اقتصادي كافي لتفسير هذه الازمات والفقاعات المالية. ومن أجل الوصول الى فهم أفضل لأسباب نشوء الفقاعات والأزمات المالية وبيان العوامل الاقتصادية او السلوكية او الاجتماعية التي ساهمت في تكرار هذه الفقاعات سيتم في المقاطع الآتية طرح تحليلي مختصر لأهم الفقاعات المالية تاريخياً والأزمات الملازمة لها.

1-4-2 الفقاعات والازمات في الأسواق المالية

إن ظاهرة فقاعات الموجودات عرفت ودرست منذ وقت طويل ولكن لغاية اليوم لا يوجد إطار مشترك عن امكانية اكتشاف تشكل الفقاعة او كيفية توقع حدوثها (Deev,etal,2013:107). فالفقاعات والانهيارات والازمات المالية من الظواهر التي يتكرر حدوثها في الأسواق المالية منذ بداية نشوء هذه الأسواق الى العصر الحالي (Brunnermeier&Oehmke,2013:3). وقد تمت الكثير من المحاولات لاكتشاف الفقاعات منذ ثمانينات القرن الماضي عبر تطبيق تحليل السلاسل الزمنية للمؤشرات الاقتصادية. ولكن استعمال مثل هذه الادوات الرياضية أثار الكثير من الشكوك عن امكانية التنبؤ بالفقاعة او اكتشاف أي خطأ في التقييم السوقي للموجودات عبر اختبارات الاقتصاد القياسي (Wang&Wen,2009:2). ومازالت عملية توقع او معرفة سبب أوتوقيت ولادة او انفجار الفقاعة صعبة على المحللين الاقتصاديين رغم المحاولات المستمرة

لاستكشاف بوادرها او مراحل تطورها لغاية انتهائها. فالفقاعة أو اقتصاد البالون هو وصف لحالة تحدث عندما تتسبب المضاربة على سلعة ما في تزايد سعرها، بطريقة تؤدي لتزايد المضاربة عليها. وقتها يبلغ سعر هذه السلعة مستويات خيالية، حتى يبلغ مرحلة ما يسمى بانفجار الفقاعة (الانهيار) وحدث هبوط حاد ومفاجئ في سعر هذه السلعة. وهناك خلاف في طريقة تسميتها لدى المهتمين بها فالاقتصاديون يفضلون استعمال مصطلح فقاعة على مصطلح فقاعة سعر الموجود المفضل لدى من يستخدم ادوات الرياضيات (Komaromi,2006:1). فقاعة سعر الموجود تشير الى الفرق بين القيمة الحقيقية والقيمة الفعلية المسجلة للاسهم أما الفقاعة في الادبيات الاقتصادية فتفسر بأنها ظاهرة اقتصادية اوسع إذ تعني الارتفاع المستمر في أسعار الاسهم مدعومة بتوقعات المستثمرين بزيادة أكبر في المستقبل. لذلك يُقصد بهذا التعبير وصف بعض الاقتصادات التي تشهد رواجاً اقتصادياً كبيراً لمدد زمنية محدودة، دون أن تستند إلى قاعدة إنتاجية متينة قادرة على توليد الدخل المنتظم والاستمرار في الرفاهة والرواج على أسس دائمة ومتواصلة. ورغم اختلاف التعريفين إلا أن الظاهرة نفسها توجد في خلفية كل واحد منهما وهي عدم وجود علاقة بين أسعار الاسهم والأساسيات الاقتصادية في السوق. فعندما يتم تفسير الفقاعة على سعر موجود واحد تسمى عندها فقاعة سعر الموجود والتي تستخدم القيمة العادلة (القيمة الحالية لتدفقات النقدية المستقبلية) للموجود المالي كنقطة بداية.

توجد فقاعة المضاربة متى ما كانت الاسعار العالية ناتجة عن حماسة المتداولين وليس عن الاسس الاقتصادية (Hede,2010:58). وفي أي وقت يمكن أن تنفجر الفقاعة مسببة انخفاض الاسعار بسرعة كبيرة أحيانا. لذلك فقد ميز (Brunnermeier&Oehmke,2013:3) بين مرحلتين أساسيتين هما:

- 1- مرحلة الارتفاع المتسارع **Run-up Phase**: وتتشكل بها الفقاعات وحالات عدم التوازن.
- 2- مرحلة الازمة **Crisis Phase**: وهي المرحلة التي تنفجر بها الفقاعات.

تتشكل فقاعة سعر الموجود في مرحلة التضخم ويحصل عندها عدم التوازن الذي ينشأ بشكل بطيء وفي أوضاع يكون تقلب الاسعار بها قليلا. ويصعب اكتشاف عدم التوازن الذي يقود للازمة المالية في البداية. فالارتفاع الاول في أسعار الموجودات قد يعزى الى بعض أشكال الابتكارات مثل التغيير التكنولوجي (الانترنت) أو الى اعادة تنظيم بعض القوانين المالية أو الى نوع من أنواع الإبداعات المالية (التوريق). ومع بداية الاندفاع السريع للفقاعة قد يدرك البعض أن التحسينات والإبداعات الأساسية التي سببت الزيادة الأولية في أسعار الموجودات لا يمكن أن تفسر الزيادة المتسارعة هذه فتتشكل الفقاعة عندها.

إن مرحلة الارتفاع المتسارع هذه غالبا ما تسبب تشوهات في حوافز *incentive distortions* المشتركين في السوق وهذه الانحرافات قد تكون نتيجة للسلوك العقلاني أو بسبب انحرافات في المعتقدات السلوكية. فالانحرافات العقلانية تتحقق عندما يستجيب المشاركون في السوق للحوافز التي يواجهونها في مرحلة الارتفاع المتسارع مثل توقع سياسيات معينة للحكومة أو مشاريع مثل

مشروع Greenspan Put¹. وقد تتضمن المبالغة بالاستثمار الناتجة عن ظواهر مبيعات الحرائق² Fire Sale.

أما انحرافات المعتقدات السلوكية فيحدث بسبب عدم كفاية المعلومات الضرورية لادراك تشكل الفقاعة. على سبيل المثال اذا لم يكن هناك أي تناقص في أسعار المنازل فإن المشاركين في السوق قد يستنتجون عدم انخفاض الاسعار في المستقبل ايضا . وهذا ما يجعل المشتركين في السوق ينفادون الى هذه التوقعات الاستقرائية إذا لم تتوفر لهم معلومات كافية. وقد تستند هذه الانحرافات الى مبدأ (الامور تختلف هذه المرة). فقد يتجاهل المشاركون بالسوق الانحراف الكبير في الاسعار عن البيانات التاريخية معتقدين ان الزيادة في الاسعار ناتجة عن وجود شيء مختلف في الاسس الاقتصادية هذه المرة. لذلك لا يتم الاستفادة من الاشارات التحذيرية المستندة على التاريخ السابق.

وهناك تقسيم آخر لمراحل الفقاعات قدمه (Kindleberger & Aliber, 2005:27) اعتمادا على نموذج Minsky وهو:

- 1- **مرحلة الإبدال Replacement Phase:** ويعني أحلال شيء محل آخر كما يحصل عندما يقود ابتكار تكنولوجي أو مالي جديد الى توقع زيادة في الارباح والنمو الاقتصادي.
- 2- **مرحلة الانتعاش Boom Phase:** وتتصف بالتقلب المنخفض والتوسع بالائتمان وزيادة الاستثمارات بشكل بطيء في البداية ثم يبدأ بالانفجار المتنامي. يتجاوز تزايد الاسعار في هذه المرحلة المستوى الطبيعي للزيادة الناتجة عن التحسينات الاساسية الفعلية للابداعات.
- 3- **مرحلة النشوة Euphoria Phase:** يتداول المستثمرون خلال هذه المرحلة بالموجودات المبالغ بقيمتها وبطريقة جنونية. عندها تزداد الاسعار بنمط انفجاري. وقد يدرك المستثمرون (أو يشكوا على الاقل) بأن هناك فقاعة ولكن ثقتهم بامكانية بيع الموجود في المستقبل لمستثمرين أقل ذكاء تبقى كبيرة. وترتبط هذه المرحلة عادة بحجم تداول عالٍ و جنون التداول الناتج هذا ممكن أن يقود الى تقلب في الاسعار وعندها يبدأ بعض المستثمرين الخبراء بتقليل مراكزهم لجني الارباح.
- 4- **مرحلة جني الارباح Profit Taking Phase:** في هذه المرحلة سيكون هناك طلب كافٍ (ولو لمدة قصيرة) على الموجودات من قبل المستثمرين الاقل خبرة والذين قد يكونون حديثي عهد بالسوق. ولكن في نقطة معينة هنا تبدأ الاسعار بالانخفاض بسرعة مما يقود للمرحلة الخامسة.
- 5- **مرحلة الذعر Panic Phase:** يبدأ المستثمرون في هذه المرحلة بالتخلي عن الموجود وتبدأ الاسعار بالانخفاض الكبير والمتسارع.

¹ تم تبني مصطلح Greenspan Put عام 1998 من قبل رئيس مجلس ادارة الاحتياطي الفيدرالي الامريكي Allen Greenspan عندما حاول دعم الاسواق المالية عبر تخفيض اسعار الفائدة ومساعدة المستثمرين على اقتراض الاموال بكلفة أقل لاستثمارها في الاسواق المالية وبالتالي تسهيل تدفق الاموال الى الاسواق وتجنب الانهيار المحتمل في هذه الاسواق (Miller,etal,2001:6).

² البيع الناري يعني بيع السلع بخصم كبير في الاسعار لاسيما حينما يواجه البائع خطر الافلاس. واصل المصطلح يعود الى بيع السلع بخصم كبير بالاسعار بسبب التلف الناتج عن الحرائق. أما في الاسواق المالية فيعني البيع الاجباري لموجود معين بسعر أقل من القيمة السوقية لموجودات تم رهنها مقابل دين معين لم يتم الايفاء به (Shleifer&Vishny,2011:31).

وهناك تقسيم آخر مأخوذ من منظور المالية السلوكية يقسم الفقاعات الى اربع مراحل (Utkus,2011:3) هي :

- 1- **مرحلة التنبؤ الاولي Initial Forecast**: يضع المستثمرون في هذه المرحلة تنبؤات أولية لاسعار الموجودات معتمدين على استدلالات احصائية قد تكون خاطئة اذ يخضع المستثمرون في هذه المرحلة لتحيز التمثيلية.
- 2- **مرحلة الثقة المفرطة Overconfidence**: تصبح التنبؤات بتزايد الأسعار المستقبلية مبالغ بها. وهنا يأتي الدور المؤثر للثقة المفرطة والاستقراء المفرط اعتمادا على التجارب الايجابية الحالية.
- 3- **مرحلة انتقال صفات الجماعة وتضخمها Group**
:Transmission/Amplification

تتأثر التنبؤات الفردية في هذه المرحلة بسلوك الجماعة (النظام المالي أو السوق ككل). وعبر عملية الاستقطاب الجماعي Group Polarization يتحمل النظام المالي مخاطرة أكبر مما يتحمله المشاركون في هذا النظام منفردين.

- 4- **إعادة المقايسة Recalibration**: عندما تبدأ البيانات الفعلية للسوق بتقويض التنبؤات المستقبلية مفرطة الثقة للجماعة سيعمل الاستقطاب الجماعي بشكل عكسي وتبدأ توقعات السوق بالانتقال الى الجانب السلبي وبشكل حاد. ويظهر الجدول (1- 8) هذه المراحل

جدول (1- 8): مراحل الفقاعة

المرحلة	الموجهات السلوكية	الخصائص
1- التنبؤ الاولي	التمثيلية	يتم وضع تنبؤات لقيم الموجودات بوجود أخطاء في الاستنتاجات الاحصائية
2- الثقة المفرطة	الثقة المفرطة والاستقراء المفرط	تصبح التنبؤات المستقبلية مفرطة التفاؤل وتميل نحو الايجابية اعتمادا على التجارب الحالية
3- انتقال/تضخم الجماعة	التفكير الجمعي والاستقطاب الجماعي	انتقال التنبؤات الجماعية بشكل واسع بين اعضاء الجماعة وبتقاد الجماعة الى تحمل مستويات مخاطرة اكبر
4- اعادة المقايسة	الاستقطاب الجماعي	تُنقَضُ التنبؤات بالتجربة الفعلية للواقع وتنعكس القيم متنازلة بشكل سريع

Source: Utkus, Stephen P., "Market Bubbles and Investor Psychology", Vanguard Group Inc.,2011,P:3.

يُنظر عامة إلى الفقاعات الاقتصادية على أنها ذات تأثير سلبي في حالة الاقتصاد لأنها تسبب حدوث حالة التوزيع غير العادل للموارد في اتجاه استخدامات غير مثلى. فضلا عن ذلك فإن الانهيار الذي يأتي بعد الفقاعة الاقتصادية يمكن له أن يدمر ويفني مقداراً كبيراً من الثروات ويتسبب في حالة من الركود الاقتصادي مثل ما حدث في الكساد العظيم عام 1929 في الولايات المتحدة الأمريكية وفي اليابان عام 1990.

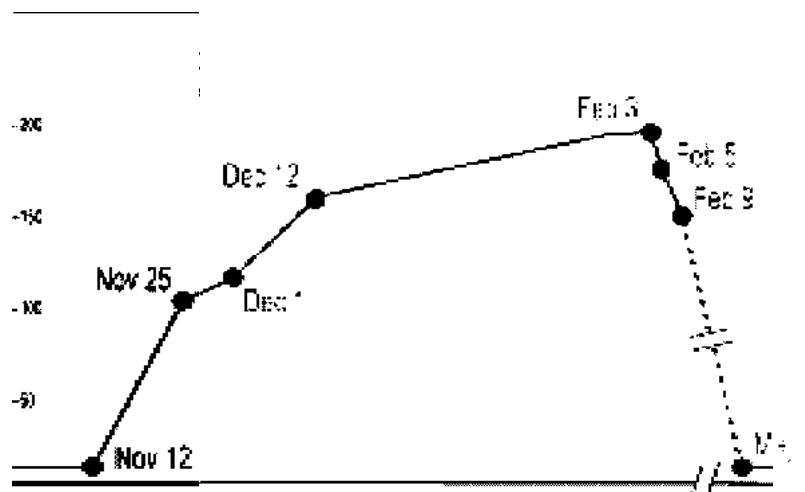
من ضمن السمات السلبية الأخرى للفقاعات الاقتصادية تتمثل في صورة التأثير السلبي في معدلات انفاق المستهلكين إذ ينفقون المزيد من الأموال لشراء سلع بأسعار مغالى فيها كما حصل في سوق العقارات في بريطانيا وأستراليا وبعض أجزاء من الولايات المتحدة الأمريكية إذ ينفق المستهلكون هناك المزيد من الأموال فقط لأنهم يشعرون أنهم أغنى مادياً. وفيما يأتي نقاش لاهم الفقاعات التي واجهت الأسواق العالمية. منها ما كان أصله فقاعة لسعر سلعة أو سعر سهم تحول الى فقاعة اقتصادية عامة ومنها ما بدأ فعلا بفقاعة اقتصادية عامة.

1-2-4-1 فقاعة زهرة التوليب

إن القصة الأصلية لفقاعة زهرة التوليب رواها الصحفي البريطاني ماركاي عام 1841 في كتابه الكلاسيكي "أوهام العامة وجنون القطيع" (Hede,2010:59) إذ أصبحت هولندا المركز الرئيسي لزراعة وتنمية تشكيلات متنوعة من زهرة التوليب بعد ورود هذا النوع من الزهور من تركيا الى أوروبا في أوسط القرن السادس عشر. وتعاظمت شعبية التوليب وتنافس عليها الناس حتى وصلت أسعارها حدوداً عالية لامتلاك أكثر البصيلات ندرة. أما مصطلح هوس التوليب Tulip Mania فيشير إلى الفقاعة الاقتصادية الكبيرة التي أتت تسميتها أصلاً من مرحلة في التاريخ الهولندي تزايد فيها الطلب على بصيالات زهرة التوليب إلى حد كبير. وقعت أحداث هذه المشكلة الاقتصادية في القرن السابع عشر ما بين 1635 و عام 1637 (Wang&Wen,2009:2).

يعتقد أن زراعة التوليب بدأت في هولندا التي كانت تعرف آنذاك باسم (الأقاليم المتحدة) عام 1593، عندما تمكن تشارلز دي لوكلوس من تحسين نوعية قادرة على تحمل صعوبة المناخ في المناطق المنخفضة اعتماداً على بصيالات أرسلها إليه من تركيا أوجير دي بوسبيق. سرعان ما تحولت الزهرة إلى موضوع تفاخر ورمز للرفعة. وحملت أصنافاً محددة من النبتة أسماء خاصة مميزة اشتق بعضها من أدميرالات البحرية الهولندية. وقد ظهرت أكثرها روعة بما حملته من ألوان حية وخطوط بدت كألسنة اللهب وذلك بعد أن تعرضت بعض أنواعها لعدوى فيروس خاص ببصيلات التوليب. وارتفعت أسعارها لدرجة أن سعر شراء بصلة واحدة من التوليب في عام 1623 بلغ نحو ألف فلورينة وهي العملة المستخدمة آنذاك في المنطقة (Sornette, 2003a:8). ولتقدير حجم المبالغة هنا يكفي معرفة أن متوسط الدخل السنوي للفرد آنذاك كان يعادل 150 فلورينة. ولم يقتصر تداول التوليب على النقود بل تمت مقايضتها بالأراضي والمواشي والبيوت. ويشار إلى أن المتداول الجيد في ذلك الوقت كان يحقق أرباحاً تصل إلى 60 ألف فلورينه في الشهر الواحد.

وقد سجلت صفقة في العام 1635 تم عبرها بيع 40 بصلة مقابل 100.000 فلورينه. وسجل رقما قياسيا ببيع بصلة شهيرة باسم "سمبر أو غسطين" مقابل 6.000 فلورينه. ومع حلول عام 1636 دخلت البصيلات السوق المالي في كثير من بلدات هولندا ليتم تداولها هناك مما شجع كافة فئات المجتمع على الدخول بأموالهم أو بممتلكاتهم للمضاربة عليها. وحقق بعض المضاربين أرباحاً ضخمة. وآخرون خسروا كل أو ما يزيد على ما كانوا يملكونه. لقد قام البعض ببيع بصيالات التوليب التي زرعوها للتو، وباع آخرون بصيالات التوليب التي ينوون زراعتها فيما يشبه تداول العقود الآجلة، وقد وصفت هذه الظاهرة بأنها (قبض رياح) أو تداول الهواء. وفي فبراير من عام 1637 لم يعد المتداولون بالبصيلات يحصلون على عروض شراء أعلى مقابلها. وبدؤوا بالبيع وانفجرت الفقاعة. وأخذ الشك يراود الناس بأن الطلب على بصيالات التوليب سيختفي مما ولد ذعراً عارماً. أصحاب العقود الآجلة باتوا يحملون عقوداً لا يساوي سعرها الحالي عشر ما نصت عليه العقود وكثيرون آخرون ما لبثوا أن وجدوا أنفسهم يحملون بصيالات لا تساوي قيمتها جزءاً صغيراً من السعر الذي دفعوه للحصول عليها. وانهار مالياً آلاف الهولنديين بمن فيهم رجال الأعمال وأصحاب المناصب. ويظهر الشكل (1-12) مؤشر أسعار عقود بصيالات التوليب علماً أنه لا توجد سجلات للأسعار في المدة الزمنية ما بين التاسع من فبراير وحتى الأول من مايو 1637م لكن الأكيد أن سوق البصيلات انهار نهائياً خلال شهر فبراير (Wang&Wen,2009:2).



الشكل (1-12): مؤشر سعر زهرة التوليب بين الاعوام 1636-1637

Source: Wang, Pengfie& Wen, Yi, "Speculative Bubbles and Financial Crisis", Working Paper, Federal Resource Bank of St. Louse, 2009,P:2.

بذلت محاولات لتصحيح الوضع بما فيه مصلحة كل الأطراف لكنها باءت بالفشل. بعض الأفراد تورطوا بالبصيلات بعد أن حصل الانهيار وما من محكمة ستجبر أحداً على تسديد قيمة العقود الآجلة، فالقضاة عدوها عقوداً مقامرة لا تحظى بحماية القانون. والجدير بالذكر أن نسخ مشابه من هوس التوليب اجتاح باقي مناطق أوروبا لكنه لم يبلغ ما بلغته الأمور في هولندا. ففي انكلترا عام 1800 كان من الشائع أن يشتري المرء بصلة توليب واحدة بمبلغ يكفي عاملاً وعائلته حاجتهم من الطعام والشراب والملبس طوال 6 أشهر.

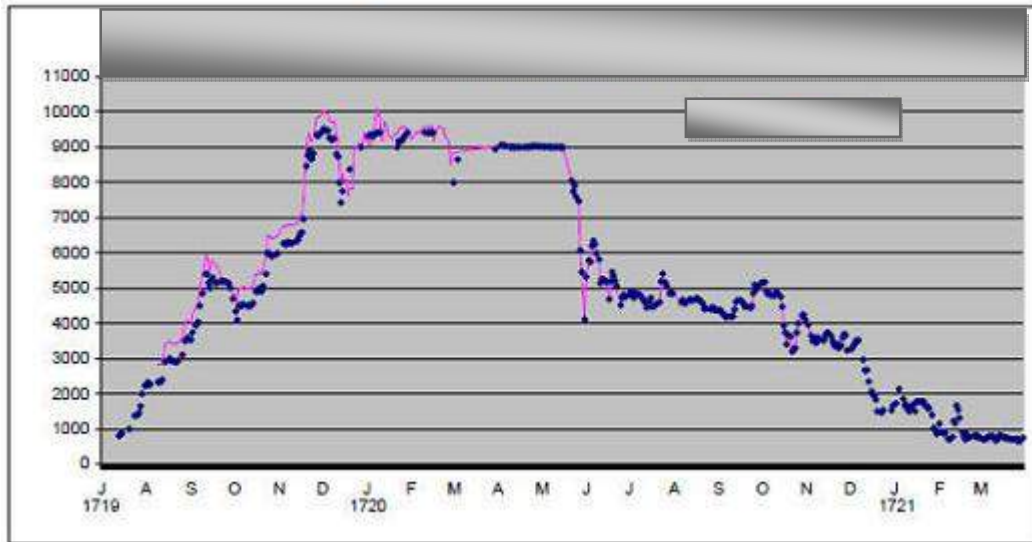
1-4-2 فقاعة الميسيسيبي

قدمت فقاعة الميسيسيبي مثال آخر على نوع مختلف من الفقاعات التي ارتكزت على المضاربات الشرسة للراغبين في الثراء السريع المدفوع بادعاءات ليست قائمة على أساس من الواقع أو ما يمكن أن يطلق عليه ترويج الوهم والذي يمكن أن ينجح حينما يكون المستثمرون لا يسألون أنفسهم عن مدى صحة ما يتم الترويج له ربما لسبب بسيط هو أنه لا يرغب في أن يصدف نفسه بأن ما يتم الترويج له غير صحيح. فيندفع الجميع كالقطيع نحو الوهم، ليكتشفوا في النهاية أن الهدف كان ببساطة نوع من السراب وكان السبب في حدوث هذا الانهيار هو الاقتصادي الإنجليزي جون لو John Law الذي يعد أشهر شخص في تاريخ الأزمات المالية التي تعرض لها العالم كما يروي قصته (French, 2009: 35-40).

ولد جون لو في اسكتلندا لأسرة تعمل في مجال المال إذ كان والده يعمل في مجال الاحجار الكريمة في أدنبرة وفي عام 1694 قبض على جون لو بتهمة القتل وحكم عليه بالسجن إلا أنه بعد مدة قصيرة استطاع الهرب من السجن ويشاع أن ذلك تم بمباركة رسمية لينتقل بعد ذلك جون لو في المنفى عبر قارة أوروبا واستطاع أن يكون ثروة كبيرة من عمليات القمار إذ يشاع أنه كان يملك عقلا فذا يمكنه من إجراء العمليات الحسابية اللازمة لحساب أوراق اللعب ومن ثم الفوز بالمقامرات في ألعاب الورق. كان "جون لو" يعتقد أن العرض غير المستقر من الذهب والفضة هو السبب في تباطؤ الاقتصاد الفرنسي وليس المشكلات الحقيقية التي تواجهها فرنسا ومن ثم فإن مزيدا من عرض النقود يمكن أن يشجع التجارة والنمو في فرنسا وهي الأفكار نفسها التي تركز عليها عمليات صناعة السياسة النقدية في عالم اليوم.

في مايو 1716 تم منح "جون لو" حق إنشاء بنك سمي البنك الملكي Royal Bank برأسمال ستة ملايين جنيها فرنسيا. كما منح الحق في إصدار الصكوك التي تم استخدامها بواسطة البنك لدفع النفقات الجارية للحكومة وكانت هذه الصكوك قابلة للتحويل إلى ذهب، إذا أراد حاملها ذلك. وتولى البنك استقبال الودائع في صورة عملات معدنية ثم إصدار النقود الورقية في مقابلها وهي فكرة بدت غريبة في وقتها غير أنها شكلت لاحقا الأساس الذي ستقام عليها النظام النقدية في العالم أجمع. وساعد جون لو الحكومة الفرنسية على التحول نحو النقود الورقية عبر البنك الملكي الذي طبق أفكاره عن إصدار النقود الورقية وكانت الآلية هي قبول الودائع بالعملات المعدنية ثم إصدار النقود الورقية تساوي في قيمتها العملات المعدنية يوم الإيداع وعلى الرغم من أن البنك الملكي كان بنكا خاصا إلا أن ثلاثة أرباع رأسماله كان عبارة عن أذونات وأوراق مقبولة من الحكومة. ومع تزايد رصيد الصكوك كانت هناك حاجة إلى دفع الفوائد عليها وهو ما تم توفيره من الناحية العملية عبر إنشاء شركة الميسيسيبي التي قام البنك الملكي بإنشائها. وعين جون لو مديرا عاما للشركة الجديدة ومنحت الحكومة الفرنسية شركة الميسيسيبي صلاحيات تجارية واسعة أهمها حقها في التنقيب عن الذهب في صحراء ولاية لويزيانا الأمريكية على الرغم من عدم وجود أي دلائل على وجود الذهب الذي ستتولى الشركة مهمة اكتشافه فلم يعجز ذكاء جون لو في البحث عن طريقة تمكن فرنسا من تسديد ديونها وذلك عبر فتح الاكتتاب لبيع أسهم لشركة للتنقيب عن الذهب غير الموجود أصلا في لويزيانا وبدأ جون لو في الترويج لهذا الوهم. ولم يشأ أحد من

المضاربين على أسهم شركة المسيسيبي أن يسأل نفسه عن مدى صحة احتمال وجود هذا الذهب الذي تدعي الشركة أنها ستتولى اكتشافه ربما لأن الجميع لديه الرغبة في الاستفادة من فرصة ادعاء اكتشاف الذهب. الذي حدث بعد ذلك هو أن كل جنيه استخدمته الحكومة في سداد الدين للجمهور كان يتم إعادة استخدامه مرة أخرى في تمويل شراء الأسهم وهو ما ساعد على رفع أسعار الأسهم من الناحية الاسمية ومن ثم تمكين الحكومة من إيجاد مصادر لتمويل عمليات إصدار صكوك جديدة (Moen,2001:2). ولما كانت هذه الصكوك مغطاة بالذهب في البنك الملكي فإن العلاقة بين الرصيد المعدني (الذهب) وحجم هذه الصكوك أخذت في الاختلال وأصبح الرصيد الذهبي محدودا جدا بالقياس إلى حجم الصكوك المصدرة. في عام 1719 خرج جون لو بفكرة إعادة هيكلة الدين القومي الفرنسي عبر شركة المسيسيبي وذلك عن طريق استبدال أسهم الشركة في مقابل صكوك الدين وضمن تحقيق أرباح طائلة على هذه الأسهم (Murphy,2010:3). واستطاع جون لو أن يضخم من الثروة المتوقعة في لويزيانا عبر خطة تسويقية محكمة ما أدى إلى زيادة عمليات المضاربة على أسهم الشركة في 1719 . ومع تزايد الإقبال على هذه الأسهم من جانب الجمهور تزايدت الحاجة لطبع مزيد من النقود الورقية وقام البنك الملكي بإصدار كميات هائلة منها كرد فعل لذلك. ومن ثم بدأ التضخم يرتفع في فرنسا.



الشكل (1-13): رسم بياني يوضح تطور أسعار أسهم شركة المسيسيبي من عام 1719 إلى انهيارها في 1721

Source: Colombo, Jesse, "The Mississippi Bubble of 1718-1720", www.bubblebubble.com, 2012, P:4.

استطاع جون لو أن يكون احتياطات ضخمة عبر عمليات إصدار الاسهم وكذلك تحقيق أرباح عبر إدارة الاحتياجات المالية للحكومة وفي ظل إدارة جون لو تم توسيع نطاق أعمال شركة المسيسيبي لتشمل عمليات جمع الضرائب والاتجار خارج أوروبا وفي عام 1720 أرسل أمير

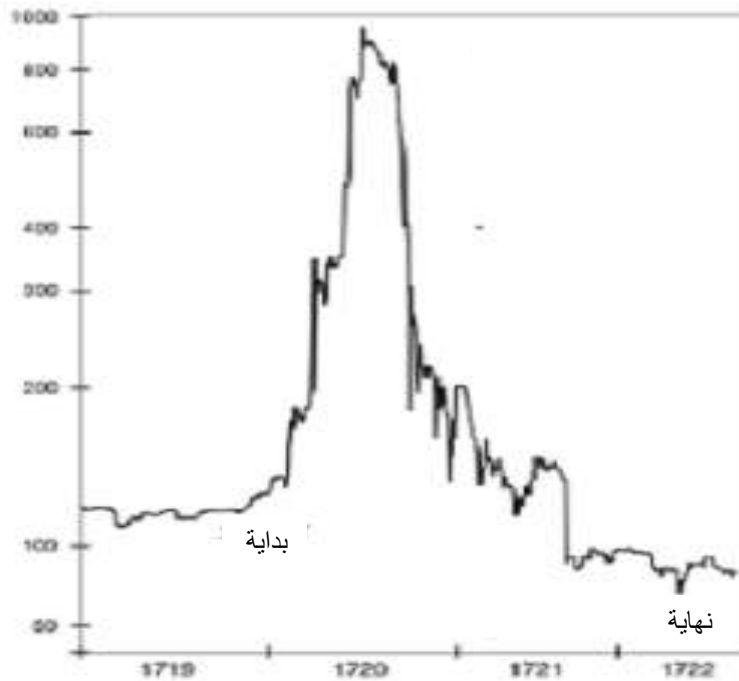
كونتي صكوكه إلى البنك الملكي لتحويلها إلى نقود ذهبية ويقال إن الأمير قد أرسل ثلاث عربات حملت بالذهب في مقابل صكوكه إلا أن فيليب دو أورليانز قد تدخل لاحقاً، بناء على طلب من جون لو وأمر الأمير بإعادة الذهب مرة أخرى إلى البنك غير أن الآخرين بدأوا في التفكير في أن الاحتفاظ بالذهب ربما يكون أفضل من الاحتفاظ بالصكوك وفي محاولة زائفة لإقناع الجمهور بجدية نشاط الشركة تم تجنيد كتيبة من المتسولين في باريس وتم تسليحهم بالمعاول كما لو أنهم في طريقهم إلى صحراء لوزيانا للبحث عن الذهب غير أنه في غضون أسابيع عاد هؤلاء إلى أماكن عملهم مرة أخرى ما أظهر حقيقة الموضوع على أنه عملية نصب رسمي على نطاق واسع. ولأن قيمة الأسهم كانت لا تعبر عن القيمة الحقيقية لها. قام جون لو بتخفيض قيمة البنكنوت والأسهم إلى النصف إلا أن قرار جون لو دفع الناس إلى موجة من البيع للأسهم وهو ما أدى إلى تدهور الأسعار السوقية لها بشكل كبير. لسوء حظ جون لو أن الجمهور كان يفضل أن تتم عمليات دفع الأرباح عبر الذهب والفضة حسبما اعتاد الناس وقتها وخوفاً منه على الرصيد الذهبي للبنك الملكي ولمعرفته بأن القيام بذلك سيكشف غطاء البنكنوت الذي أصدره توقف البنك الملكي عن صرف الصكوك بالعملات المعدنية وانتهت القصة بصورة مأساوية إذ انفجرت فقاعة المسيسيبي في أواخر عام 1720 ومثلما هو الحال في أي أزمة لم يكن أمام الجميع الوقت الكافي للتقليل من خسائرهم والنتيجة المعروفة هي الاندفاع كالقطيع نحو استبدال أوراق البنكنوت بالذهب عندها اندفع الناس لتحويل الصكوك إلى معدن. كانت كمية النقود الورقية المصدرة عدة أضعاف الرصيد المعدني الفعلي في البنك الملكي ومن شدة الازدحام فقد 15 شخصاً أرواحهم نتيجة الاندفاع أمام البنك (Irving,2008:4). وأفلس البنك الملكي في 1721 ومن ثم انخفضت أسعار الأسهم إلى الصفر وتحولت الصكوك إلى نقود بلا قيمة ودخل الاقتصاد الفرنسي في حالة كساد بعد الأزمة وفقد كثيرون ثرواتهم.

1-4-2-3 فقاعة بحر الجنوب

شركة بحر الجنوب هي شركة مساهمة بريطانية أسست عام 1711م بالمشاركة بين القطاعين العام والخاص للتضامن وتخفيض الدين العام لبريطاني (Sornett,2003b:8). واطبقت شركة بحر الجنوب حق احتكار جميع العمليات التجارية في البحار الجنوبية على أمل أن تستفيد الشركة من التداول الكبير المتوقع بعد الانفتاح على المستعمرات الإسبانية الغنية في أمريكا الجنوبية. وفي مقابل هذا الاحتكار تقوم شركة بحر الجنوب بشراء جزء من الدين العام البريطاني الذي تراكم أثناء الحرب مع إسبانيا. وعندما خاضت بريطانيا الحرب مرة أخرى مع إسبانيا عام 1918 فقدت الشركة جميع احتمالات الحصول على المنافع من التجارة مع مستعمرات أمريكا الجنوبية.

ظهرت فقاعة بحر الجنوب الاقتصادية الكبيرة عام 1720 وقادتها المضاربة الحماسية بالأسهم في شركة بحر الجنوب والتي انتهت بانهيار سوق الأسهم في بريطانيا. فخلال الحرب الإسبانية قامت الحكومة البريطانية بإصدار الدين وقد رغبت الحكومة بتقليل سعر فائدة الدين للتخلص من الضغوط المالية عليها. بالوقت نفسه كانت اسهم شركة بحر الجنوب شعبية جداً ومرغوبة لأنها

كانت تمتلك حق احتكاري للتداول في المستعمرات الاسبانية في امريكا الجنوبية كجزء من معاهدة خلال الحرب الاسبانية. وقد رغبت الشركة بالتحوط من المخاطرة عبر شراء الدين بأسهمها ذات القيمة العالية والحصول على دخل ثابت من الحكومة. ونشأت مشكلات أكبر بسبب عدم امكانية إطفاء أي سندات حكومية دون موافقة حامل السند كما أنها أصدرت في وقت ترتفع فيه الفوائد وبذلك أثقل كاهل المالية العامة بخسارة طويلة الأجل إذ كانت السندات غير قابلة للاستدعاء والسداد على الاطلاق (Shea,2009:6). ففي عام 1719 م عرضت شركة بحر الجنوب مبادلة ماقيمته 31 مليون جنيه والذي يشكل ثلاثة أخماس الدين العام البريطاني من السندات الحكومية مقابل أسهم في الشركة وقامت الشركة برشوة وزير الخزانة وبعض اللوردات ليقوموا بدعم مخططها. وقد رغب مديرو الشركة بتقليد عملية استغلال دين العامة التي قام بها John Law أثناء فقاعة شركة الميسيسيبي فقدموا مقترحا آخر لشراء جميع الدين العام للحكومة البريطانية عام 1719 وتم قبول الطلب عام 1720 حينها بدأت الشركة برفع قيمة اسهمها عبر وسائل اصطناعية على شكل اكتتابات جديدة مترافقة مع نشر مجموعة من القصص المرتبطة بالتداول السابق مع اسبانيا والمصممة لاعطاء انطباع بأن اسعار الاسهم لا يمكن الا ان ترتفع في هذه الظروف (Sornett,2003b:9). وأوعزت الشركة لحاملي الأسهم ليحولوا سنداتهم ذات الفوائد العالية غير القابلة للدفع إلى سندات قليلة الفائدة سهلة التداول بعرض مكاسب مالية تبدو تفضيلية وارتفعت أسهم الشركة بسرعة. فالأسهم التي طُرحت بسعر 128 جنيه في الاول من يناير 1720م قُدرت بخمسمائة جنيه عندما بدأ مخطط التحويل في مايو. وفي يوم 24 يونيو ارتفع سعر السهم ليصل الى 1050 جنيه وأدى نجاح الشركة الى جذب العديد من الشركات التي حاولت تقليد شركة بحر الجنوب على أمل الحصول على ارباح مضاعفة ناتجة من هوس المضاربة هذا.



الشكل (1-14): رسم بياني يوضح تطور أسعار أسهم شركة بحر الجنوب من عام 1719 إلى انهيارها في 1722

Source: www.en.wikipedia.org/wiki/south-sea-company,2013b.

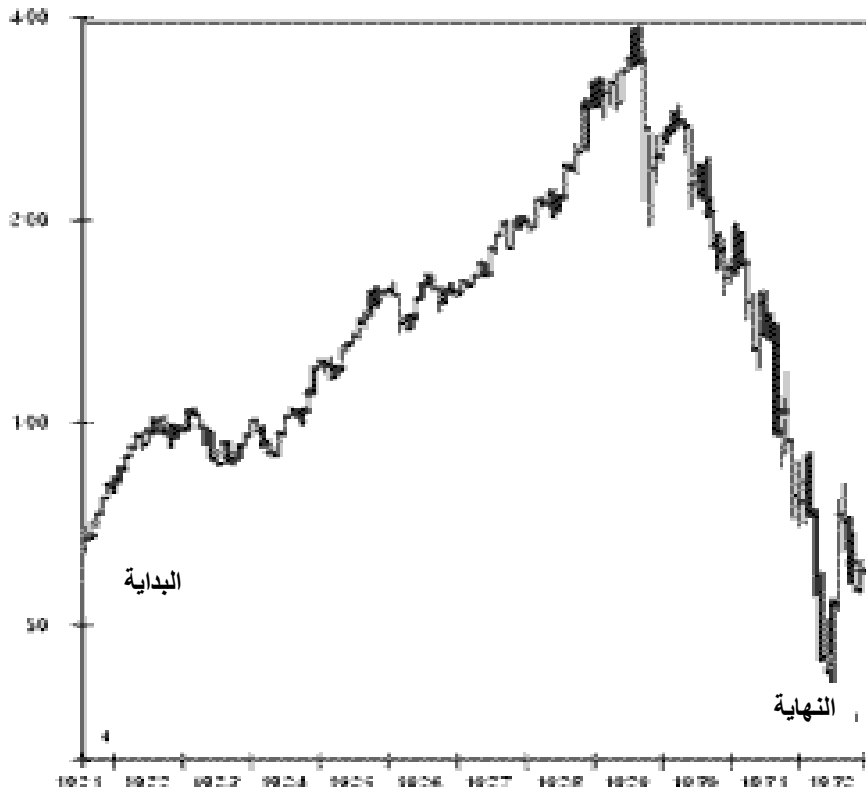
وقامت الحكومة - في محاولة لقمع مخططات الشركة - بإصدار قانون الشركات الوهمية (قانون الفقاعة) بدعم من شركة بحر الجنوب لوقف ارتفاع السعر وبدأ في شهر أغسطس البيع غير المنضبط وأدى إلى تهاوي سعر السهم إلى 150 جنيه بنهاية شهر سبتمبر وخسر العديد من المستثمرين - بما فيهم الأرستقراطيين - مبالغ ضخمة وأفلس بعضهم كلياً.

4-2-4-1 الازمة المالية الكبرى 1929-1933

بدأت أول أزمة مالية كبيرة في أسواق الأسهم في 24/10/1929 وسميت الخميس الأسود (McGrattan&Prescott,2001:2). فقد شهد عام 1929 مجموعة من الأحداث التي أدت إلى انفجار فقاعة الأسهم في سوق نيويورك. إذ أخذت السياسة النقدية لمجلس الاحتياطي الفيدرالي في التشدد ورفع تكلفة الائتمان انطلاقاً من الرغبة في حماية السوق من المضاربة وتم ذلك بممارسة ضغوط مباشرة على السماسرة للحد من عمليات الائتمان التي تتم لتمويل شراء الأسهم كما قام الاحتياطي الفيدرالي برفع معدل الخصم من 3.5% إلى 5% خلال المدة من يناير إلى يوليو، وإلى 6% في أغسطس. وقبل هذه الأحداث ارتفع مؤشر ستاندر اند بور بمقدار 64% بين شهري يناير 1928 وسبتمبر 1929 وانخفض بمقدار 33% بين شهري سبتمبر وديسمبر

عام 1929 واستمر بالانخفاض لتصل نسبته الى 77% عام 1932 مقارنة مع مستواه في شهر سبتمبر 1929 (DeLong&Shleifer,1991:675).

لقد شهد يوم الخميس الاسود البداية الحقيقية للأحداث إذ انتشر الذعر بين المستثمرين وفي ظل تهاوي الأسعار فتم عرض 12.9 مليون سهم للبيع بعد أن كان التداول الطبيعي لا يتجاوز 4 ملايين سهم. وبدأت مكاتب السمسرة تغرق في فيضان طلبات البيع لدرجة أن عملية الإعلان عن الأسعار المناسبة في السوق أصبحت مسألة شبه مستحيلة. ولم تعد انظمة التداول وآلات عرض الاسعار قادرة على تعقب هذه الحجم الكبير من العرض. وتحولت عمليات البيع إلى ذعر واضح بين المضاربين إذ لا تتوافر المعلومات عن الأسعار لان آلات عرض الاسعار باتت تتأخر الى ما يقارب ساعتين عن الموعد الفعلي للعروض. وكانت ولاية ميشيغان أكثر الولايات تأثراً في يوم الخميس الأسود من أي ولاية أخرى فقد انهارت أسهم شركات السيارات والتعدين وكان إنتاج السيارات قد بلغ أقصى مستوياته عام 1929 إذ تم إنتاج خمسة ملايين سيارة وبحلول عام 1932 انخفض الإنتاج إلى 1.3 مليون سيارة أي بمعدل انخفاض بلغ 75%. في هذه الأثناء كان متوسط مؤشر داو جونز الصناعي في 3 سبتمبر 1929 قد بلغ قمته عند 381.2 نقطة مقارنة بـ 100 نقطة في 1926. وفي نهاية تعاملات يوم الخميس 24 أكتوبر انخفض المؤشر إلى 299.5 نقطة. أي بنسبة انخفاض 21% من أعلى قمة بلغها المؤشر في هذا العام. وقد كان الناس يأملون استعادة الاسعار لمستواها الطبيعي يوم الاثنين اللاحق ولكن النتائج جاءت مخيبة للامال فقد انخفض التداول قليلا ولكنه بقي بمستوى عالٍ جدا ليصل الى 9.25 مليون سهم. وكان يوم الثلاثاء 29 أكتوبر يوما أسودا آخر إذ ازدادت مبيعات الأسهم على نحو غير مسبوق فقد تم عرض أكثر من 16 مليون سهم للبيع في هذا اليوم وهو رقم قياسي في هذا الوقت في الولايات المتحدة لم يتم كسره لاحقا سوى بعد 40 عاما تقريبا أي في 1968. وفي هذا اليوم فقط خسرت السوق نحو 14 مليار دولار من قيمتها. وفي الأسبوع نفسه بلغ إجمالي الخسارة 30 مليار دولار بينما خسرت 29 شركة مرافق عامة 5.1 مليار دولار في الشهر. وكانت هذه الخسارة بكل المقاييس أكبر خسارة لصناعة من الصناعات المتداول أسهمها في السوق كما يظهر الشكل (1-14).



الشكل (1-15): مؤشر داو جونز الصناعي بين الاعوام 1929-1932

Source: Koning, Paul John, "Explaining the 1987 Stock Market Crash and Potential Implications",
www.lope.ca/markets/1987crash/1987crash.2001, P:1.

تجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من أن انهيار 1929 غالباً ما يعزى إلى أكتوبر من العام نفسه إلا أن أكبر الخسائر الأساسية التي تعرضت لها البورصة تحققت في السنتين التاليتين، فبحلول 13 نوفمبر انخفض المؤشر إلى 198.6. أدى انهيار 1929 إلى تحول الأزمة من أزمة مالية تنصل بأسعار الأسهم ومؤشر سوق الأوراق المالية موجودات المؤسسات المالية في الولايات المتحدة إلى أزمة اقتصادية عالمية تأثرت فيها مستويات الإنتاج والدخول والتوظيف ثم إلى ركود طويل المدى إذ استمر أثر هذا الانهيار في الاقتصاد الأمريكي أكثر من عشر سنوات بل لم يقتصر تأثير هذا الركود فقط على الولايات المتحدة وإنما امتد ليشمل كل دول العالم تقريباً.

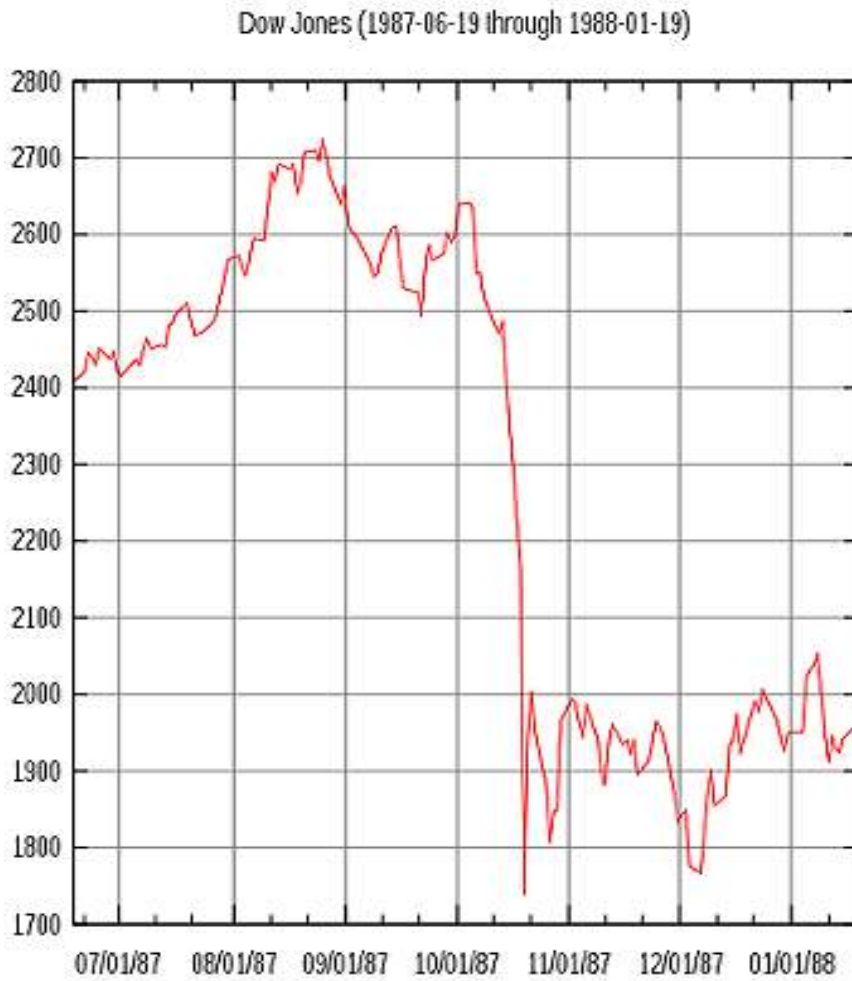
من أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث هذه الأزمة (DeLong&Shleifer, 1991:676) :

1- المبالغة بتسعير الأسهم الناتجة عن التوقعات المتفائلة للتدفقات النقدية المستقبلية للشركات مدعومة بزيادة الإيرادات والمقسومات الموزعة في السنوات السابقة.

- 2- سياسة الاحتياطي الفيدرالي. إذ قام مدير مجلس الاحتياطي في ذلك الوقت Adolph Miller باستخدام سياسة نقدية متشددة بعد إدراكه للأضرار الاقتصادية التي يمكن ان تسببها المضاربة التي تقود لرفع الاسعار. فقام برفع اسعار الفائدة على القروض الممنوحة للسماسرة مما قلل من حجم هذه القروض ومن ثم من حجم السيولة المتوفرة.
- 3- الاعلانات والخطابات السياسية التي توحى للعامة بأن الاسهم مبالغ بتسعيرها. ويظهر ذلك واضحا في خطاب الرئيس الامريكى المنتخب حديثا Herbert Hoover عندما قال أن أسعار الاسهم أعلى بكثير من قيمتها الحقيقية وهذا قد يسبب أضرار بالاقصاد الامريكى.

1-4-2-5 أزمة سوق الاوراق المالية في الولايات المتحدة 1987

حدثت هذه الازمة يوم الاثنين 19 نوفمبر عام 1987 ونتج عنها أكبر انخفاض ليوم واحد في تاريخ وول ستريت بلغ أكثر من 22%. إذ انخفض مؤشر داو جونز في ست ساعات من 2246 الى 1738 (Siegel,1988:2). لقد شهد العالم في عام 1987 تطورين مهمين (Carlson,2007:4): الأول هو التطور التكنولوجي والآخر وهو الابتكارات المالية لتتغير معها أساليب التداول في السوق بصورة جوهرية. ويتفق المحللون على أن انهيار السوق يرجع أساسا إلى استراتيجيات برامج التداول التي انتشرت في ذلك الوقت كسبيل للتعامل في الأسواق. فقد كان هناك نوعان من برامج الاتجار الأول هو التأمين على المحافظ المالية عبر استخدام المشتقات والآخر هو التحكم في المؤشرات بين السوق الفوري وسوق المستقبلات. مع تطور استخدامات الحاسوب بدأت صناديق التقاعد وصناديق الاستثمار وصناديق التحوط والمتعاملون الرئيسيون يعتمدون عليه في شراء وبيع كميات هائلة من الاستثمارات إذ تمت برمجة الحواسيب لإجراء صفقات ضخمة عندما تسود أوضاع معينة في السوق وقد ثبت لاحقا أن مثل هذه الأسلوب يؤدي إلى التسريع بانهيار الأسواق فالانخفاض السريع في أسعار الأسهم تترتب عليه عمليات بيع أتوماتيكية ضخمة عبر برامج الحاسوب وهو ما يؤدي إلى تعميق أثر الانخفاض في الأسعار ومن ثم فإن تقنيات التحوط التي تم ابتكارها أدت إلى تضخيم أثر الانهيار وليس إلى حماية المستثمرين من تقلبات السوق كما يظهر من الشكل (1-16).



الشكل (1-16): مؤشر الداو جونز بين 1987-1988

Source: [www.en.wikipedia.org/wiki/black-Monday-\(1987\)](http://www.en.wikipedia.org/wiki/black-Monday-(1987)), 2013a.

كما هو الحال في كل الأزمات سبق الانهيار انتعاش كبير في سوق الأوراق المالية (Koning, 2001:2). فخلال العام الذي سبق الانهيار كانت أسعار الأسهم تحقق عوائد قوية فقد كان مؤشر داو جونز قد تزايد من 776 نقطة في 1982 إلى 2722.42 نقطة في اغسطس 1987، كما كانت الزيادات في أسعار الأسهم تتجاوز نمو العوائد الموزعة لدرجة دعت البعض إلى الاعتقاد بأن السوق فيها مغالاة في أسعار الأسهم كذلك كان هناك تدفق كبير من المستثمرين نحو السوق مثل صناديق التقاعد كما ارتفعت أسعار الأسهم بسبب المعاملة الضريبية التفضيلية لعمليات الاستحواذ على الشركات مثل السماح للشركات بخصم تكاليف الفوائد المصاحبة للقروض التي يتم إصدارها لأغراض الاستحواذ وهو ما كثف من هذه العمليات ورفع أسعار الأسهم غير أن المناخ الاقتصادي في الأسابيع السابقة للأزمة كان يتسم بدرجة كبيرة من عدم التأكد إذ كانت معدلات الفائدة ترتفع في أنحاء العالم كله كما ساعد انخفاض عجز الميزان

التجاري وانخفاض قيمة الدولار على تصاعد القلق عن معدلات التضخم والحاجة إلى زيادة معدلات الفائدة في الولايات المتحدة. استمرت أسعار الأسهم في التراجع وتم إرجاع هذا الانخفاض إلى القلق عن أوضاع المؤسسات المالية بصفة خاصة صناديق التقاعد الأمر الذي أدى إلى تحول جزئي للأموال من الاستثمار في الأسهم إلى الاستثمار في السندات وكانت معدلات العائد على السندات الأمريكية قد ارتفعت من 7% في أوائل 1987 إلى 10% قبل الانهيار وهو ما قدم بديلا مربحا للأسهم بالنسبة للمستثمرين كما كانت هناك أيضا عمليات بيع مكثفة للأسهم خلال نصف الساعة الأول من اليوم (Wikipedia,2013a:3). بحلول يوم الاثنين الأسود 19 أكتوبر كانت هناك ضغوط بيع كبيرة جدا في سوق نيويورك عند الافتتاح بسبب استخدام برامج الحاسوب المركبة حديثا في السوق التي قامت بإصدار عدد كبير من أوامر البيع آليا وهو ما أدى إلى وجود فجوة كبيرة بين طلبات البيع وطلبات الشراء ونتيجة لهذا الوضع تأخرت عمليات بدء التعامل في السوق ومن ثم لم تنخفض قيم المؤشرات في سوق نيويورك وعلى العكس فقد بدأت أسواق المستقبلية في الوقت المحدد بعمليات بيع مكثف وهو ما أدى إلى فجوة بين مؤشرات سوق نيويورك ومؤشرات سوق المستقبلية ونتيجة لذلك بدأت عمليات المتحكمين في المؤشرات للاستفادة من هذه الفجوة عبر تكثيف طلبات البيع في سوق نيويورك وتكثيف الشراء في أسواق المستقبلية. أدى هذا الأمر إلى انتعاش مؤقت في الأسعار في سوق المستقبلية، لكنه أضاف مزيدا من الارتباك في الأسواق، وعندما أعلن بدء التعامل على الأسهم في سوق نيويورك كانت نماذج الحاسوب الخاصة بالتأمين على المحافظ تشير إلى ضرورة بدء عمليات البيع ومن ثم بدأت عمليات البيع في السوق الفوري وسوق المستقبلية في وقت واحد بدلا من سوق المستقبلية فقط، كما هو الحال في مثل هذه المواقف واستمرت عمليات البيع في الزيادة لباقي اليوم مع تراجع أسعار الأسهم. وقبل انتهاء التعامل كان مؤشر ستاندارد آند بورز قد تراجع بنسبة 18%، بينما تراجع مؤشر ستاندارد آند بورز للعقود المستقبلية بنسبة 29%.

في يوم الاثنين الأسود فقدت معظم الأسهم في السوق جزءا كبيرا من قيمتها إذ فقد مؤشر داو جونز الصناعي الذي يضم 32 سهما من الأسهم الممتازة المدرجة في سوق نيويورك 508 نقاط ليغلق على انخفاض بنسبة 22.6% من قيمته وهو ما أدى إلى إحداث أكبر انخفاض لـ "داو جونز" في عدد نقاط المؤشر في التاريخ وثاني أكبر نسبة انخفاض في يوم واحد للمؤشر، بينما انخفض مؤشر ستاندارد آند بورز 500 بنسبة 20.4% نزولا من 282.7 نقطة إلى 225.06 نقطة لدرجة أن رئيس لجنة الأوراق المالية والأسواق هدد بإغلاق الأسواق لوقف نزيف الأسعار بينما صرح الرئيس الأمريكي ريغان بأن ما يحدث في السوق يدعو إلى الغرابة إذ إنه لا يوجد في الاقتصاد ما يبرر مثل هذا الانهيار ودعا الأمريكيين إلى الهدوء وعدم الاستسلام للذعر غير أن التشابه بين انهيار 1987 والأحداث التي سادت في 1929 التي أدت إلى الكساد الكبير جعلت من الصعب على كثير من الأمريكيين أن يلتزموا الهدوء. في النهاية أدى انهيار 1987 إلى تصدع النظام المالي ليس فقط بسبب حجم الانخفاض في الأسعار لكن بسبب تأثيره في إضعاف طريقة عمل السوق فقد كان حجم العروض في بعض الأوقات كبيرا لدرجة أن المتخصصين في سوق نيويورك اضطروا إلى إيقاف التعامل على بعض الأسهم بصورة مؤقتة وهو ما انتقل أثره إلى سوق المستقبلية كما سبقت الإشارة وقدرت الخسائر في قيمة الأسهم في هذا اليوم بنصف

تربليون دولار محيت من ثروة المتعاملين في السوق. يرى (French,1988:279) بان الانخفاض الكبير في الاسعار لم يكن عقلانيا ولم تستطع نظرية الاسواق الكفوءة تفسيره.

1-4-2-6 الأزمة الآسيوية 1997

بدأت الازمة المالية الآسيوية عندما قام مصرف تايلند بخفيض قيمة العملة المحلية البات في بداية تموز عام 1997 (Sharma,2003:1). فبحلول عام 1997 كانت الأسواق قلقة عن أوضاع الدول الآسيوية، لاسيما في كل من الفلبين وإندونيسيا، إذ تأثرت أسواق الصادرات بصورة واضحة نتيجة صدمة الصادرات في 1996، مع بداية العام كانت العملات الآسيوية كلها تحت الضغط تقريبا، في الوقت الذي تزايدت فيه أسعار الأسهم بصورة كبيرة بسبب شدة المضاربات غير أن الموقف تدهور بشكل سريع في تايلاند إذ تصاعد القلق من أن القطاع المالي يمكن أن يتعرض لمخاطر الفقاعة السعرية في القطاع العقاري وفي بداية حزيران 1997 تضاعفت الضغوط بصورة واضحة على البات التايلاندي، وهو ما دعا البنك المركزي للتدخل في سوقي الصرف الفوري والأجل قبل أن يقوم في منتصف الشهر بفرض قيود على تحركات الأموال مع السماح لمعدل الفائدة بالارتفاع غير أن هذه الإجراءات فشلت في أن تعيد الثقة بالعملة ومن ثم تزايدت الضغوط بصورة أكبر على الاقتصاديات الآسيوية في شهر يوليو وفي مواجهة استمرار خروج رؤوس الأموال قامت تايلاند بإيقاف العمل بنظام ربط البات بالدولار وسمحت بتعويمه وهو ما أدى إلى انخفاضه بنسبة 14% في البداية واستمر البات في التراجع في الأسابيع اللاحقة مع تصاعد القلق عن الأوضاع الاقتصادية (Sheng,2009:21). عندما أعلن البنك المركزي التايلاندي أن احتياطياته أقل مما كان معلنا مسبقا بدأ هجوم المضاربيين على البات التايلاندي في يوليو 1997، وترتب على الهجوم انتقال العدوى إلى باقي دول شرق آسيا. ففي اغسطس 1997 انخفضت عملات ثلاث بلدان مجاورة لتايلاند هي ماليزيا واندونيسيا والفلبين بالرغم من الجهود الكبيرة من قبل حكومات هذه البلدان لايقاف الانهيار. ويظهر الجدول (9-1) أسعار العملات نسبة للدولار الأمريكي في بعض الدول الآسيوية بين بداية يوليو 1997 ونهاية سبتمبر 1998.

الجدول (9-1): أسعار العملات لبعض الدول الآسيوية نسبة للدولار

العملات	بداية تموز 1997	نهاية آب 1998	نسبة الانخفاض %
البيزو الفلبيني	26.38	43.8	66.1
الروبية الاندونوسية	2341.9	10683.3	354.3
البات التايلاندي	24.4	38.9	59.8
الرنجت الماليزي	2.57	3.8	47.8
الوون الكوري	885.7	1369.8	54.7

Source: Sharma, Shalendra D., "The Asian Financial Crisis: Crisis, reform and recovery", Manchester University Press, 2003, P:2.

وصاحب هذه الهجمات هجرة ضخمة لرؤوس الأموال من هذه الدول وقد بلغت قيمة رؤوس الأموال التي خرجت من تايلاند بنسبة 26% من الناتج المحلي الاجمالي في الأشهر الأولى من الأزمة

حاولت الدول الآسيوية في البداية الدفاع عن عملاتها غير أنه كانت هناك ثلاثة عوامل تقف ضد جهود البنوك المركزية في تثبيت عملاتها وهي استمرار هروب رؤوس الأموال إلى جانب انخفاض مستويات الاحتياطيات من النقد الأجنبي لدى البنوك المركزية التي يمكن أن تستخدمها للتدخل في الدفاع عن العملات المحلية أضف إلى ذلك انخفاض معدلات الفائدة المحلية وكما هو معلوم أنه في حالة تراجع قيمة العملات يصبح رفع معدلات الفائدة إحدى الآليات التي تؤدي إلى نقل أزمة العملات إلى القطاع المصرفي ففي بداية 1998 تم رفع معدلات الفائدة ومن ثم أخذت معدلات التوقف عن خدمة الديون في التزايد ونتيجة لذلك وجدت المؤسسات المالية الآسيوية نفسها على حافة التوقف عن سداد التزاماتها الخارجية قصيرة الأجل الأمر الذي وضع القطاع المصرفي على حافة الانهيار، وأخذت عمليات إفلاس وإغلاق البنوك تنتشر في الدول الآسيوية الخمس إذ أفلس في إندونيسيا 16 مصرفا وبلغت عدد البنوك التي أعلنت إفلاسها في كوريا 14 مصرفا تعمل في البلاد وفي تايلاند وقعت المؤسسات المالية غير المصرفية في أزمة كبيرة.

1-4-2-7 الأزمة المالية البرازيلية 1999

تعد البرازيل أكبر اقتصاد في أمريكا اللاتينية وهي الاقتصاد الثامن عالميا إذ بلغ الناتج المحلي الاجمالي لها في 1997 ما يقارب 786.5 مليار دولار ولكنها في الوقت نفسه صاحبة أكبر مديونية في العالم في ذلك الوقت بقيمة 179.1 مليار دولار. فبعد عقد من معدلات تضخم امتدت من 100% الى ما يقارب 3000% سنويا قام البنك المركزي البرازيلي بجهود كبيرة خلال التسعينات للحد من التضخم والانفاق العام. وعمل على رفع أسعار الفائدة لتخفيف الضغوط التضخمية وتقليل دوافع الاحتفاظ بالعملة (Evangelist&Shathe,2006:4). وقد جذبت أسعار الفائدة العالية المستثمرين ودخلت مبالغ نقدية كبيرة للبرازيل وزداد حجم الاستثمار الاجنبي عام 1997 بمقدار 140% عن السنة السابقة. وقد انتقلت عدوى المضاربات الى البرازيل مع تقشي المضاربات في دول جنوب شرق آسيا على عملاتها في 1997 عندما كانت الأزمة الآسيوية في بداية ظهورها وانتقالها إلى كلا من أندونيسيا وماليزيا والفلبين في الربع الثالث من 1997 (Mcteer,etal,1999:4). وقد ازدادت الضغوط على العملة البرازيلية في أعقاب الأزمة الروسية 1998 مع حركة هروب رؤوس الأموال للخارج وتناقص احتياطي البلاد من العملات الأجنبية الذي كان ينقص يوميا بمقدار مليار دولار اضطرت حكومة الرئيس البرازيلي كاردوزو إلى تخفيض سعر الريال البرازيلي أمام الدولار إذ انخفضت قيمة العملة لتصل إلى نطاق يتراوح ما بين 1.24 إلى 1.98 ريال مقابل الدولار (Averbug&Giambiagi,2000:11). وتم التصدي للهجوم الذي تعرضت له العملة مقابل خسارة ضخمة من الاحتياطيات الأجنبية وأسعار فائدة حقيقية مرتفعة، ولكن هذه السياسات قد تسببت في استنفاد الاحتياطي فقد سارعت السلطات لإعلان برنامج لتصحيح أوضاع المالية العامة وبفضل هذا البرنامج تمكنت البرازيل من تعبئة 41 مليار دولار كدعم مالي في إطار برنامج يسانده صندوق النقد الدولي غير أن التقدم البطيء في تنفيذ تدابير التصحيح ساهم في زيادة الضغط على العملة ومما زاد الأمور سوء أنه تم

تخفيض قيمة العملة بأسلوب سيء دون تحقيق تقدم كاف في الحصول على الموافقة اللازمة لبرنامج المالية العامة الأمر الذي أدى إلى تكثيف هجمة المضاربة على العملة بعد وقوع خسارة كبيرة أخرى من الاحتياطات الأجنبية في الوقت الذي قام فيه البنك المركزي بتعويم سعر الصرف. وعليه فقد بدأ انخفاض سعر صرف العملة بلا ضابط حيث انخفض الريال البرازيلي بنسبة تجاوزت 60% في خلال أسبوعين.

لقد وقعت الأزمة المالية في البرازيل في المدة من 1997 – 1999 عندما كانت أمريكا اللاتينية تمر بعملية الإصلاح الشامل لاقتصادها في ظل بيئة تحكمها العولمة علما بأن البرازيل كانت قد خرجت من عملية إعادة تنظيم كبيرة للقطاع المصرفي عقب أزمتها المصرفية التي بدأت في 1994 إلى 1995 إذ قامت البرازيل كجزء من تحرير التجارة والمعاملات المالية وتشجيع المنافسة عبر الانفتاح التجاري وخصخصة المرافق العامة وإجراء تغيير جذري في دور الدولة ومحاولة خفض العجز في الحساب الجاري ونتيجة لما تم من إصلاحات قلصت الدولة دورها كمنتج وموزع للسلع الخاصة وعززت دورها في إدارة الاقتصاد الكلي ولكنها لم تكد تهنيء بهذه الإصلاحات حتى هاجمها المضاربون بعد أن قضاوا مصالحهم من دول جنوب شرق آسيا.

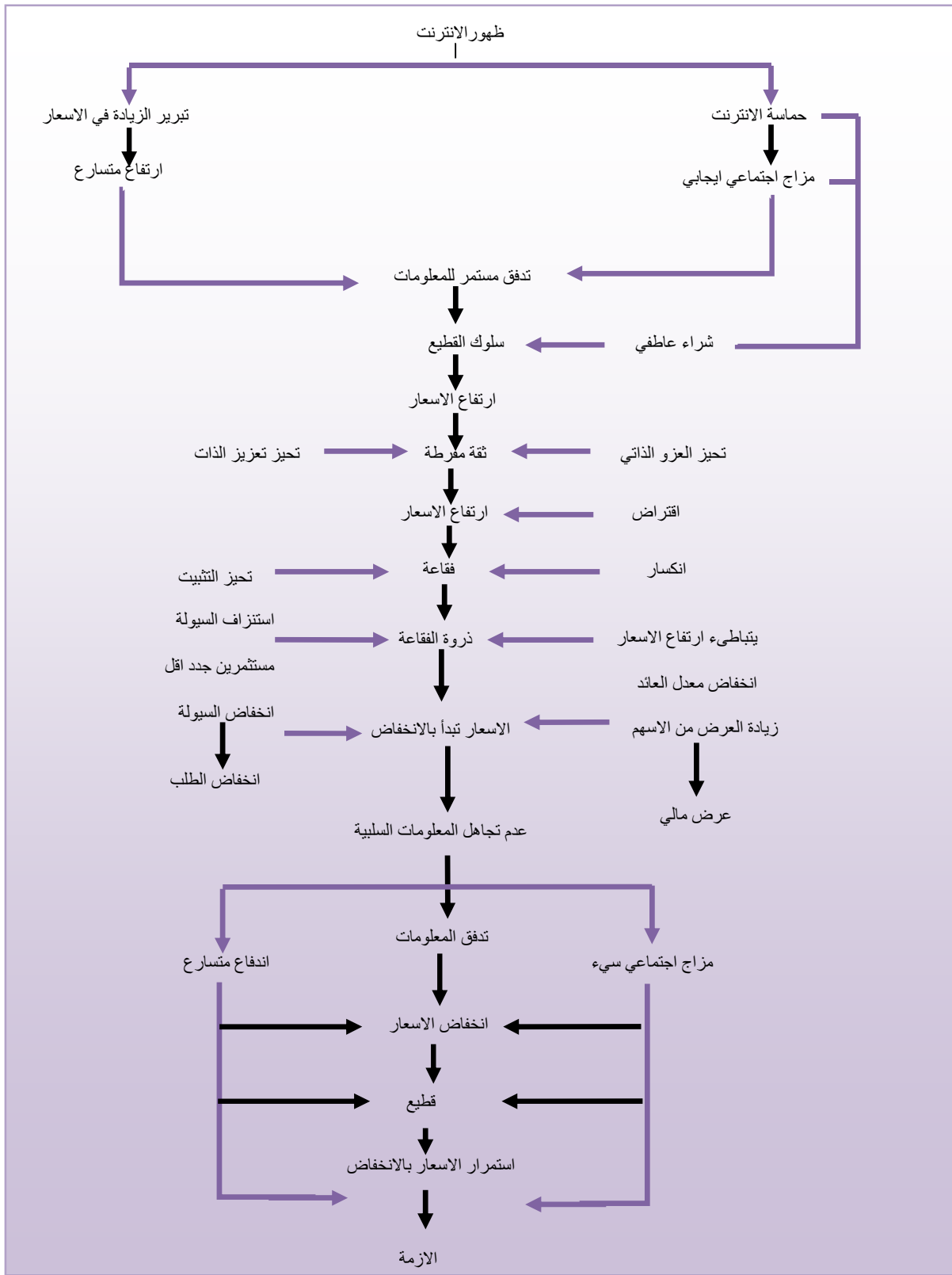
1-4-2-8 فقاعة الانترنت 2000

فقاعة سوق الاسهم الامريكية في نهاية تسعينيات القرن الماضي هي الاكبر في تاريخ سوق الاسهم الامريكية وقد نتجت من تطورين أساسيين (Thomas,2011:23): الاول مرتبط بالتطورات الكبيرة في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات والتي سهلت من وصول الملايين من المستثمرين عبر العالم للمعلومات التي يحتاجوها في التداولات. والآخر الإدراك الخاطئ المرتبط بمدى قدرة المستثمرين على فهم واستيعاب الارتدادات الكبيرة وسلسلة الاحداث المتوالية المرتبطة بالتضخم الكبير الحاصل في السوق المالية. ولذلك ظهرت صورة أخرى من الانهيارات المالية حدثت بسبب شدة المضاربات في عهد الرئيس الأمريكي بيل كلينتون إذ سجل عام 2000 بداية انفجار فقاعة الانترنت إذ وصل مؤشر ناسداك، الذي يضم أقوى الشركات التقنية. إلى مستوى قياسي 5048,62 نقطة في 10 مارس قبل أن يفقد 27 % في أول أسبوعين من أبريل و 39,3 % في عام كامل ابتداء من سبتمبر عام 2000 (Mann&Nunes,2009:2). وقد عمقت أحداث 11 سبتمبر عام 2001 هذه الأزمة، بعد أن أغلقت لمدة أسبوع كامل، وفتحت بورصة نيويورك على إثرها أبوابها منخفضة 3.7% وهو أكبر انخفاض في تاريخ داو جونز بعدد النقاط إذ فقد المؤشر 384,81 نقطة. كان أداء أسهم شركات الدوت كوم في مؤشر الناسداك استثنائيا. فقد كانت أسعار أسهم هذه الشركات تنمو نموا سريعا في البورصة حتى دون أن تحقق أرباحا تساند هذا النمو في القيمة الرأسمالية السوقية لها (Langdana,2009:57). أي أسعار مرتفعة للغاية دون النظر إلى المؤشرات الأساسية والتي يتم استخدامها من الناحية التقليدية في التحليل وبما أن هذه الشركات لم تكن تحقق أرباحا تقريبا فإن مضاعف السعر إلى توزيعات الأرباح كان ذا قيمة لا نهائية، ومثل هذه الحالة تعني من الناحية الفنية أنه يجب ألا يتم الاستثمار في مثل هذا النوع من الأسهم لأن ذلك ببساطة يعني أن المستثمر بلا شك مقدم على كارثة. وحينما أخذ مؤشر ناسداك في الصعود

نحو قمته في عام 2000 بدأ المحللون الماليون يروجون لفكرة أن عمليات التقييم في سوق المال لم تعد تستند إلى العناصر الاقتصادية التقليدية مثل نمو العوائد ومعدل التضخم ومعدل الفائدة وبدلاً من ذلك أخذوا ينظرون إلى عوامل جديدة مثل قيمة الموجودات المعنوية للشركات والعلامة التجارية على أنها هي التي تحدد الأسعار المرتفعة للأسهم. على مدى أكثر من ست سنوات من الارتفاع المتواصل تكونت فقاعة ضخمة جداً لأسعار أسهم شركات الدوت كوم. هنا فقط أدرك المستثمرون أن هذه الشركات لا يمكنها أن تحقق مستويات الأرباح التي توقعوها ولا حتى في المستقبل القريب واكتشفوا أخيراً أيضاً أن القيمة السوقية لشركات الإنترنت لا تقابلها موجودات مادية تغطي هذه القيم الخيالية التي تحتلها في السوق وأن رأسمالها الحقيقي يتكون أساساً من حقوق اختراع وقدر صغير جداً من الموجودات المادية الذي يجب ألا يبرر مثل هذا الارتفاع الخيالي للقيمة الرأسمالية لأسهمها في البورصة بسبب زيادة حدة المضاربات وبالفعل انتشر الذعر بين المستثمرين والذين أخذوا في بيع أسهمهم وكانت الكارثة ما بين يونيو 2000 حتى مارس 2001، خسر المتعاملون في السوق تريليون دولار محيت من ثروة المستثمرين ومن القيمة الرأسمالية للأسهم المتداولة في سوق ناسداك (Wikipedia,2013:2). فقبل حدوث الانهيار كانت القيمة السوقية لأسهم شركات التكنولوجيا تتجاوز 1.4 تريليون دولار، وعند انتهاء الانهيار كانت مؤشرات القيمة السوقية تشير إلى انخفاض هذه القيمة الرأسمالية إلى نحو 400 مليار دولار فقط والشكل (1-1) يبين هذا الانهيار.

بالطبع لم يقتصر أثر الانخفاض في أسعار الأسهم على شركات الدوت كوم، وإنما انتقل إلى قطاعات أخرى في البورصة، كان أكثر المؤشرات غير التكنولوجية تأثراً في العالم هي مؤشرات FTSE, DAX, NIKKEI، وانهار عدد كبير من شركات الإنترنت أبرزها شركة Boo وشركة Clickmango وشركة Boxman وشركة Etoys (Howcroft,2001:195). لقد عزا (Best,2005:363) فقاعة أسهم الإنترنت إلى أن هذه الأسهم بدأت تشكل حالة من المكانة المرموقة والشهرة في المجتمع. فأسعار الأسهم تجاوزت القيمة الأساسية بعد أن أصبح عامل الشهرة أكثر قيمة من عامل الموهبة للأفراد المهتمين بهذا النوع من الأسهم. فإدراك الشهرة له بعد عاطفي إذ بدأ المستثمرون في اسهم الإنترنت يمتلكون ارتباطاً عاطفياً مع هذه الأسهم. ومع الترويج الإعلامي الكبير الذي حفز على نشر ثقافة الاستثمار بالإنترنت برز نوع من أنواع التحيزات السلوكية وهو تحيز الالفة الذي يقود الأشخاص للاستثمار في موجودات يعتقدون إنهم يعرفونها ويفهمونها بشكل جيد. فانتشار استخدام الإنترنت جعل المستخدمين يشعرون باللفة مع شركات الإنترنت.

أما (Redhead,2008:36) فقد قدم نموذجاً سلوكياً لفقاعة الإنترنت يبين به أثر مجموعة من العناصر السلوكية على نشوء الفقاعة وانتفاخها ومن ثم انفجارها وتحولها إلى أزمة كما في الشكل (1-17).



الشكل (1- 17) : النموذج السلوكي لفقاعة الانترنت

Source: Redhead, Keith, " A Behavioral Model of the Dot.Com Bubble and Crash", Coventry University Business School, 2008, p:

ويظهر الشكل المزاج الايجابي للمجتمع والذي كان متحمسا تجاه الانترنت ساهم في تبرير الزيادة في الاسعار ومن ثم اندفاع المستثمرين تجاه هذا النوع من الاسهم الذي أدى الى عمليات شراء عاطفية أبرزت سلوك القطيع الذي أدى بدوره الى زيادة أخرى بالاسعار زادت من الثقة المفرطة لدى المستثمرين ليبالغوا في عمليات الاقتراض ولترتفع عندها الاسعار مرة اخرى وتصل لذروة الفقاعة بسبب بروز تحيز التثبيت وانكار المستثمرين لفكرة الفقاعة. وبعد الوصول الى ذروة الفقاعة بدأ معدل تزايد الاسعار يقل وانخفضت معه معدلات العائد واستنزفت السيولة مع عدم دخول مشترين جدد حينها بدأت الاسعار بالانخفاض المتسارع مع زيادة العرض وانخفاض الطلب وتحول مزاج المجتمع الى الحالة السلبية وظهور سلوك القطيع مرة اخرى ليؤدي الى انخفاض كبير في الاسعار ليصل السوق أخيرا الى الازمة.

1-4-2-9 أزمة الرهن العقاري 2008

قد تكون هناك العديد من المؤشرات للتنبؤ بالازمات المالية لان أغلب هذه الازمات يسبقها عادة تشكل فقاعة خلال مدة جنونية من الهوس الناتج عن توقعات خيالية بعيدة عن الواقع. وانفجار الفقاعة يسبب حدوث الازمة. إن الازمة المالية العالمية عام 2008 هي الاسوء منذ الكساد العظيم خلال 1929-1933. فعندما انتهت أزمة الدوت كوم بدأ الامريكان خلال العقد الاول من القرن الواحد والعشرين بالاستثمار بشكل مكثف في المنازل (Berlatsky,2010:16). إذ قام المستثمرون بتحويل مدخراتهم بغرض استثمارها في موجودات آمنة من وجهة نظرهم هذه المرة متجهين إلى القطاع العقاري لتبدأ على الفور عملية زرع بذور أزمة جديدة وبدأت عملية النفخ في فقاعة جديدة توفر الأدوات اللازمة للمهوسين بالمضاربة. وكالعادة لم يكن المستثمرون يعلمون أنهم ينفخون في أكبر فقاعة للموجودات بعد الكساد الكبير. إذ أخذت أسعار المساكن في الارتفاع بمعدلات غير مسبوقة سنويا لتنفجر الفقاعة في 2007 ولتنتهار أسعار العقارات بشكل مفرج وتعلن بدء أزمة جديدة.

تأتي جذور الأزمة حين توسعت المؤسسات المالية الأميركية في منح قروض سكنية لعدد كبير من الأفراد الأمريكيين لتمويل شراء مساكن بعد السماح لهذه المؤسسات المالية والمصارف بالتصرف الحر دون رقابة من البنوك المركزية اعتمادا على ما اطلق عليه بالليبرالية الجديدة (Chorafas,2009:34). وارتفع معدل التمليك السكني في الولايات المتحدة من 64% سنة 1996 إلى 69.2% سنة 2004 وتم تشجيع هذه العملية من قبل الحكومة الأمريكية بمقتضى القانون الصادر سنة 1977 والذي ينص على إمكانية أن تحصل أي مؤسسة مالية على ضمانات لودائعها المالية من الهيئة الفدرالية للتأمين على الودائع إذا التزمت بالإقراض إلى أسر أمريكية من ذوي الدخل المتواضع ومع توسع البنوك والمؤسسات المالية في نسب التمويل العقاري دون ضمانات كافية أثر ذلك بالسلب على قدرتها المالية رغم محاولاتها الاقتراض من بنوك أخرى عبر السوق النقدية ورفض إقراضها وتدخل البنوك المركزية في تقديم مليارات الدولارات كقروض للبنوك إلا أنه زادت عدد البنوك التي تعاني من عجز في السيولة النقدية الأمر الذي أدى في مرحلة تالية إلى ظهور حالات إفلاس كبيرة للشركات والبنوك والمؤسسات المالية. وقامت البنوك وشركات العقار ببيع الديون إلى الشركات التي تعمل في المشتقات المالية والتي

أصدرت بموجبها سندات قابلة للتداول في أسواق البورصة العالمية عبر ما يعرف بعمليات التوريق (Das,2010:52). وتوالى عمليات التوريق والتي أدت بدورها إلى توسع الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي ومن جهة أخرى ولتعزيز مركز السندات قامت البنوك المؤسسات المالية بالتأمين على السندات لدى شركات التأمين على أن يقوم حامل السند بدفع رسوم التأمين عليها ضمانا لسداد قيمة السندات من طرف شركة التأمين وهذا في حالة ما إذا أفلس البنك أو عجز صاحب العقار عن السداد. كما قاموا برهن تلك السندات للإستفادة من أسعار الفائدة مما شجعهم على إقتناء المزيد من تلك السندات (Jungmann&Sagemann,2011:23). وقد أصبحت الأزمة عامة حينما أعلنت شركة HSBC³ الفابضة شطب 11 مليار دولار من ديون الرهن في سوق السبراييم وتبعها إعلانات خسائر من مصارف اخرى وصناديق تحوط وبلغت الأزمة أوجها في سبتمبر 2008 حينما أعلن مصرف ليمان برذر إفلاسه وبيع ميريل لانج نفسه الى بنك اوف اميرিকা وفي الأشهر اللاحقة أعلنت 74 من المصارف والمؤسسات المالية الكبيرة إفلاسها. وخلال ذات المدة تم إصدار أدوات مالية جديدة مثل الاوراق المالية المستندة على الرهون Alt-A والتزامات الدين المضمونة CDO وغيرها من الادوات إذ تم المضاربة عليها في الأسواق المالية وبصورة منفصلة عن السندات وكنتيجة لتلك الفروقات السعرية التي أرهقت أصحاب العقارات توقفوا عن التسديد وقامت البنوك ببيع العقارات محل النزاع والتي رفض مالكوها الخروج منها وكنتيجة لهذا النزاع بين البنوك وأصحاب العقارات أدى ذلك إلى إنخفاض قيمة تلك العقارات بدءا من عام 2007. وأصبحت قيمتها أقل من قيمة السندات المتداولة والصادرة بشأنها فلم يعد في مقدور الأفراد سداد ديونهم حتى بعد بيع السندات التي بدأت قيمتها في الإنخفاض فأصبحوا مكبلين بالالتزامات المالية. وكنتيجة لتضرر البنوك الدائنة من عدم السداد هبطت قيمة أسهمها في البورصة وأعلنت عدة شركات عقارية وشركات تأمين إفلاسها فسيطر على أذهان المستثمرين حالة من عدم الثقة مما دفع في اتجاه قيام المودعين بسحب ودائعهم مما إنعكس سلبا على سيولة البنوك على الرغم من تدخلات البنوك المركزية والتي تجاوزت 500 مليار دولار فأعلنت إفلاسها (وتوالى الخسائر وانخفضت أسهم البنوك وشركات الإستثمار العقاري والنتيجة أصيبت الأسواق المالية بالشلل التام.

لقد قدمت العديد من التفسيرات التقليدية والسلوكية لأسباب فقاعة العقارات. فمن التفسيرات السلوكية:

1- أن المبالغة بتقييم الموجودات نتج عن التوقعات الخاطئة الناتجة عن تحيز التمثيلية والذي كان سببا في اختيار المستثمرين لعينات تاريخية صغيرة نسبيا لتعبر عن منظوراتهم المستقبلية عن أوضاع الاقتصاد (Barberis,2011:3). فقد اعتمد المستثمرون على معدلات العائدات ونسب نموها الماضية للتنبؤ بالمستقبل مما قاد لانتفاخ الفقاعة أكثر. وهذا ما حدث للمحللين في قسم المنتجات المالية في مؤسسة American International Group للتأمين عندما اعتمدوا في أحكامهم على صنف واحد من

³ HSBC هي شركة بريطانية دولية للصيرفة والخدمات المالية مقرها العام في لندن لديها أكثر من 7200 مكتب في أكثر من 80 بلد في مختلف قارات العالم وتبلغ موجوداتها نهاية 2012 أكثر من 2.5 تريليون دولار (Wikipedia,2013d).

المنتجات المالية وهو مبادلات نكول الائتمان التي يتداولون بها كمؤشر لمدى قوة نشاط سوق الرهن العقاري Subprime وتجاهلوا الاختلافات في مكونات هذا السوق (Shefrin&Statman,2011:4).

2- اختلاف وجهات نظر المستثمرين بين التفاؤل والتشاؤم عن الأوضاع الاقتصادية في المستقبل (Hong&Stein,2007:110). ومنطق ذلك إذا كان هناك مستثمرون متفائلون جدا وعن مستقبل أسعار الموجودات وغيرهم متشائمون ومع وجود محددات على البيع القصير فإن أسعار الموجودات ستعكس فقط منظور المتفائلين وسيبقى المستثمرون المتشائمون خارج السوق. بمعنى أن الموجودات ستقيم بأكثر من قيمتها الحقيقية.

3- التفسير الثالث مرتبط بالثقة المفرطة (Shefrin&Statman,2011:4). يرتبط هذا التفسير بفكرة أن الأشخاص يبالغون بتقدير دقة تنبؤاتهم. فعندما يحاول المستثمرون تقييم القيمة الأساسية لموجود ما سيجمعون ويحللون المعلومات وعندها يميلون للثقة المفرطة بمدى فائدة هذه المعلومات فاذا لم يكتشفوا المعلومات الملائمة ستقودهم الثقة المفرطة بمدى موثوقية هذه المعلومات الى رفع أسعار الموجود. وهذا ما حصل لمديري Merrill Lynch عندما قرروا الدخول في سوق الرهن العقاري معرضين مؤسستهم الى مخاطرة أكبر من أن تتحملها.

أما أهم الاسباب التقليدية فهي (Voinea&Anton,2010:4):

- 1- زيادة الابتكارات المالية التي سهلت من عملية نقل المخاطرة المرتبطة بائتمان الرهن. إذ تم نقل جزءا كبيرا من هذه المخاطر عبر توريق الرهن وبيعها للمستثمرين. فضلا عن عدم تطور ادارة المخاطرة بمستوى تطور الابتكارات المالية نفسها.
- 2- التشريعات غير الملائمة والاشراف والرقابة غير الكافية من قبل المؤسسات التشريعية على الاسواق المالية.
- 3- زيادة تعقيد النظام المالي واستخدام اجراءات الاقراض السلبية وارتفاع المضاربة في الاسواق المالية وبعض العوامل المرتبطة بالدورات الاقتصادية.

الفصل الثاني

مراجعة بعض الدراسات السابقة ومنهجية
الدراسة

المبحث الأول: مراجعة دراسات سابقة ومناقشة الجسود
المعرفية.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة

1-2 المبحث الاول : مراجعة بعض الدراسات السابقة ومناقشة الجهود المعرفية

1-1-2مراجعة دراسات سابقة

إنّ هدف هذا المقطع بلوغ الإجابة عن التساؤلات الآتية: هل هناك جهود معرفية سابقة تناولت موضوع البحث الحالي؟ كلاً أو جزءاً؟ ما منهجها واتجاهاتها، وهل يمكن أن تساند الدراسة الحالية؟. وهل يمكن استخلاص توجهات أو مؤشرات يمكن الاستفادة منها في الدراسة الحالية؟ وفي أي المجالات؟. وينبغي التنويه هنا إلى أن عرض بعض الدراسات السابقة يتبع التسلسل التاريخي.

1-1-1-2 دراسة (Tversky&Kahneman,1974)

عنوان الدراسة "الحكم في ظل عدم التأكد: الموجهات والتحييزات"

وهي دراسة استطلاعية اعتمدت على توجيه مجموعة من الاسئلة التي تتضمن خيارات في ظل عدم التأكد طرحت على عينة مكونة من المتخصصين في الطب والهندسة والقانون. وقد هدفت الدراسة الى شرح وتفسير التحييزات التي تنشأ من الاعتماد على الموجهات في الحكم. وقدمت مجموعة من الموجهات التي تسبب ميل الأشخاص الى اتخاذ قرارات معتمدة على التجارب السابقة والمختصرات الذهنية لمتخذ القرار دون الاعتماد على البيانات والمعلومات الملائمة للقرار في ظل عدم التأكد. وقد سعت الدراسة الى أستكشاف أثر التمثيلية والمتاحية والارساء والتعديل في اتخاذ القرار. وتوصلت الدراسة الى أن الموجهات ورغم اقتصاديتها الكبيرة وعدم استهلاكها الكبير للجهد والوقت ولكنها تقود الى اخطاء منتظمة في عملية اتخاذ القرار. وأن فهم هذه الموجهات والتحييزات بشكل جيد يقود الى تحسين عملية اتخاذ القرار في حالات عدم التأكد.

2-1-1-2 دراسة (Kahneman& Tversky,1979)

عنوان الدراسة "نظرية الاحتمال: تحليل القرار في ظل المخاطرة"

قدمت هذه الدراسة انتقاداً صريحاً لنظرية المنفعة المتوقعة كنموذج وصفي لصنع القرار في ظل المخاطرة وطورت نموذجاً بديلاً هو نظرية الاحتمال. إذ تعرض الخيارات بين الاحتمالات الخطرة عدة آثار لا تتوافق مع المبادئ الأساسية لنظرية المنفعة. وأكدت الدراسة وجود ثلاثة آثار لهذه النظرية هي أثر التأكد الذي يظهر ميل المستجيبين للتقليل من أهمية القرارات التي تكون محتملة واعطاء وزنا اكبر للقرارات في ظل التأكد. وأثر العزل الذي يقود لتفضيلات غير متوافقه حينما يقدم السؤال بأشكال مختلفة. وأثر الانعكاس الذي يظهر سلوكاً مختلفاً للمستجيبين عند تقديم المسألة بصيغة ربح أو خسارة. وقد اجريت الدراسة على عينة تتراوح بين 66 الى 95 وقد توصلت الدراسة الى نظرية تضع اوزان القرار محل القيمة إذ تكون دالة القيمة مقعرة للارباح ومحدبة للخسائر وهي في الخسائر اكثر انحداراً من الارباح.

3-1-1-2 دراسة (Shefrin&Statman,1985)

عنوان الدراسة "الميل لبيع الاسهم الرابحة مبكرا والاحتفاظ بالخاسرة طويلا: النظرية والبرهان" دراسة نظرية اهتمت بدراسة خاصية تجنب الخسارة في نظرية الاحتمال. وحاولت دراسة مجالين لهذه الخاصية الاول وضع نموذج السلوك هذا بإطار نظري أوسع يتضمن تحيزات المحاسبة الذهنية وتجنب الندم والسيطرة الذاتية. والآخر مناقشة الادلة التي تقترح بأن الاعتبارات الضريبية وحدها لا تكف لتفسير النماذج التي تظهر في أسواق الاوراق المالية في حالة تحقيق الخسائر والارباح وأن سلوكهم هذا بشكل عام لا يتوافق مع السلوك العقلاني. ولكن مع دراسة امكانية وجود العناصر السلوكية في النموذج الذي قدموه ستتوافق النتائج بشكل واضح بين النظرية والواقع.

4-1-1-2 دراسة (Tversky & Kahneman 1986)

عنوان الدراسة "الخيار العقلاني وتأطير القرارات"

وهي دراسة تطبيقية هدفت لبيان اثر التأطير في إتخاذ القرارات واثار التعلم في اتخاذ القرارات الصحيحة . وقدمت الدراسة مقاييس لتحيز التأطير وتحيز تجنب الخسارة واجريت على عينة تراوحت بين 88 الى 150 مستجيبا عبر طرح اسئلة تبين كيف يغير المستجيب قراره عندما يتغير شكل السؤال دون مضمونه. وتوصلت الدراسة الى ان المستجيبين يؤخرون السؤال الذي يوحي بخسارة بشكل مختلف عن السؤال الذي يوحي بالربح وان كان مضمون السؤالين واحدا لذلك يستجيبون بشكل مختلف عن كل سؤال.

5-1-1-2 دراسة (Kahneman,etal,1991)

عنوان الدراسة "الحالات الشاذة: أثر الامتلاك وتجنب الخسارة والوضع الراهن"

هي دراسة تطبيقية تهدف الى تحليل أثر ثلاث من التحيزات الادراكية المهمة وهي أثر الامتلاك وتجنب الخسارة والوضع الراهن في محاولة لايجاد العلاقة بين هذه التحيزات. فضلا عن علاقتها باتخاذ قرار الشراء أو البيع. وقد اجريت الدراسة على عينة مكونة من 125 مستجيب. وتوصلت الى أن الاشخاص يطلبون ثمنا للتخلي عن أي شيء يمتلكونه أكثر من الثمن الذي يرغبون بدفعه لشراء هذا الشيء. وهذا يسمى أثر الامتلاك. وتوصلت ايضا الى أن هذا الاثر مرتبط بتحيز الوضع الراهن إذ يعد الاشخاص البقاء على حالهم الذي هم فيه أفضل من اتخاذ قرار شراء او بيع. وهذا بدوره يرتبط بتجنب الخسارة والذي يعني أن ضرر خسارة مبلغ معين أكبر من منفعة اكتساب المبلغ نفسه.

6-1-1-2 دراسة (Benartzi&Thaler,1995)

عنوان الدراسة "تجنب الخسارة قصير الامد ولغز علاوة الملكية"

هي دراسة تطبيقية قدم بها الباحثان تفسيراً للغز علاوة الملكية (أداء الاسهم أفضل من أداء السندات بشكل كبير خلال القرن الماضي) مستندان الى مفهومين سلوكيين : الاول تجنب الخسارة وهو مفهوم يعني حساسية الخسائر اكبر من حساسية الارباح. والآخر افتراض ان المستثمرين يقيمون محافظهم بشكل متكرر. وقد جمع الباحثان هذين المفهومين في عنوان واحد هو تجنب الخسارة قصير الامد. وقد استخدم اسلوب المحاكاة وتوصلا الى ان حجم علاوة الملكية يتوافق مع المؤشرات التي تم تقديرها سابقا في نظرية الاحتمال اذا قام المستثمرون بتقييم محافظهم سنويا.

7-1-1-2 دراسة (Barberis,etal,1998)

عنوان الدراسة "نموذج عاطفة المستثمر"

هي دراسة تطبيقية على الاستجابة البطيئة لاسعار الاسهم لاجبار مثل اعلانات الايرادات والاستجابة المبالغة لاسعار الاسهم لسلسلة الاخبار السيئة او الجيدة. وقد قدم الباحثون نموذجا لعواطف المستثمر بمعنى كيف يشكل المستثمر معتقداته التي تتوافق مع النتائج التجريبية. وقد استند هذا النموذج الى الادلة النفسية وحاول دراسة الاستجابات المبالغة والاستجابات البطيئة لمدى واسع من القيم المستخدمة كمؤشرات في السوق المالية.

8-1-1-2 دراسة (Daniel,etal,1998)

عنوان الدراسة " علم نفس المستثمر والاستجابة المبالغة / البطيئة لسوق الاوراق المالية"

هي دراسة تطبيقية قدم عبرها الباحثون نظرية لاستجابات سوق الاوراق المالية تعتمد على تحيزين نفسيين مهمين هما الثقة المفرطة والعزو الذاتي. وتعني هذه النظرية أن المستثمرين يبالغون بالاستجابة لاشارات المعلومات الخاصة ويستجيبون ببطئ لاشارات المعلومات العامة. وهذه الاثار قصيرة الامد يجب ان تتبعها تصحيحات طويلة الامد. لذلك فان الارتباطات الذاتية الايجابية قصيرة الامد يمكن ان يتوافق مع الارتباطات الذاتية السلبية طويلة الامد.

9-1-1-2 دراسة (Barber&Odean,2001)

عنوان الدراسة " الرجال هم دائما الرجال " النوع الاجتماعي والثقة المفرطة والاستثمار بالاسهم العادية"

وهي دراسة تطبيقية هدفت الى اختيار النماذج النظرية وكيف تتنبأ بان المستثمرين الذين يعانون من الثقة المفرطة هم الاكثر تداولاً . كما حاولت إثبات أن الثقة المفرطة توجد في الرجال اكثر من النساء ومن ثم فهم يتداولون أكثر من النساء. وباستخدام بيانات حسابات 35000 عائلة مستخرجة من سمسرة الخصم وقاموا بتحليل الاستثمارات بالاسهم للرجال والنساء من عام

1991 الى 1997 . وقد توصلوا الى ان الرجال يتداولون اكثر من النساء بمعدل 45% . علما أن صافي العائدات من التداول للرجال انخفض بنسبة 2.65% سنويا مقارنة مع انخفاض بنسبة 1.72% للنساء .

10-1-1-2 دراسة (Kishor, 2001)

عنوان الدراسة "نظرية المالية السلوكية وتطبيقاتها على سوق العقار: تغيير في النموذج"

هي دراسة نظرية تهدف الى تحليل التطورات الحاصلة في المالية السلوكية ومراجعة الكتابات السلوكية عن سوق الاسهم وسوق العقار وتحديد اهم القضايا التي تقود لفهم افضل عبر النماذج السلوكية.

وتوصلت الدراسة الى ان تحليل العنصر البشري ضروري جدا في اسواق الاسهم وفي مختلف مراحل اتخاذ القرار وتطوير استراتيجيات التداول والاستثمار وان البحوث التي تم مناقشتها في هذه الدراسة تقود الى وضع مسار لتطوير استراتيجيات للاستثمار في سوق العقار بالاعتماد على دراسة السلوكيات البشرية. وقد قدمت الدراسة مجموعة من المفاهيم النظرية والفكرية لتحيزات الثقة المفرطة والتمثيلية والارساء والتعديل والاتاحة وتجنب الندم.

11-1-1-2 دراسة (Baker&Nofsinger,2002)

عنوان الدراسة "التحيزات النفسية للمستثمرين"

هي دراسة نظرية تهدف الى مراجعة لميدان المالية السلوكية بمقدار ارتباطها بالمستثمرين. وقد تم اختبار اخطاء المستثمرين الشائعة والتي تسببها نقاط الضعف الادراكية او العاطفية او الاجتماعية. ومن ثم تقسيم هذه الاخطاء الى صنفين لمحاولة فهمها، وهما كيف يفكر المستثمر؟ وكيف يشعر؟. ومدى تأثير هذه الاصناف في القرارات المالية كما حاول الباحثان استشراف تأثير العوامل الاجتماعية في القرارات المالية. وقد قدموا مجموعة من التحيزات التي تؤثر في قرارات المستثمرين هي التمثيلية، التناقض الادراكي، الالفة، المزاج والتفاؤل، الثقة المفرطة، اثر الامتلاك، الوضع الراهن، الارساء والنقاط المرجعية، قانون الارقام الصغيرة، المحاسبة الذهنية وقد توصلت الدراسة الى مجموعة من المقترحات يمكن اعتمادها لمساعدة المستثمرين على تجاوز هذه الاخطاء منها: تحديد الاهداف والقيود الاستثمارية بمعنى وضع الاهداف الاستثمارية الواقعية من ناحية متطلبات العائد ومدى التسامح بالمخاطرة لتقليل أثر التحيزات النفسية. فضلا عن معرفة القيود المتنوعة مثل السيولة والافق الزمني ومقدار الضرائب التي تعيق تحقيق الاهداف الموضوعية.

12-1-1-2 دراسة (Owen, 2002)

عنوان الدراسة "المالية السلوكية وقرار الاستثمار في اسهم التكنولوجيا العالية"

وهي دراسة نظرية تهدف الى تفسير اسباب استثمار الاشخاص في الشركات ذات التكنولوجيا العالية وتوصلت الى ضرورة الاهتمام بالنظريات السلوكية وان الثقة المفرطة تقود لاطفاء في

الاحكام والى مستويات عالية من التداول ويمكن عدّ هذين العنصرين هما المسؤولان عن الزيادة المتسارعة في أسعار اسهم شركات التكنولوجيا في نهاية العقد الاول من الالفية الثالثة. وان الرغبة بتقبل مخاطرة أكبر قد شجعت المستثمرين على وضع اموالهم في هذه الاسهم مما سبب ظهور سلوك القطيع الذي ادى الى الارتفاع الكبير في اسعار اسهم التكنولوجيا.

2-1-1-13 دراسة (Ritter, 2003)

عنوان الدراسة "المالية السلوكية"

هي دراسة نظرية قدمت مراجعة مختصرة للمالية السلوكية مع عرض لاهم مرتكزاتها وهي علم النفس الادراكي (كيف يفكر الافراد؟) وحدود المراجعة (عندما تكون الاسواق غير كفوءة).

وتوصلت الدراسة الى صعوبة ايجاد استراتيجيات تداول مربحة. ولكن هذا لا يعني ان الاسواق كفوءة معلوماتيا أو أن سوء التقييم سيكون كبيرا في الاحداث الاقل تكرارا. وإن قوى المراجعة التي تعمل في الاحداث ذات التكرار العالي تستعمل بشكل سيء في الاحداث ذات التكرار الواطئ. وان البحوث عن المالية السلوكية لا تزال في مراحلها المبكرة.

2-1-1-14 دراسة (Barberis&Thaler,2003)

عنوان الدراسة "استطلاع المالية السلوكية"

وهي دراسة نظرية هدفت الى مراجعة شاملة تناقش الكتابات عن المرتكزين الاساسيين للمالية السلوكية وهما حدود المراجعة والتحيزات النفسية للمستثمرين كما ناقشت استخدام المالية السلوكية لتفسير حركات السوق على المستوى الاجمالي وعائدات الاسهم في مختلف القطاعات وسلوك المستثمر ومالية الشركات. وتوصلت الدراسة الى اهمية فهم وتحليل الحالات الشاذة في الاسواق واستكشاف حدود المراجعة التي تضعها الاسواق على المراجحين فضلا عن فهم العقلانية المحدودة للمستثمر وكيفية سلوكه عند اتخاذ القرار الاستثماري. وعرضت الدراسة مجموعة من تحيزات الموجهات المؤثرة مثل الثقة المفرطة والتمثيلية والتثبيت والارساء والاتاحة فضلا عن تحيزات نظرية الاحتمال مثل التأطير والمحاسبة الذهنية وتجنب الخسارة وتجنب الغموض. وتطرقت الدراسة الى مشكلة افتقار أغلب البحوث والكتابات السابقة للشمولية في دراسة التحيزات الادراكية.

2-1-1-15 دراسة (Glaser&Webe, 2004)

عنوان الدراسة "الثقة المفرطة وحجم التداول"

وهي دراسة تطبيقية هدفت الى اختبار الفرضيات النظرية التي ترى بان المستثمرين مفرطي الثقة يتداولون اكثر من المستثمرين العقلاء. وقد استعملت الدراسة العلاقات الاحصائية بين درجات الثقة المفرطة ومقاييس متعددة لحجم التداول للمستثمرين. اذ تم سؤال 215 من المستثمرين باستبيان عبر الانترنت يبين مقدار الثقة المفرطة للمستجيبين. وقد توصلت الدراسة

الى ان المستثمرين الذين يرون بأن مهاراتهم الاستثمارية اعلى من المعدل، او أعلى من الاداء الماضي يتداولون اكثر من غيرهم .

16-1-1-2 دراسة (Kausar&Toffler,2005)

عنوان الدراسة " اختبار نماذج المالية السلوكية للاستجابة المبالغة/ البطيئة للسوق : هل تعمل فعلا؟"

هي دراسة تجريبية تركز على ظاهرتين نظاميتين جذبت الكثير من الاهتمام في الاعوام الاخيرة وهما الاستجابة المبالغة والاستجابة البطيئة الناتجة من سلوك المستثمر غير العقلاني.

وقد هدفت الدراسة الى اختبار ثلاثة انواع من التنبؤات باستخدام ثلاثة نماذج مالية سلوكية للاستجابة المبالغة (البطيئة) للسوق باستخدام الاشارات من التقارير العامة التي يتم الكشف عنها. وهذه النماذج هي نموذج (Daniel, etal, 1998) والذي يعد أن المستثمرين مفرطي الثقة يظهرون تحيز الاعزاء الذاتي ونموذج (Barberis,etal,1998) المستند الى التمثيلية والمحافظة وكيف تؤثر هذه التحيزات في سلوك المستثمرين. ونموذج (Hong&Stein,1999) عن ظاهرة الاستجابة المبالغة والاستجابة البطيئة. وقد استخدمت الدراسة بيانات منشورة في الانترنت من عام 1994 الى 2002 من تقارير التدقيق الخاصة بالشركات.

وتوصلت الدراسة الى أن السوق يستجيب ببطئ الى الاخبار السيئة بينما يستجيب بشكل عقلاي الى الاخبار الجيدة. وتم دعم نموذج (Daniel, etal, 1998) في حالات الاخبار الجيدة والسيئة. ولم يتوصلوا الى نتائج تدعم اثر المحافظة على سلوك المستثمرين ولكن هناك اثرا واضحا للتمثيلية في سلوكهم.

17-1-1-2 دراسة (Lo,etal,2005)

عنوان الدراسة "الخوف والطمع بالاسواق المالية: دراسة مختبرية للمتداولين على اساس يومي"

وهي دراسة تجريبية هدفت الى استكشاف الارتباطات المحتملة بين العناصر النفسية واداء التداول في عينة متكونة من 80 متداولاً مجهول الهوية. باستخدام استطلاع للحالة العاطفية اليومية لمدة خمسة اسابيع مع استطلاع لنوع الموجودات الشخصية لكل واحد منهم من اجل بناء مقياس للخصائص الشخصية والحالات العاطفية لكل مستجيب وربط هذه المقاييس مع سجلات الارباح والخسائر المتحققة بشكل يومي . وقد توصلت الدراسة الى ان الاشخاص الذين يستجيبون بشكل عاطفي للارباح والخسائر النقدية كانوا هم الاكثر إظهارا لاداء تداولي سيء وان الخصائص الشخصية لم تظهر اي نوع تداولي محدد لاي من المستجيبين مما يظهر ان مهارات التداول ليست مهارات فطرية متصلة وان الاشخاص المختلفون يمكن أن يؤديوا الوظائف المرتبطة بالتداول بشكل متساوٍ .

18-1-1-2 دراسة (Barber&Odean,2006)

عنوان الدراسة "كل هذا التآلق: أثر الاثارة والابخار في سلوك الشراء للمستثمرين الاشخاص والمؤسساتيين)

وهي دراسة تطبيقية هدفت لاختبار وتأكيد أن المستثمرين الاشخاص يميلون لبيع الاسهم المثيرة للانتباه (الاسهم التي يتكرر ظهورها في الاخبار أو الاسهم التي لها حجم تداول غير اعتيادي أو الاسهم التي تحقق عائدا غير اعتيادي في يوم واحد) أكثر من ميلهم لشراء هذه الاسهم. وقد استخدمت الدراسة البيانات المتوفرة لدى سماسرة الخصم وشركة Plexus Group الاستشارية. وتوصلت الدراسة الى ميل عامة المستثمرين الى الاسهم المتألقة تجنباً للبحث المضني في اعداد كبيرة من الاسهم المتنوعة بينما المحترفين منهم أظهروا ميلاً أقل لهذه الاسهم. وعزوا سبب ذلك الى صعوبة البحث في آلاف الاسهم الموجودة في السوق والمعروضة للبيع ولكنهم لا يواجهوا المشكلة نفسها عند بيع الاسهم لانهم يبيعون فقط ما يمتلكون من الاسهم.

19-1-1-2 دراسة (Subrahmanyam,2007)

عنوان الدراسة "المالية السلوكية: مراجعة نظرية"

وهي دراسة نظرية هدفت الى مراجعة الدراسات النظرية و التجريبية الخاصة بمجال المالية السلوكية وسعت الى الاجابة عن مجموعة من الاسئلة مثل ما أثر التحيزات الادراكية لصناع السوق على تشكيل الاسعار؟ وهل تستطيع التنبؤ باحداث الشركات (مثل تجزئة الاسهم وعروض الاوراق المالية وغيرها) عبر استخدام الكشف عن خصائص ومواصفات المديرين التنفيذيين للشركات؟ وهل هناك اختلاف في قوة التحيزات بين البلدان المختلفة او بين الثقافات المختلفة. وقد اُشتملت الدراسة على مراجعة الدراسات المالية السلوكية في الاسواق المالية للاسهم واسواق المشتقات للمستثمرين الافراد والمؤسساتيين. وتوصلت الدراسة الى أن التحيزات مثل الثقة المفرطة و أثر الطرح لدى صناع السوق لها مضامين مهمة في اكتشاف حركات الاسعار ومستوى التداول للموجودات في الاسواق المالية.

20-1-1-2 دراسة (Chandra,2008)

عنوان الدراسة "صنع القرار في سوق الاسهم: تكامل علم النفس مع المالية"

دراسة نظرية هدفت الى استكشاف اثر العوامل السلوكية وعلم نفس المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري واختيار العلاقة بين مواقف المستثمر تجاه المخاطرة واتخاذ القرار السلوكي.

واعتمدت الدراسة على البيانات الثانوية الخاصة بالاستثمار والاقتصاديات والمتوفرة على الانترنت والاصدارات والمنشورات السابقة. وتوصلت الدراسة الى ان اتخاذ القرار الاستثماري يتأثر الى حد كبير بالعوامل السلوكية مثل الخوف والطمع والتنافر الادراكي والمحاسبة الذهنية والارساء والموجهات. كما يجب اخذ هذه العوامل بالحسبان كعوامل تزيد من المخاطرة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

2-2-1-21 دراسة (Chira,etal,2008)

عنوان الدراسة "التحيز السلوكي في عملية اتخاذ القرار"

هي دراسة تطبيقية هدفت لاستكشاف التحيزات والموجهات الإدراكية التي يخضع لها طلبة ادارة الاعمال. واعتمدت على تنظيم استبيان يتم عبره توجيه مجموعه من الاسئلة لعينة بلغت 68 مستجيبا للتوصل الى اثبات لفرضيات الدراسة عن أثر التحيزات الإدراكية (الثقة المفرطة والتفاؤلية وتجنب الخسارة والالفة ووهم السيطرة وتحيز التثبيت) على عملية اتخاذ القرار. وتوصلت الدراسة الى وجود ثقة مفرطة وتفاؤل عاليين لدى الطلبة حينما كان السؤال يتعلق بقدراتهم الاستثمارية الذاتية ولكن لم تجد الدراسة أثر لتحيز وهم السيطرة ولم تتوصل الى وجود تحيز التثبيت بسبب التشتت الكبير في اجابات الطلبة عن الفقرات المتعلقة بهذا التحيز. وتوصلت الدراسة ايضا الى وجود تحيز تجنب الخسارة عندما يرتبط السؤال بالارباح او الخسائر. وبالنتيجة فان الطلبة يظهرون بشكل عام عقلانية محدودة في سلوك اتخاذ القرار.

2-2-1-1-22 دراسة (Kiyilar&Acar,2009)

عنوان الدراسة "المالية السلوكية ودراسة الخيارات المالية غير العقلانية لمستخدمي بطاقات الائتمان".

هي دراسة تطبيقية تهدف الى بيان انواع السلوك المؤثرة باختيار بطاقات الائتمان وتحديد ما اذا كانت هذه التحيزات تختلف مع اختلاف الخصائص الديموغرافية للأشخاص. وحاولت الدراسة تقديم توصيات ملائمة للمصارف التي تتعامل مع بطاقات الائتمان في تشكيل الاستراتيجيات التسويقية المستقبلية للمصرف. وكانت عينة الدراسة مكونة من مجموعة من زبائن المصرف المختلفين والذين يستخدمون بطاقات الائتمان. وتم بحث مجموعة من التحيزات منها الثقة المفرطة والارساء والتعديل وتجنب الخسارة وتجنب الندم.

وقد توصلت الدراسة الى ان هناك علاقة اعتمادية بين النوع الاجتماعي والوان بطاقات الائتمان اذ تفضل النساء غالبا اللون الاحمر بينما يفضل الرجال اللون الازرق ولكن ليس هناك اعتمادية بين النوع الاجتماعي وشكل بطاقة الائتمان (ان كان مثلث او بيضوي او متوازي اضلاع او شبه منحرف).

2-2-1-1-23 دراسة (Olsen,2010)

عنوان الدراسة "باتجاه نظرية للمالية السلوكية: مضامين من العلوم الطبيعية"

هي دراسة نظرية هدفت الى تحديد المفاهيم الضمنية التي قد تساعد على معرفة حدود النظرية العامة للمالية السلوكية. وهي دراسة تقدم مراجعة للعلوم الفرعية المتنوعة والتابعة للعلوم الاجتماعية والطبيعية من اجل ايجاد مفاهيم اساسية مشتركة للمالية السلوكية. وقد توصلت الدراسة الى امكانية ايجاد نظرية عامة على ان تتضمن افتراضات منطقية وعاطفية بالوقت نفسه

للدراكات الشخصية وغير الحتمية ولعملية صنع القرار. وتعد هذه الدراسة المحاولة الاولى لتعريف الخصائص الاساسية لنظرية المالية السلوكية.

وتوصلت الدراسة الى ان القرارات تتأثر بالعواطف اكثر عندما يكون الموقف معقدا والوقت قصيرا على تحليل المعلومات والغموض عاليا وهناك حاجة قوية لان تكون المشاعر دقيقة.

24-1-1-2 دراسة (Shefrin&Statman,2011)

عنوان الدراسة "المالية السلوكية في الازمات المالية : كفاءة السوق ومينسكي وكينز"

وهي دراسة نظرية هدفت الى استكشاف الدروس من المالية السلوكية عن اصول الازمات وامكانية تفادي القادم منها. وقد اظهرت الدراسة بان الازمات تسلط الضوء على الحاجة لدمج المالية السلوكية مع النظريات الاقتصادية والمالية. وان علم النفس الذي يتضمن الطموحات والادراكات والعواطف والثقافة يعد الاساس في المالية السلوكية. وقد ناقشت الدراسة علم النفس وانعكاسه على سلوك الاشخاص والمؤسسات والاسواق والحكومات. وشملت الدراسة وجهة نظر كينز بان علم النفس يقود الى الازدهارات والانهيارات الاقتصادية مع وجهة نظر مينسكي بان الازمات لا مفر منها في الانظمة الراسمالية. كما شملت دراسة للاسواق الكفوءة والاسواق الحرة والفقاعات وارتباطاتها مع الاسواق المالية وتوصلت الى ان علم النفس كان في صلب دراسات كينز عن الاقتصاد والاسواق المالية وان الافكار عن الادراك المتأخر للازمات تطابق دراسات مينسكي التي ركزت على آثار عدم الاستقرار للابداعات المالية ودور النشاطات المتزايدة ومهارات الصياغة في مناوراتهم والتفافهم على الانظمة والتشريعات.

25-1-1-2 دراسة (Snir,etal,2012)

عنوان الدراسة "المستثمرون في سوق الاسهم: من هو الاكثر عقلانية ومن يعتمد على الحدس"

وهي دراسة تطبيقية الهدف الرئيسي منها هو تحليل أثر خمسة من اهم التحيزات الادراكية وهي سلوك القطيع والمتاحية والتمثيلية وتجنب الخسارة وأثر الحداثة على آلية اتخاذ القرار في سوق الاسهم. وقد استخدمت الدراسة اسلوب الاستبيان عبر الانترنت. وتوصلت الى أن المستثمرين الاكثر خبرة يتأثرون أقل بالتحيزات او بالنماذج السلوكية كما أن المستثمرين المحترفين لا يتصرفون بشكل مختلف عن غيرهم من المستثمرين. وأن النساء يتأثرن أكثر من الرجال بالتحيزات الادراكية.

2-1-2 مناقشة الجهود المعرفية:

تهتم هذه الفقرة بمناقشة الجهود المعرفية، وتحديد مجالات الإفادة من هذه الجهود للدراسة الحالية، وعلى النحو الآتي:

1-2-1-2 المراحل الزمنية للجهود المعرفية:

يتضح من معطيات الجدول (1-2)، أن الجهود المعرفية تركزت في مرحلة الالفية الثالثة، إذ شكلت (68%) من مجموع المراحل. ويعني ذلك تزايد الاهتمام بالمالية السلوكية وارتفاع وتيرة الجدول عن هذا الموضوع حديثاً. فرغم الانتقادات التي وجهت لهذه النظرية في التسعينيات إلا أنها لا تزال تثبت يوماً بعد آخر قوتها النظرية والتطبيقية وأثرها الكبير في الفكر المالي دون أن تقدم نظرية أو مدخلاً بديلاً لها. ويعني ذلك أن هذا الميدان في النظرية المالية لا يزال يحظى بالكثير من الدراسة والبحث وأن مجالات الاستفادة منه لم تستنفذ على المستوى العالمي عموماً والعربي بالخصوص.

2-2-2-2 طبيعة الجهود المعرفية:

تنوعت الجهود المعرفية بين دراسات نظرية ودراسات تطبيقية. ويكشف الجدول (1-2) تلك الطبيعة.

الجدول (1-2) طبيعة الجهود المعرفية والمراحل الزمنية لهذه الجهود

تاريخ الدراسة		نوع الدراسة		
بعد عام 2000	التسعينيات	قبل عام 1990	تطبيقي	نظري
17	4	4	15	10
0.68	0.16	0.16	0.60	0.40
				العدد
				النسبة

ويظهر من نتائج الجدول أن النسبة الأكبر كانت للدراسات التطبيقية، إذ فاقت النصف، وبلغت (60%) من مجموع الدراسات مقابل (40%) فقط للدراسات النظرية. ويستخلص الباحث من ذلك بأن الجانب النظري للدراسة ينال اهتماماً كبيراً نسبياً وأن التنظير مازال مستمراً لبيان فلسفة المالية السلوكية ودورها في دعم الاسس المالية بالمفاهيم النفسية والاجتماعية. كما أن تطبيق هذا المجال أصبح ممكناً في الاسواق المالية العالمية ومن ثمّ يبين امكانية تطبيقه على سوق العراق للاوراق المالية.

3-2-2-2 توزيع الجهود المعرفية حسب المتغيرات

يظهر الجدول (2-2) توزيع الدراسات اعتماداً على نوع التحيزات التي تم بحثها. ويبين هذا الجدول أن الاغلبية كانت للبحوث المشتركة التي تدرس التحيزات بنوعها المرتبطة بنظرية الاحتمال والمرتبطة بالموجهات معاً بنسبة (44%). وأن تحيزات الموجهات منفردة حصلت

على نسبة (32%) وهي أكبر من نسبة الدراسات المرتبطة بنظرية الاحتمال فقط. وقد يشير ذلك الى عدد التحيزات المرتبطة بالموجهات والذي يتجاوز عدد التحيزات المرتبطة بنظرية الاحتمال. ويعني ذلك أن الكتاب والباحثين يرون أهمية دراسة التحيزات بنوعها معا وأن ذلك قد يعطي صورة أوضح لدراسة أثرها في اتخاذ القرار الاستثماري.

الجدول (2-2) توزيع الدراسات حسب المتغيرات

العدد	تحيزات نظرية الاحتمال	تحيزات الموجهات	مشترك
6	8	11	
0.24	0.32	0.44	

أما الجدول (2-3) فيبين عدد التحيزات التي قدمتها كل دراسة. ويظهر من الجدول أن الدراسات التي قامت بتحليل وأختبار أكبر عدد من التحيزات هي دراسة (Baker&Nofsinger,2002) بعشر تحيزات ودراسة (Barberis&Thaler,2003) بتسع تحيزات. كما أن هناك دراسات قدمت لمفاهيم المالية السلوكية بشكل عام ولم تختبر التحيزات وطريقة تأثيرها في عملية اتخاذ القرار. وهذا يظهر مدى صعوبة اختبار وتحليل التحيزات مجتمعة وأن تحليلها يتطلب جهدا مضافا من قبل الباحثين.

الجدول (2-3): التحيزات التي تم دراستها في الجهود المعرفية السابقة

أسم الدراسة	عدد التحيزات	اسم الدراسة	عدد التحيزات
دراسة (Tversky&Kahneman, 1974)	3	دراسة (Barberis&Thaler, 2003)	9
دراسة (Kahneman&Tversky, 1979)	4	دراسة (Glaser&Webe, 2004)	1
دراسة (Shefrin&Statman,1985)	3	دراسة (Kausar&Toffler,2005)	4
دراسة (Tversky&Kahneman, 1986)	2	دراسة (Lo,etal,2005)	1

دراسة (Kahneman,etal,1991)	3	دراسة (Barber&Odean,2006)	عامة
دراسة (Benartzi&Thaler,1995)	1	دراسة (Subrahmanyam,2007)	2
دراسة (Barberis,etal,1998)	2	دراسة (Chandra,2008)	7
دراسة (Daniel,etal,1998)	2	دراسة (Chira,etal,2008)	6
دراسة (Barber&Odean,2001)	1	دراسة (Kiyilar&Acar,2009)	5
دراسة (Kishor, 2001)	6	دراسة (Olsen,2010)	عامة
دراسة (Baker&Nofsinger,2002)	10	دراسة (Shefrin&Statman,2011)	عامة
دراسة (Owen, 2002)	2	دراسة (Snir,etal,2012)	5
دراسة (Ritter, 2003)	عامة		

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على الادبيات المذكورة

ويخرج الباحث مما تقدم بحقيقة مفادها أن الدراسات السابقة تفتقر الى دراسة شاملة لجميع التحيزات تبين أثرها منفردة ومجموعة على عملية اتخاذ القرار الاستثماري.

4-2-2-2 مجالات الإفادة من الجهود المعرفية السابقة:

يلخص الجدول (4-2) والنقاط اللاحقة المجالات التي تستفيد منها هذه الدراسة بالآتي:

الجدول (4-2) مجالات الافادة من الدراسات السابقة

أسم الدراسة	مجال الافادة	اسم الدراسة	مجال الافادة
دراسة (Tversky&Kahneman,1974)	مقياس الدراسة والجانب النظري	دراسة (Barberis&Thaler,2003)	الجانب النظري والمنهجية

دراسة مقياس الدراسة والجانب النظري	دراسة (Glaser&Webe, 2004)	مقياس الدراسة والجانب النظري	دراسة (Kahneman&Tversky,19 79)
الجانب النظري	دراسة (Kausar&Toffler,200 5)	الجانب النظري	دراسة (Shefrin&Statman,1985)
الجانب النظري	دراسة (Lo,etal,2005)	مقياس الدراسة والجانب النظري	دراسة (Tversky&Kahneman,19 86)
الجانب النظري	دراسة (Barber&Odean,200 6)	مقياس الدراسة والجانب النظري	دراسة (Kahneman,etal,1991)
الجانب النظري	دراسة (Subrahmanyam,200 7)	المنهجية والجانب النظري	دراسة (Benartzi&Thaler,1995)
الجانب النظري	دراسة (Chandra,2008)	الجانب النظري	دراسة (Barberis,etal,1998)
مقياس الدراسة والجانب النظري	دراسة (Chira,etal,2008)	الجانب النظري	دراسة (Daniel,etal,1998)
الجانب النظري	دراسة (Kiyilar&Acar,2009)	منهجية الدراسة والجانب النظري	دراسة (Barber&Odean,2001)
مقياس الدراسة والجانب النظري	دراسة (Olsen,2010)	مقياس الدراسة والجانب النظري	دراسة (Kishor, 2001)
الجانب النظري	دراسة (Shefrin&Statman,20 11)	منهجية الدراسة والجانب النظري	دراسة (Baker&Nofsinger,2002)
مقياس الدراسة	دراسة (Snir,etal,2012)	مقياس الدراسة	دراسة (Owen, 2002)

والجانب النظري		والجانب النظري	
		مقياس الدراسة والمنهجية	دراسة (Ritter, 2003)

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على الادبيات المذكورة

- 1- لقد أسهمت الدراسات السابقة في منهجية الدراسة ومقياسها فضلا عن البناء النظري لها، إذ إنّ اغلب هذه الجهود المعرفية تعرض مراجعة نظرية فكرية لآراء وأفكار الباحثين للتحيزات التي تدرسها وتقدم مقياس عالمي لاختبار التحيزات الادراكية التي يعاني منها المستثمرون في أسواق الاسهم.
- 2- تحديد وتصنيف وتعريف التحيزات الرئيسية التي تؤثر في عملية اتخاذ القرار الاستثماري.
- 3- تقسيم التحيزات الادراكية اعتمادا على مجموعة من التصنيفات. وقد اختار الباحث التصنيف الانسب والاكثر وضوحا والذي يقسمها الى تحيزات التفضيلات (نظرية الاحتمال) وتحيزات الاحكام (الموجهات).
- 4- الاستفادة من أهم المقاييس والمؤشرات أو الوسائل الإحصائية المستعملة في الحصول على البيانات، وتوضيح العلاقة بين متغيرات الدراسة.
- 5- أشرت نتائج الجهود البحثية المذكورة آفا وجود حاجة إلى المزيد من البحوث والدراسات والمؤلفات في هذا الموضوع الحيوي، وذلك لمحدودية الجهود البحثية العربية الحالية من جهة والحاجة الماسة إلى اختبار وتشخيص أثر التحيزات الحالية أو الجديدة، من جهة أخرى.
- 6- أكدت الدراسات السابقة على أهمية الموضوع ودوره في تفسير الكثير من الحالات الشاذة التي لم تستطع النظرية المالية التقليدية تفسيرها ضمن افتراضاتها الاساسية.

لقد جاءت فكرة هذه الأطروحة، نتيجة للفراغ الكبير الذي تعانيه المكتبة العربية بصورة عامة والمكتبة العراقية بصورة خاصة في مثل هذا الميدان الجديد نسبيا ومن أجل زيادة الإثراء الفكري للموضوع المذكور وتسييل الضوء على جوانب جديدة تستكشف علاقات سببية غير معروفة سابقا. لذلك فقد اختلفت هذه الدراسة عن سابقتها بالآتي:

- 1- اختلفت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة بوصفها جمعت واحد وعشرون نوعا مختلفا من التحيزات التي توزعت بين تحيزات ادراكية في الاحكام وتحيزات ادراكية في التفضيلات. بينما أغلب الدراسات السابقة أكتفت بعدد محدود من التحيزات لا يتجاوز العشرة على الاكثر. لذلك تحاول هذه الدراسة تقديم صورة أكثر شمولية للتحيزات الادراكية ولدور علمي النفس والاجتماع في تفسير الحالات المتنوعة في الاسواق المالية والتي لم تفسرها النظريات المالية التقليدية.

- 2- حاولت هذه الدراسة اختبار أثر التحيزات الادراكية جميعا التي أشارت لها الدراسات السابقة وعبر الطرح الفكري والفلسفي لهذه التحيزات والربط النظري بينها وتحليل تأثيرها بشكل منفرد وتأثيرها مجتمعة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري.
- 3- كما قدمت هذه الدراسة مجموعة من التفسيرات التي تحاول شرح الظواهر المالية الشاذة في الاسواق والتي تعتمد على البيانات الوصفية المحللة احصائيا تارة وعلى البيانات الكمية المالية تارة اخرة في محاولة لجمع التحليل النفسي الذي يعتمد على الاستنبان والتحليل المالي الذي يعتمد على بيانات سوق العراق للاوراق المالية.
- لقد حاولت هذه الدراسة تقديم إضافة ومساهمة فكرية في إغناء متغيرات الدراسة نظرياً ولاسيما موضوعات التحيزات الادراكية المرتبطة بالتفضيلات والاحكام والذان لم يسبق تناولهما وبحثهما محلياً وعلى مستوى البلد تفصيلاً سواء بشكل نظري أو تطبيقي. ومن ثم تطبيق الدراسة عملياً في سوق العراق للاوراق المالية ، ليتسنى الوصول إلى استنتاجات وتوصيات يستفيد منها المستثمرون والمحللون الماليون.

2-2 المبحث الأول: منهجية الدراسة

1-2-2 المعضلة الفكرية للدراسة:

يستمر الجدل الفكري عن مدى صلاحية النظريات المالية التقليدية في تفسير الظواهر غير الاعتيادية المتكررة في الاسواق المالية وعن مدى قدرة المستثمرين في تحديث الأفكار والمعتقدات عند استلام أي معلومات جديدة ومدى قدرتهم على اتخاذ قرارات مقبولة من الناحية القياسية (المعيارية) اعتماداً على هذه المعلومات. وهذان الافتراضان هما الأساس الذي اعتمدت عليه النظريات المالية التقليدية في تفسير وشرح الظواهر المالية وفي تحديد الاسعار والعائدات المتوقعة للاوراق المالية في ظل مستوى معين من المخاطرة. لقد اعتمدت المالية التقليدية على فهم الأسواق المالية باستخدام نماذج تعد المشتركين في الأسواق عقلاء. ولكن وبعد سنوات طويلة من البحث والجهد أصبح اليوم واضحاً بان الحقائق والمعطيات الأساسية عن أسواق الأسهم ومعدلات العائد وسلوك التداول لدى الأفراد لم يعد يفهم بسهولة ضمن هذا الإطار.

إن الفرق بين النظريات المالية التقليدية والنظريات المالية السلوكية هو الفرق بين ما يجب أن يكون وما هو كائن بالواقع فالمدخل السلوكي يعمل على دراسة الواقع وكيف يتصرف المستثمرون فعلاً وليس على ما ينبغي عليهم أن يسلكوه عند اتخاذ القرار. ورغم ما قدمته المالية السلوكية من قدرة على تحليل الظواهر الشاذة في الاسواق المالية إلا أن المدافعين عن النظرية المالية التقليدية لا يزالون مؤمنين بقدرة فرضية السوق الكفوءة على تحدي الكتابات المنتقدة لوجهة نظرهم محتجين بأن عدم قدرة نموذج ما على تفسير الحالات الشاذة طويلة الامد عن العائد في السوق المالية قد يستدعي تغيير التقنيات المستخدمة في التفسير والقياس وليس تغيير النظرية ككل (Fama,1998). كما أن هناك من تنبأ بنهاية المالية السلوكية وأنها لا ترقى لتكون مدخلا معاكسا للمالية التقليدية (Thaler,1999). وانه مجرد مدخل يعمل على تخفيف الافتراضات المرتبطة بكفاءة الاسواق. ولكن هذا الدفاع لم يستطع الصمود أمام البراهين المتوالية لمدخل المالية السلوكية والتي تستند الى مفهوم الطبيعة البشرية والعوامل النفسية والاجتماعية التي توجههم عند اتخاذ أي قرار بعدّ البشر يمتلكون قيما فريدة من نوعها ولديهم الميل لاتخاذ قرارات تطابق مشاعرهم وسلوكياتهم وليس فقط على العوامل الموضوعية التي تحددها المالية التقليدية (Kiyilar&Acar,2009). إن افتراض عقلانية المستثمرين في تحديد أسعار الموجودات هو جزء من تقليد عام في الاقتصاديات قدمه احد أكبر الاقتصاديين في القرن العشرين وهو ميلتون فريدمان. ولكن هذا الافتراض واجه مشكلة كبيرة تتلخص بالآتي: حتى لو تم تحديد الاسعار من لدن المستثمرين العقلاء فإن معرفة ما يمكن أن يفعله المستثمرون غير العقلاء تبقى مثيرة جدا للاهتمام. ومن هنا ظهرت بوادر الشك عن امكانية المراجحة العقلاء من تصحيح اي انحراف قد يسببه متداولوا الضجيج (غير العقلاء). فعدم امكانية البيع القصير وكلف التداول قد تحد من قدرة المراجحين على تحقيق عائدات غير اعتيادية ومن ثمّ تتخفف محفزات المراجحة كما أن مخاطرة أن تستمر الاسعار بالاتجاه نفسه باتت تقلق المراجحون كثيرا نتيجة لامكانية تعرضهم لخسائر كبيرة بسبب عدم قدرتهم على أرجاع اسعار الموجودات الى قيمها الحقيقية. وهذا ما اثبته (Barber,etal,2003) عندما أظهروا أن سلوك الشراء والبيع لدى المستثمرين الاشخاص يتأثر كثيرا بالموجهات والتحيزات الادراكية. ورغم أن هذه التحيزات لن تؤثر في أسعار الاسهم ان كانت فردية لكنها تصبح مؤثرة جدا عندما تظهر بشكل جمعي لدى المستثمرين.

وإحتدم هذا الجدل بعد الازمة المالية التي عصفت بالولايات المتحدة والعالم عام 2008 فقدمت العشرات من الدراسات والبحوث التي تعزو الازمة الى العناصر النفسية والاجتماعية التي تؤثر في سلوك المستثمرين في بيع وشراء الاوراق المالية مثل الثقة المفرطة وسلوك القطيع والتفاؤل المفرط وتجنب الندم وغيرها من العوامل الاخرى (Vasile,etal,2011).

الجدير بالذكر أن الجدل الفكري لم يقتصر على مدى قدرة النظرية المالية السلوكية بالحلول محل التقليدية. ولكنه امتد ليشمل عدد ونوع التحيزات المؤثرة وكيفية تصنيف التحيزات فضلا عن طريقة تأثيرها في القرار. فمنهم من قسمها الى التحيزات المرتبطة بالاحكام والتفضيلات وتأطير القرار وعواقب القرار رابعا (Kahneman&Riepe,1998). وغيرهم من قسم التحيزات الى ادراكية وعاطفية واجتماعية (Baker&Nofsinger,2002). وقسمها (Shefrin,2002) الى تحيزات احكام وتأطير قرار. ومنهم من قسمها الى تحيزات في المعتقدات وتحيزات في التفضيلات (Barberis &Thaler,2003). ومنهم من قسمها الى ادراكية وعاطفية (Pompian,2006). أما (Ackert&Deaves,2010) فقد قسموها الى تحيزات مرتبطة بنظرية الاحكام واخرى بالموجهات واخرى بالثقة المفرطة والرابعة التحيزات العاطفية وغيرها من التقسيمات التي تظهر مدى الاختلاف في وجهات النظر عن نوع ومصدر هذه التحيزات. وهذا ما جعل مهمة تكوين نظرية متكاملة ومؤطرة بشكل واضح عن نظرية المالية السلوكية غير مكتملة لغاية الآن. لذلك تتأطر مشكلة الدراسة النظرية في كيفية بناء نموذج متكامل يشمل جميع التحيزات التي يمكن أن تؤثر في القرار عبر تصنيفها حسب ما لها من خصائص ومواصفات تساعد على تبسيط عملية تفسيرها ومعرفة مدى تأثير كل واحد منها في كل نوع من انواع القرار من تداول او تنويع أو موقف تجاه المخاطرة.

2-2-2 المشكلة الميدانية للدراسة

يواجه المتعاملون في الاسواق المالية عددا لا متناهي من خيارات البيع و / أو الشراء لآلاف الانواع من الاوراق المالية المتداولة في هذه الاسواق. وهذا التنوع الكبير فضلا عن ضيق الوقت المتوفر لاتخاذ القرار وضعف القدرة على جمع وتحليل جميع البيانات المتوفرة ساهم في اجبار المستثمرين على اتخاذ القرارات المالية الاستثمارية بطريقة تبتعد قليلا او كثيرا عن العقلانية التي افترضتها النظريات المالية التقليدية. والمستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية لا يختلفون كثيرا عن غيرهم من المستثمرين في باقي الاسواق. فهم قد يعانون من الميل غير المدرك عن السلوك العقلاني التام ومن ثمّ ممكن أن يتخذوا قرارات متأثرة بأنواع كثيرة من التحيزات والموجهات التي تجعل نتائج القرار غير مرضية وتسبب اخطاء نظامية متكررة تقود الى مضاعفة معدلات المخاطرة التي يتحملها المستثمرون عادة. لذلك تسعى الدراسة للتأكد من حجم وطبيعة التحيزات والانحرافات عن السلوك الاستثماري العقلاني في سوق العراق للاوراق المالية. ومن هنا نشأت مشكلة الدراسة والتي تتأطر بعدم عدّ التحيزات الإدراكية المؤثرة في قرارات المستثمرين عند اتخاذ قرارات التداول او التنويع أو المواقف تجاه المخاطرة ومن ثمّ إساءة تقدير أسعار الموجودات المالية في هذه الاسواق . وتتلخص المشكلة بالتساؤلات الآتية:

- 1) ما التحيزات الادراكية الاكثر ظهورا لدى المستثمرين في سوق العراق للاوراق المالية؟
- 2) كيف تؤثر التحيزات الإدراكية المرتبطة بنظرية الاحتمال في قرارات التداول بالاسهم؟ وما التحيزات الاكثر تأثيرا في هذه القرارات؟

- (3) كيف تؤثر التحيزات الإدراكية المرتبطة بنظرية الاحتمال في قرارات تنويع المحفظة للمستثمرين؟ وما التحيزات الأكثر تأثيراً في عملية التنويع؟
- (4) كيف تؤثر التحيزات الإدراكية المرتبطة بنظرية الاحتمال في مواقف المستثمرين تجاه المخاطرة؟ وما التحيزات الأكثر تأثيراً في هذه المواقف؟
- (5) كيف تؤثر التحيزات الإدراكية المرتبطة بالموجهات في قرارات التداول بالاسهم؟ وما التحيزات الأكثر تأثيراً في هذه القرارات؟
- (6) كيف تؤثر التحيزات الإدراكية المرتبطة بالموجهات في قرارات تنويع المحفظة للمستثمرين؟ وما التحيزات الأكثر تأثيراً في عملية التنويع؟
- (7) كيف تؤثر التحيزات الإدراكية المرتبطة بالموجهات في مواقف المستثمرين تجاه المخاطرة؟ وما التحيزات الأكثر تأثيراً في هذه المواقف؟
- (8) هل تمتاز سوق العراق للاوراق المالية بالكفاءة نصف القوية؟ وهل هناك حالات تتحدى افتراضات نظرية السوق الكفاءة؟

2-3 أهمية الدراسة

تؤثر الأسواق المالية بشكل كبير في جميع ميادين الحياة اليوم، وصارت الفقاعات والأزمات في هذه الأسواق الشغل الشاغل للعديد من الباحثين الأكاديميين والممارسين داخل المؤسسات المالية. ولأن قرار الاستثمار هو قرار فردي يعود للمستثمر وان هذا القرار يعتمد على مجموعة العناصر النفسية والاجتماعية للمستثمر لذلك اصبح من المهم دراسة وفهم سلوكه عبر معرفة وإدراك العناصر السلوكية والنفسية التي تقوده الى اتخاذ قرار شراء أو بيع أي من الأوراق المالية لان فهم سلوك المستثمرين يساعد على فهم والتنبؤ بالتحركات المستقبلية للسوق بشكل دقيق، ومن ثم تحقيق عائدات أعلى من المعدل أو تجنب المخاطرة المرافقة للقرارات الاستثمارية . ومن هنا فإن الدراسة تكتسب أهميتها بالآتي:

- (1) حداثة موضوعاتها (التحيزات الادراكية المرتبطة بنظرية الاحتمال والتحيزات الادراكية المرتبطة بالموجهات)، والتي لم تحظ بالاهتمام المطلوب من الدارسين والباحثين. ومن ثم فإنها تعدُّ محاولةً للاحاطة بمدى مساهمة التحيزات الادراكية المرتبطة بعلمي النفس والاجتماع في التأثير بقرارات المستثمرين في الاسواق المالية.
- (2) تعمل الدراسة على إختبار جميع التحيزات التي حاول الباحثون السابقون اختبارها ودراستها وتحليلها (واحد وعشرون تحيزاً) وتفاعل هذه التحيزات فيما بينها وتأثيرها منفردة ومجمعة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري.
- (3) اعتمدت الدراسة في بناءها الفكري والفلسفي والتطبيقي على واحدة من أهم النظريات المالية المعاصرة وهي نظرية الاحتمال والتي غيرت من مفهوم الاقتصاديين عن نظرية المنفعة وحدثت ثورة في مجال تفسير قرارات المستثمرين على أساس محدودية عقلانية المستثمر عند تفسيره للمعلومات التي يتم جمعها ومن ثم كسر لاغلب الافتراضات التي اعتمدت عليها النظرية المالية التقليدية
- (4) كون متغيرات الدراسة من الادوات المهمة في تفسير الكثير من حالات عدم الكفاءة في الاسواق المالية عموماً ولاسيما في سوق العراق للاوراق المالية.

(5) لم تجرِ دراسة شاملة للعوامل النفسية والاجتماعية المؤثرة في سلوك المستثمرين في بيع وشراء الاسهم ولم يتم ربط كفاءة الاسواق بالشكل الذي تفترضه المالية التقليدية مع التحليل النفسي والاجتماعي ومدى ميل المستثمرين للتصرف لا على أساس العقلانية التامة ولكن المحدودة. ومن ثمّ تقدم هذه الدراسة إضافة فكرية للمكتبة العربية والعراقية عن واحد من أهم المواضيع الحديثة التي شغلت الفكر والفلسفة المالية.

4-2-2 أهداف الدراسة

تطمح الدراسة الحالية إلى تحقيق الأهداف الآتية:-

- 1) فهم وتحليل واختبار التحيزات الإدراكية التي يعاني منها المستثمرون في الاسواق المالية العالمية عموماً والعراقية بالتحديد، وسيتم إنجاز ذلك على ثلاث مستويات وكالاتي:-
 - أ- مستوى التوصيف: تحديد وتشخيص وعرض ووصف التحيزات الإدراكية وترتيب هذه التحيزات حسب الأهمية النسبية في تأثيرها في المستثمرين .
 - ب- مستوى التحليل الوصفي: تحليل وبيان ومقارنة أثر هذه التحيزات في عمليات اتخاذ القرار الاستثماري بالأبعاد المختلفة له في سوق الاسهم .
 - ت- مستوى التحليل المالي: اختبار لكفاءة السوق المالية عبر دراسة الحدث وبيان أثر إعلان إحدى المعلومات العامة (إعلان الأرباح) في مستويات أسعار وعوائد الاسهم ومن ثمّ بيان امكانية تفسير التغيرات في الاسعار عبر النظريات التقليدية في التسعير والتقييم.
- 2) تحليل التحيزات الإدراكية وتصنيفها الى صنفين عبر:
 - أ- تحديد التحيزات التي تؤثر في تفضيلات المستثمرين للمخاطرة وترتيبها حسب دورها وتأثيرها في عملية اتخاذ القرار الاستثماري.
 - ب- تحديد التحيزات التي تؤثر في الاحكام التي يتخذها المستثمرون اعتماداً على تجاربهم السابقة للحالات المشابهة او على خبراتهم ومهاراتهم الذاتية دون استخدام التحليل المنطقي الملائم للقرار.
- 3) اختبار تأثير التحيزات الإدراكية بكلاً نوعياً المرتبطة بالتفضيلات والمرتبطة بالاحكام في قرارات المستثمرين المتعلقة بالتداول وتنويع المحفظة والموقف من المخاطرة وتحليل علاقات الارتباط والاثار البسيط والمتعدد لهذه التحيزات على ابعاد القرار الاستثماري.
- 4) بيان آلية تأثير التحيزات في سلوك المستثمرين ومدى تأثيرهم بالعوامل النفسية والاجتماعية عند اتخاذ القرار الاستثماري إذ لا تزال الاهتمامات المعرفية بهذه القضية محدودة أن لم تكن معدومة على المستوى العربي حسب اطلاع الباحث.

5-2-2 فرضيات الدراسة

اعتماداً على المشكلة تحاول الدراسة التحقق من الفرضيات الرئيسة الآتية :

- 1- (لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين تحيزات نظرية الاحتمال وأبعاد اتخاذ القرار).
- 2- (لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين تحيزات الموجهات وأبعاد اتخاذ القرار).
- 3- (لا يوجد تأثير معنوي لتحيزات نظرية الاحتمال في أبعاد اتخاذ القرار).

- 4- (لا يوجد تأثير معنوي لتحيزات الموجهات في أبعاد اتخاذ القرار).
- 5- (لا يوجد تأثير متعدد معنوي لتحيزات نظرية الاحتمال في أبعاد اتخاذ القرار).
- 6- (لا يوجد تأثير متعدد معنوي لتحيزات الموجهات في أبعاد اتخاذ القرار).
- 7- (لا يوجد تأثير متعدد معنوي للتحيزات الادراكية في أبعاد اتخاذ القرار).
- 8- (تمتاز سوق العراق للاوراق المالية بالكفاءة نصف القوية).

2-2-6 مجتمع وعينة الدراسة

لان الدراسة تتعلق ببعض التحيزات التي تؤثر في قرارات المستثمرين في أسواق الاسهم فقد اجريت في سوق العراق للاوراق المالية ومن ثم فان السوق هو مجتمع الدراسة وقد تم تقسيم عينة الدراسة الى نوعين:

1- عينة خاصة باختبار فرضيات الدراسة المرتبطة بالتحيزات الادراكية.

لقد تكونت عينة الدراسة من 107 من المستثمرين الافراد في السوق ليقترّب العدد من التوزيع الطبيعي الضروري في اختبارات الارتباط والانحدار إذ أن عدد المشاهدات الذي يتجاوز (30) يعد مقبولاً في مثل هذه الاختبارات لانه يقترب من التوزيع الطبيعي (Palta,2003:6). وتم اعتماد المقياس الذي قدمته Survey System بمستوى ثقة 0.95 وهامش خطأ بين العينة والمجتمع يبلغ (10%). وهو مقياس لتحديد أقل حجم عينة مقبول لمجتمع كبير جداً أو غير معروف (www.surveysystem.com). وكان أقل عدد مقبول للعينة (106). ومع الاخذ بالحسبان نسبة من الاستثمارات التي قد لا يتم استرجاعها تم توزيع (125) استمارة على المستجيبين واسترجعت منها (107) أي بنسبة (85%). واعتمدت الدراسة على النهج الاستنباطي بعده مدخلا لاختبار النظريات الموضوعية ومحاولة تطبيقها على المجتمع المبحوث للوصول الى البيانات ومن ثم النتائج. واعتمدت الدراسة أيضاً على المنهج التحليلي الاختباري الذي يعتمد على قياس متغيرات الدراسة عبر اجراء استبيان وتحليل نتائجه ومن ثم اختبار متغيرات الدراسة الدراسة.

أ- التوزيع على وفق النوع الاجتماعي: لقد كانت النسبة الاكبر في العينة من الذكور بسبب عدم وجود الكثير من المستثمرين من العنصر النسوي وهذا ما ساهم في صعوبة تحليل عنصر الثقة المفرطة المعتمد على الجنس فقد بلغ عدد الذكور (95 ذكراً) بينما بلغ عدد الاناث (12 انثى) فقط ويعد ذلك من الصعوبات التي واجهت الباحث وسببت عدم القدرة على تحليل النتائج اعتماداً على النوع الاجتماعي .

ت- التوزيع على وفق العمر: توزعت اعمار عينة الدراسة بين ستة فئات وبنسب مختلفة كما هو موضح في الجدول (2-5).

جدول (5-2) الفئات العمرية لعينة الدراسة من المستثمرين

الفئة العمرية	العدد	النسبة
أقل من 30 سنة	2	1.9%
-30	6	5.6%
-40	41	38.3%
-50	31	28.9%
أكثر من 60	27	25.3%
المجموع	107	100%

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات استمارة الاستبيان

يوضح الجدول ان اقل فئة هي الفئة الاولى (1.9%)، بينما النسبة الاكبر كانت للاعمار المتوسطة بين الاربعين والستين وبلغت (67.4%). مما يشير الى ضعف ميل الاعمار الصغيرة من الشباب الى التعامل مع السوق المالية. والسبب في ذلك قد يعود الى ضعف ثقافة الاستثمار لدى الأعمار الصغيرة. وهذا يفقد السوق الكثير من الخصائص التي يمتاز بها اصحاب الاعمار الصغيرة.

ث- التوزيع على وفق تاريخ العمل الاستثماري: تباينت خبرات المستثمرين في العمل الاستثماري كما مبين في الجدول (6-2).

جدول (6-2) تاريخ العمل الاستثماري لعينة الدراسة من المستثمرين

سنوات الخبرة	العدد	النسبة
أقل من 5	3	2.8%
-5	27	25.3%
-10	24	22.5%
-15	31	28.9%
-20	16	14.9%
أكثر من 25	6	5.6%

المجموع	107	%100
---------	-----	------

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات استمارة الاستبيان

يوضح الجدول ان اعلى نسبة من سنوات الخبرة كانت للمدة من (15-20) وهي نسبة خبرة معقولة وأن (77) من عينة الدراسة أي بنسبة (72%) تقريبا لديهم خبرة أكثر من عشر سنوات في العمل الاستثماري ويشير ذلك الى امكانية التوصل الى نتائج معقولة تعتمد على آراء العينة نظرا للخبرة التي يمتلكها أغلبهم.

د- التوزيع على وفق حجم المحفظة: تتباين أحجام المحافظ الاستثمارية التي يمتلكها المستثمرون عينة الدراسة كما يظهر من الجدول (7-2).

جدول (7-2) حجم المحفظة الاستثمارية لعينة الدراسة من المستثمرين

النسبة	العدد	حجم المحفظة (مليون دينار)
0	0	اقل من 5
%2.8	3	-5
%5.6	6	-10
%12.1	13	-15
%31.8	34	-20
%47.7	51	أكثر من 25
%100	107	المجموع

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات استمارة الاستبيان

يوضح الجدول ان اكبر نسبة كانت للمستثمرين الذين يمتلكون محافظ تتجاوز قيمتها (25 مليون دينار) بنسبة (47.7%). ويشير ذلك الى أن المستثمرين يمتلكون محافظ بقيمة مالية معقولة يجعلهم عرضة لمخاطر تقلبات الاسعار والعوائد لهذه المحافظ الاستثمارية مما يؤكد أهمية قراراتهم الاستثمارية الخاصة ببيع وشراء الاسهم.

هـ- التوزيع على وفق نوع الاستثمارات: تختلف القطاعات التي يستثمر بها المستثمرون عينة الدراسة ويظهر الجدول (8-2) هذا الاختلاف.

جدول (2-8) نوع الاستثمارات لعينة الدراسة

النسبة	عدد المستثمرين في القطاع	نوع الاستثمار
57.1%	61	قطاع الصناعة
87.8%	94	قطاع المصارف
19.6%	21	قطاع التأمين
1.9%	2	قطاع الاتصالات
40.1%	43	قطاع الفنادق والسياحة
31.7%	34	قطاع الخدمات
20.5%	22	قطاع الاستثمار
31.7%	34	قطاع الزراعة

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات استمارة الاستبيان

يوضح الجدول ان اكبر نسبة في مكونات المحافظ الاستثمارية كانت لقطاع المصارف والذي يستثمر به (87.8%) من العينة ثم قطاع الصناعة بنسبة (57.1%). ويظهر ذلك أهمية هذين القطاعين في بناء وتشكيل المحافظ الاستثمارية وهو ما شجع بالباحث على اختيار قطاع المصارف لاختبار كفاءة السوق لما يمتلك هذا القطاع من نسبة عالية في مكونات المحافظ الاستثمارية للعينة.

2- عينة خاصة باختبار فرضيات الكفاءة

لان قطاع المصارف هو الانشط والاكثر تداولاً عام 2012 نسبة لباقي القطاعات ويظهر ذلك من الجدول (2-9) فقد تم إختيار عشرة من المصارف كعينة للدراسة أي بنسبة 50% من المجموع المصارف المتداولة في سوق العراق للاوراق المالية اعتماداً على مجموعة من المعايير أهمها حجم المصارف مقدرة بالقيمة السوقية إذ تم إختيار خمسة من أكبر المصارف وخمسة من أصغرها، أما المعيارين الآخرين هما حجم التداول، وعدم توقف التعامل في أسهم المصرف في مدة الدراسة.

الجدول (2-9): حجم التداول عام 2012 للقطاعات والمصارف مقاس بعدد الاسهم المتداولة

القطاع	عدد الاسهم المتداولة لعام 2012	المصارف عينة الدراسة	عدد الاسهم المتداولة لعام 2012
المصارف	66893958560	بابل	542328451121
الصناعة	50949738353	الاستثمار	63814729712
الزراعة	45452683018	المتحد	8405147586
الخدمات	34388078990	الاقتصاد	6709440276
التامين	32250642511	الخليج	1979254328
الفنادق والسياحة	16588681864	كوردستان	1642659677
الاستثمار	15183388181	بغداد	760280622
	3695771023	أشور	
	2798783627	دار السلام	
	1742273345	الانتمان	

المصدر: تقارير سوق العراق للاوراق المالية

وقد تم اختيار الحدود الزمنية للبيانات الكمية للدراسة اعتمادا على تواريخ إعلانات الارباح لنشاطات المصارف للسنة المنتهية في 2012/12/31 والتي تم المصادقة عليها في اجتماع الهيئات العمومية للمصارف المذكورة عام 2013 والتي تظهر في الجدول (2-10).

جدول (2-10) اسماء المصارف التي استخدمت كعينة للدراسة وتواريخ اعلان الارباح لها

ت	المصارف التجارية	تاريخ الاعلان	الارباح السنوية لعام 2012
1	مصرف بابل	2013/3/18	5877045000
2	مصرف الاستثمار العراقي	2013/10/2	1313870000
3	المصرف المتحد للاستثمار	2013/7/21	55818323000
4	مصرف الاقتصاد للاستثمار والتمويل	2013/7/29	20105708185
5	مصرف الخليج	2013/6/17	29314000000

ت	المصارف التجارية	تاريخ الاعلان	الارباح السنوية لعام 2012
6	مصرف كوردستان	2013/7/30	40050712030
7	مصرف بغداد	2013/7/10	23000000000
8	مصرف آشور	2013/7/6	23481000000
9	مصرف دار السلام	2013/6/23	19157506613
10	مصرف الائتمان العراقي	2013/10/1	25280166000

المصدر: تقارير سوق العراق للاوراق المالية

وقد استخدمت معلومات أسعار الاغلاق الأسبوعية لاسهم المصارف عينة الدراسة للمدة من 2012/8/1 الى 2013/12/31 لملائمة هذه المدة مع متطلبات الحصول على عائدات الاسهم لمدد مناسبة قبل وبعد تواريخ الاعلان للمصارف. وقد استخدمت (25) مشاهدة منها (12) قبل الاعلان و (12) بعده بالاضافة الى تاريخ الاعلان عن الحدث. وتعني المشاهدة سعر السهم في جلسة اسبوعية بمعنى أن المدة المعتمدة للدراسة في تحليل الحدث (إعلان الارباح) ستتكون من ستة اشهر ثلاثة منها قبل الاعلان وثلاثة بعد الاعلان علما أن جميع البيانات تم اخذها من التقارير اليومية لسوق العراق للاوراق المالية (www.isx-iq.net/isxportal).

2-2-7 وسائل جمع المعلومات والبيانات

تمثلت عملية جمع البيانات والمعلومات اللازمة لانجاز هذه الدراسة في جانبين رئيسيين هما:

1. الجانب النظري

لقد أعتمد الباحث على ما توفر في الادبيات الاجنبية من كتب ومقالات وبحوث منشورة وغير منشورة فضلا عن الدراسات المنشورة عبر شبكة المعلومات الدولية (الانترنت).

2. الجانب التطبيقي للدراسة

أعتمدت الدراسة في هذا الجانب على عدد من الوسائل للحصول على البيانات والمعلومات المطلوبة من اهمها: الاستبانة التي تعد احد مصادر الحصول على المعلومات والبيانات ذات الصلة بموضوع الدراسة. المقابلة الشخصية مع السادة المستثمرين والمسؤولين عن سوق العراق للاوراق المالية. كما تم استخدام البيانات الكمية المرتبطة بأسعار الاسهم وأحجام المصارف وعدد الصفقات من تقارير السوق والنشرات الخاصة بالمصارف والتي يتم عرضها على موقع سوق العراق للاوراق المالية (www.isx-iq.net).

8-2-2 وسائل التحليل الاحصائي والمالي

جرى استعمال عدد من الاساليب الاحصائية والمالية التي ساعدت في انجاز هذه الدراسة والتوصل الى النتائج ذات الصلة عبر تحليل العلاقات والتأثير بين متغيرات الدراسة واختبار الفرضيات ومن هذه الاساليب:

- 1- برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS v.16) لغرض تحليل البيانات واستخراج النتائج المتعلقة بالارتباط والانحدار البسيط والمتعدد.
- 2- برنامج (EXCEL 2007) لاستخراج المعادلات الرياضية لتحليل البيانات الخاصة بوصف وتشخيص اجابات العينة في استمارة الاستبيان واستخراج البيانات والمعادلات المالية المرتبطة بالعائد المتوقع ومخاطرة السهم والسوق ومعاملات بيتا للمصارف عينة الدراسة من اجل اختبار كفاءة السوق.

9-2-2 تحديات الدراسة الحالية وصعوباتها

ان التحدي الاول الذي واجه الدراسة تجسد في بناء استمارة الاستبيان ودراسة المقاييس العالمية التي استخدمت مجموعة من الفقرات التي تكشف عن الخفايا النفسية للمستثمرين وكيفية تكييف هذه الفقرات لتناسب البيئة العراقية، فضلا عن صعوبة الاسئلة الموجهة والتي حاولت الدراسة كثيرا تبسيطها لتصبح في متناول العينة من المستثمرين في سوق العراق للاوراق المالية. كما واجه الباحث تحديا آخر يرتبط بتعدد الافكار والفلسفات عن مدخل المالية السلوكية حتى يكاد لايتفق أثنان من الباحثين عن كيفية ربط التحيزات مع بعضها البعض أو مع عملية اتخاذ القرار. كما واجه الباحث صعوبة كبيرة في عملية توزيع الاستمارات لعدم تعاون الكثير من المستثمرين في هذا الجانب فضلا عن الصعوبات التي تصاحب توضيح بعض فقرات الاستبانة لان أي اشارة تدل على معنى السؤال أو التحيز المطروح سيجعل المستجيب ينحاز في اجاباته وهو ما يقود الى عدم صلاحية الاجابة.

الفصل الثالث

الجزء الرابع التطبيقية للدراية

المبحث الأول : اختبار وتشخيص ووصف اداة قياس
الدراسة .

المبحث الثاني : عرض نتائج الدراسة وتحليلها وتفسيرها

المبحث الثالث : اختبار الفرضيات

المبحث الرابع : اختبار كفاءة السوق

1-3 المبحث الأول: وصف وتشخيص واختبار أداة قياس الدراسة

1-1-3: التوصيف

تتكون أداة الدراسة من ثلاث أجزاء أساسية هي: تحيزات نظرية الاحتمال، والتحيزات المرتبطة بالموجهات، واتخاذ القرار. وكل جزء يتكون من عدة أبعاد فرعية إذ يبين الجدول (1-3) تحديد كل متغير وكل بعد وتحديد مصدر الحصول على المقياس وعدد فقرات كل تحيز:

الجدول (1-3) الترميز والتوصيف

المتغير	البعد	عدد الفقرات	المصدر
تحيزات نظرية الاحتمال	1. تحيز التأطير	4	(Kahneman&Tversky,1979)
	2. المحاسبة الذهنية	6	(Tversk&Kahneman,1986)
	3. تجنب الخسارة	4	(Kahneman,etal,1991)
	4. الوضع الراهن	3	(Shefrin,2002)
	5. تجنب الغموض	3	(Pompian,2006)
	6. أثر الامتلاك	3	(Chera,etal,2008)
	7. تجنب الندم	3	(Ackert&Deaves,2010) (Olson,2010) الباحث
تحيزات الموجهات	8. الثقة المفرطة	5	(Tversk&Kahneman,1974)
	9. التمثيلية	5	(Barber&Odean2001)
	10. التنافر الادراكي	3	(Shefrin,2002)
	11. تحيز المتاحية	5	(Baker&Nofsinger,2002)
	12. العزو الذاتي	5	(Ritter,2003)
	13. وهم السيطرة	3	(Glaser&Weber,2004)
	14. تحيز المحافظة	3	(Pompian,2006)
	15. السيطرة الذاتية	3	(Kishor,2006)
	16. التفاولية	3	(Chera,etal,2008)
	17. تحيز التثبيت	3	(Ackert&Deaves,2010)
	18. الادراك المتأخر	3	(Hin-Sir,etal,2012) الباحث

	3	19. تحيز الحداثة	
	5	20. سلوك القطيع	
	3	21. الارساء والتعديل	
(Owen,2002)	2	1. قرار التداول	إتخاذ القرار
(Barber&Odean,2006)	2	2. قرار التنوع	
(Olson,2010) الباحث	2	3. الموقف تجاه المخاطرة	

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على الادبيات المذكورة

3-1-2 صدق أداة قياس الدراسة

لابد من إجراء الاختبارات الآتية للتأكد من دقة وصحة البيانات التي يتم الحصول عليها عبر استخدام استمارة الاستبيان التي تدور عن مجال الصدق والثبات، وكالاتي:

3-1-2-1 الصدق الظاهري للأداة:

تم عرض أداة الدراسة في صورتها الأولية على عدد من المحكمين المتخصصين في مجال إدارة الأعمال وعلم النفس والاحصاء بلغ عددهم (12) محكماً وذلك للتأكد من الصدق الظاهري لأداة القياس.

وقد أعدَّ الباحث 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 قام الباحث بإجراء التعديلات التي اتفق عليها (80%) من المحكمين، وتعديل وصياغة بعض العبارات التي رأى المحكمون ضرورة إعادة صياغتها لتكون أكثر وضوحاً.

3-1-2-2 الصدق البنائي الاستكشافي لأداة القياس:

يعتمد الصدق البنائي الاستكشافي على أسلوب التحليل العاملي الاستكشافي (EFA) الذي يتمثل غرضه الأساس بتلخيص وتقليل المتغيرات المتعددة في عدد أقل من المتغيرات بحيث يطلق عليها عوامل (Factors) إذ يكون لكل عامل من هذه العوامل بعض أو كل من هذه المتغيرات. والتحليل العاملي الاستكشافي يعطي الفقرات الحرية في الارتباط بالعامل الذي يتلائم ويتفق معها بحيث لا يعتمد على البناء الافتراضي للدراسات السابقة بخصوص هيكل المقاييس. وفي هذه الدراسة سيعتمد على التحليل العاملي الاستكشافي باستخدام برنامج (SPSS, V.16) لاختبار مقياس المتغيرات المستقلة (تحيزات نظرية الاحتمال) و(تحيزات الموجهات) والمتغير المعتمد (اتخاذ القرار) وذلك من أجل الاستكشاف الصريح للأبعاد التي تنطوي تحت هذه المقاييس، لذلك سيستخدم التحليل العاملي الاستكشافي لكي يساعد على تحديد الأبعاد التي يشملها المقياس وكذلك تحديد الفقرات التي لا ترتبط مع بنية المقياس

¹ أسماء الاساتذة المحكمين في الملحق (2)

والتي يتوجب أبعادها من المقياس. وعبر اعتماد خمسة معايير ينبغي توافرها في نتيجة هذا التحليل وهي (Field,2009:647):

- 1) كفاية العينة ووجود علاقات الارتباط بين المتغيرات.
 - 2) إنَّ النسبة المئوية التراكمية للتباين المفسر تعطي دلالة أكبر عندما تزيد عن (0.60).
 - 3) إنَّ لا تقل قيمة الجذر الكامن (Eigen Value) عن الواحد الصحيح.
 - 4) زيادة تشبعات الفقرات (Loading) عن (0.30) حتى تكون ذات دلالة إحصائية.
 - 5) الفقرات الجيدة ستحصل على تشبعات عابرة على العوامل الأخرى منخفضة (Cross-loading) (أقل من 0.30).
- 3-1-3 اختبار صدق متغيرات الدراسة**

يتطلب الاستكشاف الصريح للأبعاد التي تنطوي تحت مقياس مؤشرات الدراسة الذي يتكون من (84) فقرة إلى استخدام أسلوب التحليل العاملي الاستكشافي (EFA) بغية تحديد الفقرات الصالحة التي سنتطوي تحت هذا المقياس وما التحيز الذي تنتمي إليه وكذلك تستبعد الفقرات التي لا تحقق الاعتبار الرابع والخامس من المعايير المذكورة أعلاه.

3-1-3-1 التحيزات المرتبطة بنظرية الاحتمال

1. كفاية العينة ووجود علاقات الارتباط بين المتغيرات:

إنَّ شرط كفاية عينة الدراسة (Sampling Adequacy) من أهم الشروط الضرورية الواجب توفرها لاستخدام التحليل العاملي الاستكشافي. وللتحقق من هذا الشرط فإن الباحثين أوصوا باستخدام مقياس كايسر- ماير- اولكين (KMO) (The Kaiser-Meyer-Olkin Measure) الذي يعدُّ أحد الخطوات المهمة في هذا التحليل. وتتراوح إحصائية (KMO) بين (0-1). والقيمة (0) تؤشر بان مجموع الارتباطات الجزئية أكبر من مجموع الارتباطات الكلية وهذا يبين بان نموذج الارتباط يكون منتشرًا (وهنا يكون استخدام التحليل العاملي الاستكشافي غير ملائم). أما إذا كانت القيمة تقترب من (1) فإن هذا يؤشر بأن نموذج الارتباطات متواتق والتحليل العاملي سيكون ذا مصداقية ويوصي (Kaiser,1974) بأن القيم المقبولة تكون أكبر من (0.50) والقيم التي تكون أدنى من هذه القيمة يعني على الباحث أما أنَّ يجمع بيانات أكثر (زيادة حجم العينة) أو يعيد التفكير بالمتغيرات المتضمنة في المقياس (Field, 2009).

وكما يظهر من الجدول (2-3) فإن قيمة (KMO) هي أكبر من (0.50) والتي بلغت (0.849) والتي حسب تصنيف (Kaiser) تعدُّ قيمة كبيرة.

وبخصوص وجود علاقات ارتباط بين المتغيرات فقد استخدم اختبار بارتليت (Bartlett) الذي يختبر فرضية العدم (Null Hypothesis) والتي تشير بأن مصفوفة الارتباط هي مصفوفة وحدة (Unity Matrix)، وإذا كانت مصفوفة الارتباط مصفوفة وحدة فذلك يعني بأن كل معاملات الارتباط تساوي صفراً. لذلك ينبغي أن يكون الاختبار معنوي. واختبار المعنوية سوف يخبرنا بأن مصفوفة الارتباط ليست مصفوفة وحدة. وكما يظهر في الجدول فإن اختبار (Bartlett) يشير إلى وجود المعنوية.

الجدول (2-3) اختبار (KMO) و(Bartlett) لمؤشرات تحيزات نظرية الاحتمال

Kaiser-Meyer-Olkin Measure	0.849
Sampling Adequacy	
Bartlett's Test of Sphericity	
Approx. Chi-Square	4246.69
Df	325
Sig.	.000

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS16

والنتائج أعلاه تؤكد التحقق من المعيار الأول الضروري من معايير اختبار التحليل العاملي الاستكشافي (EFA).

2. طريقة المكونات الأساسية Principal Components

يتطلب التحقق من المعايير الأربعة المتبقية أعلاه استخدام طريقة المكونات الأساسية (Principal components) التي تساعد أيضاً في التحقق من صدق العبارات ومن عدد الأبعاد الكامنة للمقياس. ويوضح الجدول (3-3) نتائج التحليل العاملي وفق طريقة المكونات الأساسية التي تعد أكثر طرق التحليل العاملي من حيث الدقة وشيوع الاستخدام.

الجدول (3-3) نتائج التحليل العاملي لمقياس مؤشرات تحيزات نظرية الاحتمال

تشبعات العوامل							عبارات المقياس
العامل السابع	العامل السادس	العامل الخامس	العامل الرابع	العامل الثالث	العامل الثاني	العامل الأول	
							1- العامل الأول: المحاسبة الذهنية
						0.89	الفقرة 1
						0.888	الفقرة 2
						0.884	الفقرة 3
						0.876	الفقرة 4
						0.869	الفقرة 5
						0.858	الفقرة 6
							2- العامل الثاني: التأطير
						0.882	الفقرة 1
						0.876	الفقرة 2
						0.874	الفقرة 3

تشبيعات العوامل							عبارات المقياس
العامل السابع	العامل السادس	العامل الخامس	العامل الرابع	العامل الثالث	العامل الثاني	العامل الأول	
					0.850		الفقرة 4
							3- العامل الثالث: تجنب الخسارة
				0.884			الفقرة 1
				0.881			الفقرة 2
				0.881			الفقرة 3
				0.843			الفقرة 4
							4- العامل الرابع: الوضع الراهن
			0.940				الفقرة 1
			0.936				الفقرة 2
			0.926				الفقرة 3
							5- العامل الخامس: أثر الامتلاك
		0.929					الفقرة 1
		0.911					الفقرة 2
		0.898					الفقرة 3
							6- العامل السادس: تجنب الندم
	0.850						الفقرة 1
	0.821						الفقرة 2
	0.816						الفقرة 3
							7- العامل السابع: تجنب الغموض
0.823							الفقرة 1
0.799							الفقرة 2
0.786							الفقرة 3

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS16

يظهر من الجدول (3-3) أن تشبيعات الفقرات على العوامل جميعها أكبر من 0.40 وهو ما يدعم المعيار الرابع. كما لا توجد فقرة من الفقرات قد حصلت على تحميلات عابرة على أكثر من عامل فلاتوجد فقرة لها تحميلات على أكثر من عامل تفوق 0.30 وهذا يدعم تحقق المعيار الخامس.

أما الجدول (3-4) فيظهر القيم الكامنة الأولية التي تعني أنه كلما حصل العامل على قيمة أكبر من الواحد الصحيح فإن ذلك يجعل من الضروري عدّ هذا العامل من الأبعاد الرئيسية للمقياس ويتم إهمال العوامل التي لا تحصل على قيمة أكبر من واحد.

الجدول (3-4) الجذور الكامنة والتباينات لتحيزات نظرية الاحتمال

العوامل	1	2	3	4	5	6	7
الجذر الكامن:	11.913	4.398	2.13	2.013	1.411	1.146	1.069
النسبة المنوية للتباين المفسر %	45.818	16.916	8.191	7.743	5.428	4.407	4.113
النسبة المنوية التراكمية للتباين %	45.818	62.73	70.92	78.668	84.095	88.50 2	92.615

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS16

وتجدر الإشارة الى أن ترتيب عوامل مقياس الدراسة جاء حسب نتائج التحليل العاملي الاستكشافي. فالعامل الذي يحصل على جذر كامن أعلى أو نسبة تباين أكبر سيأتي في البداية وتأتي العوامل الأخرى بعده حسب تسلسل قيمها.

2-3-1-3 التحيزات المرتبطة بالموجهات

يتطلب الاستكشاف الصريح للأبعاد التي تنطوي تحت مقياس مؤشرات تحيزات نظرية الاحتمال الذي يتكون من (52) فقرة إلى استخدام أسلوب التحليل العاملي الاستكشافي (EFA) بغية تحديد الفقرات الصالحة التي ستنطوي تحت هذا المقياس وما التحيز الذي تنتمي إليه وكذلك تستبعد الفقرات التي لا تحقق الاعتبار الرابع والخامس من المعايير المذكورة أعلاه.

1. كفاية العينة ووجود علاقات الارتباط بين المتغيرات:

يظهر من الجدول (3-5) إن قيمة (KMO) هي أكبر من (0.50) وقد بلغت (0.831) وتعد قيمة كبيرة حسب تصنيف (Kaiser).

وبخصوص وجود علاقات ارتباط بين المتغيرات فقد استخدم اختبار بارتلليت (Bartlett) وكما يظهر في الجدول فإن اختبار (Bartlett) يشير إلى وجود المعنوية.

الجدول (3-5) اختبار (KMO) و (Bartlett) لمؤشرات تحيزات الموجهات

Kaiser-Meyer-Olkin Measure Sampling Adequacy	0.831
Bartlett's Test of Sphericity	

Approx. Chi-Square	8541.76
Df	1326
Sig.	.000

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS16

وهذه النتائج تؤكد أيضاً التحقق من المعيار الأول الضروري من معايير اختبار التحليل العاملي الاستكشافي (EFA).

2. طريقة المكونات الأساسية Principal Components

يتطلب التحقق من المعايير الأربعة المتبقية أعلاه استخدام طريقة المكونات الأساسية (Principal components) التي تساعد أيضاً في التحقق من صدق العبارات ومن عدد الأبعاد الكامنة للمقياس. ويوضح الجدول (3-6) نتائج التحليل العاملي وفق طريقة المكونات الأساسية.

الجدول (3-6) نتائج التحليل العاملي لمقياس مؤشرات تحيزات الموجهات

تشبعات العوامل														عبارات المقياس	
14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1		
															1- العامل الأول: الثقة المفرطة
													.841		الفقرة 1
													.839		الفقرة 2
													.817		الفقرة 3
													.813		الفقرة 4
													.810		الفقرة 5
															2- العامل الثاني: سلوك القطيع
												.851			الفقرة 1
												.838			الفقرة 2
												.817			الفقرة 3
												.812			الفقرة 4
												.808			الفقرة 5
															3- العامل الثالث: التمثيلية
											.827				الفقرة 1
											.820				الفقرة 2
											.814				الفقرة 3
											.807				الفقرة 4
											.791				الفقرة 5
															4- العامل الرابع: المتاحية
										.868					الفقرة 1
										.846					الفقرة 2
										.834					الفقرة 3
										.800					الفقرة 4
										.762					الفقرة 5
															5- العامل الخامس: العزو الذاتي

تشبيعات العوامل													عبارات المقياس	
14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2		1
									.829					الفقرة 1
									.813					الفقرة 2
									.810					الفقرة 3
									.788					الفقرة 4
									.746					الفقرة 5
														العامل السادس: الارساء والتعديل
									.967					الفقرة 1
									.961					الفقرة 2
									.954					الفقرة 3
														العامل السابع: المحافظة
									.913					الفقرة 1
									.909					الفقرة 2
									.903					الفقرة 3
														العامل الثامن: الحداثة
									.962					الفقرة 1
									.959					الفقرة 2
									.957					الفقرة 3
														العامل التاسع: الادراك المتأخر
									.858					الفقرة 1
									.843					الفقرة 2
									.799					الفقرة 3
														العامل العاشر: التثبيت
									.922					الفقرة 1
									.877					الفقرة 2
									.852					الفقرة 3
														العامل الحادي عشر: التفاوضية
									.851					الفقرة 1
									.845					الفقرة 2
									.817					الفقرة 3
														العامل الثاني عشر: التناظر الادراكي
									.840					الفقرة 1
									.821					الفقرة 2
									.813					الفقرة 3
														العامل الثالث عشر: وهم السيطرة
									.845					الفقرة 1
									.808					الفقرة 2
									.780					الفقرة 3

تشبيعات العوامل													عبارات المقياس	
14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2		1
														العامل الرابع عشر: السيطرة الذاتية
.816														الفقرة 1
.798														الفقرة 2
.779														الفقرة 3

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS16

ويظهر من الجدول أن تحميلات الفقرات على العوامل جميعها أكبر من 0.40 وهو ما يدعم المعيار الرابع. كما لا توجد فقرة من الفقرات قد حصلت على تحميلات عابرة على أكثر من عامل فلا توجد فقرة لها تحميلات على أكثر من عامل تفوق 0.30 وهذا يدعم تحقق المعيار الخامس.

أما الجدول (7-3) فيظهر القيم الكامنة الأولية التي تعني أنه كلما حصل العامل على قيمة أكبر من الواحد الصحيح فإن ذلك يجعل من الضروري عدّ هذا العامل من الأبعاد الرئيسية للمقياس ويتم إهمال العوامل التي لا تحصل على قيمة أكبر من واحد

الجدول (7-3) الجذور الكامنة والتباينات لتحيزات الموجّهات

العوامل	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
الجذر الكامن	20.88	4.493	3.169	2.911	2.554	2.434	2.117	1.958	1.608	1.364	1.322	1.239	1.085	1.01
التباين المفسر %	40.154	8.641	6.151	5.598	4.912	4.681	4.071	3.765	3.092	2.622	2.542	2.384	2.087	1.943
تراكم التباين %	40.154	48.794	54.94	60.543	65.454	70.136	74.207	77.972	81.062	83.686	86.228	88.612	90.699	92.641

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS16

3-3-1-3 إتخاذ القرار

يتطلب الاستكشاف الصريح للأبعاد التي تنطوي تحت مقياس مؤشرات إتخاذ القرار الذي يتكون من (6) فقرات إلى استخدام أسلوب التحليل العاملي الاستكشافي (EFA) بغية تحديد الفقرات الصالحة التي ستنطوي تحت هذا المقياس وما البعد الذي تنتمي إليه وكذلك تستبعد الفقرات التي لا تحقق الاعتبار الرابع والخامس من المعايير المذكورة أعلاه.

1. كفاية العينة ووجود علاقات الارتباط بين المتغيرات:

يظهر من الجدول (8-3) إن قيمة (KMO) هي أكبر من (0.50) وقد بلغت (0.514) والتي حسب تصنيف (Kaiser) تعدّ قيمة مقبولة.

وبخصوص وجود علاقات ارتباط بين المتغيرات فقد استخدم اختبار بارتليت (Bartlett) الذي يختبر فرضية العدم (Null Hypothesis) والتي تشير بأن مصفوفة الارتباط هي مصفوفة وحدة

(Unity Matrix)، وإذا كانت مصفوفة الارتباط مصفوفة وحدة فذلك يعني بأن كل معاملات الارتباط تساوي صفراً. لذلك ينبغي أن يكون الاختبار معنوياً. واختبار المعنوية سوف يخبرنا بأن مصفوفة الارتباط ليست مصفوفة وحدة. وكما يظهر في الجدول فإن اختبار (Bartlett) يشير إلى وجود المعنوية.

الجدول (8-3) اختبار (KMO) و(Bartlett) لمؤشرات تحيزات نظرية الاحتمال

Kaiser-Meyer-Olkin Measure	0.514
Sampling Adequacy	
Bartlett's Test of Sphericity	
Approx. Chi-Square	926.334
Df	15
Sig.	.000

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS16

والنتائج أعلاه تؤكد التحقق من المعيار الأول الضروري من معايير اختبار التحليل العاملي الاستكشافي (EFA).

2. طريقة المكونات الأساسية Principal components

يوضح الجدول (9-3) نتائج التحليل العاملي وفق طريقة المكونات الأساسية.

الجدول (9-3) نتائج التحليل العاملي لمقياس أبعاد إتخاذ القرار

تشبيعات العوامل			عبارات المقياس
العامل الثالث	العامل الثاني	العامل الأول	
			1- العامل الأول: حجم التداول
		0.950	الفقرة 1
		0.949	الفقرة 2
			2- العامل الثاني: مستوى التنويع
	0.948		الفقرة 1
	0.938		الفقرة 2
			3- العامل الثالث الموقف من المخاطرة
0.947			الفقرة 1
0.935			الفقرة 2

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS16

يظهر من الجدول أن تحميلات الفقرات على العوامل جميعها أكبر من 0.40 وهو ما يدعم المعيار الرابع. كما لا توجد فقرة من الفقرات قد حصلت على تحميلات عابرة على أكثر من عامل فلاتوجد فقرة لها تحميلات على أكثر من عامل تفوق 0.30 وهذا يدعم تحقق المعيار الخامس.

أما الجدول (3-10) فيظهر القيم الكامنة الاولية التي تعني أنه كلما حصل العامل على قيمة أكبر من الواحد الصحيح فإن ذلك يجعل من الضروري اعتبار هذا العامل من الابعاد الرئيسية للمقياس ويتم اهمال العوامل التي لا تحصل على قيمة أكبر من واحد

الجدول (3-10) الجذور الكامنة لأبعاد اتخاذ القرار

العوامل	1	2	3
الجذر الكامن	3.696	1.117	1.060
النسبة المئوية للتباين المفسر %	61.608	18.61	17.667
النسبة المئوية التراكمية للتباين %	61.608	80.218	97.885

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS 16

4-2-3 ثبات أداة قياس الدراسة

يشير الثبات إلى اتساق مقياس الدراسة وثبات النتائج الممكن الحصول عليها من المقياس عبر مدد زمنية مختلفة. والثبات البنائي لأداة القياس (Construct Reliability) يتم التحقق منه عبر استعمال اختبار ألفا كرونباخ (Field,2009:674). وقد تم حساب معامل الثبات للأداة باستخدام معامل ارتباط ألفا كرونباخ الموضح في الجدول (3-11):

الجدول (3-11) معاملات الثبات لأداة قياس الدراسة

المتغير	كرونباخ ألفا للمتغير	البعد	معامل كرونباخ ألفا لكل بعد
تحيزات الاحتمال نظرية	0.940	1. المحاسبة الذهنية	0.982
		2. التأطير	0.974
		3. تجنب الخسارة	0.963
		4. الوضع الراهن	0.934
		5. أثر الامتلاك	0.948
		6. تجنب الندم	0.915
		7. تجنب الغموض	0.939
		1. الثقة المفرطة	0.977

0.962	2. سلوك القطيع	0.965	تحيزات الموجهات
0.971	3. التمثيلية		
0.956	4. المتاحية		
0.957	5. العزو الذاتي		
0.933	6. الارساء والتعديل		
0.975	7. المحافظة		
0.972	8. الحداثة		
0.962	9. الادراك المتأخر		
0.944	10. التثبيت		
0.977	11. التفاؤل المفرط		
0.958	12. التنافر الادراكي		
0.938	13. وهم السيطرة		
0.947	14. السيطرة الذاتية		
0.966	1. حجم التداول		
0.980	2. مستوى التنوع		
0.944	3. الموقف من المخاطرة		

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS 16

يظهر الجدول بان قيم معامل كرونباخ ألفا كانت جميعها أكبر من (0.80) وهي أقل قيمة مقبولة إحصائياً في البحوث المرتبطة بالادراكات (Field,2009:675). وذلك يدل على أن أداة القياس تتصف بالاتساق والثبات الداخلي.

3-2 المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة وتحليلها وتفسيرها

يتناول المبحث الثاني العرض الإحصائي لنتائج الدراسة التطبيقية مع تحليل وتفسير هذه النتائج. ويتضمن هذا المبحث ثلاث فقرات أساسية، الأولى يتطرق إلى التحيزات المرتبطة بنظرية الاحتمال وهي (المحاسبة الذهنية، تجنب الخسارة، الوضع الراهن، الامتلاك، تجنب الندم، وتجنب الغموض)، وقد تم ترتيب التحيزات وفقا لنتائج التحليل العاملي الاستكشافي أما الفقرة الثانية فتقدم الوصف التحليلي للتحيزات المرتبطة بالموجهات وهي (الثقة المفرطة، سلوك القطيع، التمثيلية، المتاحية، العزو الذاتي، الارساء والتعديل، المحافظة، الحداثة، الإدراك المتأخر، التثبيت، التفاؤل المفرط، التنافر الإدراكي، وهم السيطرة، والسيطرة الذاتية). في حين تناولت الفقرة الثالثة أبعاد اتخاذ القرار الثلاثة وهي (حجم التداول، ومستوى التنوع، والموقف من المخاطرة). وشمل التحليل عرض للمتوسطات الحسابية لفقرات المقياس ومستوى الاجابة وانحرافات المعيارية ومعامل الاختلاف والاهمية النسبية وأخيرا اختبار t .

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

منخفض	1.667 – 1
متوسط	2.33 – 1.668
عالٍ	3 – 2.34

3-2-1 التحيزات المرتبطة بنظرية الاحتمال

وتتكون من سبع تحيزات هي:

3-2-1-1 تحيز المحاسبة الذهنية:

تم في هذا التحيز طرح ست أسئلة على المستجيبين، كل سؤالين يعبران عن فكرة واحدة ولكن بمنظورين مختلفين وبمقياس معكوس من ناحية تقسيم الحسابات المالية في ذهن المستجيب وكانت الاجابة على الفقرتين الاولى والثانية مختلفتين تماما رغم أن المبلغ الذي يمكن توفيره عند اتخاذ القرار هو المبلغ نفسه وهذا ما حصل في الفقرتين الثالثة والرابعة والفقرتين الخامسة والسادسة. ويظهر من الجدول (3-12) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومعامل الاختلاف ومستوى الاجابات والاهمية النسبية واختبار t لفقرات تحيز المحاسبة الذهنية. إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت أعلى من الوسط الحسابي الفرضي البالغ (2) وبمستوى اجابة من متوسط الى عالٍ. قد حصلت الفقرة (6) على أعلى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.43) وبانحراف معياري (0.728) ومعامل اختلاف (0.30) وهذا يبين تناسق إجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرة (3) على أدنى المتوسطات الحسابية بلغ (2.29) وبانحراف معياري بلغ (0.847) يبين قلة انسجام إجابات الأفراد عينة البحث وضمن مستوى اجابة متوسط. كما حصلت الفقرة (4) على الاجابات الاقل تشتتا بمعامل اختلاف بلغ (0.267) ومستوى اجابة عالٍ. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط

الحسابية للفقرات (4.03، 5.54، 3.54، 6.61، 4.78، 6.11) على الترتيب وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (3-12) وصف فقرات تحيز المحاسبة الذهنية

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الاجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س1	2.3	متوسط	0.767	0.334	الخامس	4.03
س2	2.4	عالٍ	0.751	0.313	الثالث	5.54
س3	2.29	متوسط	0.847	0.37	السادس	3.54
س4	2.41	عالٍ	0.644	0.267	الثاني	6.61
س5	2.36	عالٍ	0.768	0.326	الرابع	4.78
س6	2.43	عالٍ	0.728	0.3	الاول	6.11
محاسبة ذهنية	2.36	عالي	0.752	0.318		5.01

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز المحاسبة الذهنية فقد بلغ (2.36) وبانحراف معياري عام بلغ (0.752) ومعامل اختلاف (0.318) وقد حصل هذا البعد على مستوى إجابة عالٍ. وبلغت قيمة t المحسوبة (5.01) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز المحاسبة الذهنية وأن المستثمرين يعانون من هذا التحيز وبشكل واضح. ويستدعي ذلك الاهتمام بهذا التحيز بعدّه من التحيزات المهمة التي يعاني منها المستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية وادراك وجود هذا التحيز قد يسهم في التقليل من حدته عند اتخاذ القرار الاستثماري.

3-2-1-2-3 تحيز التأطير

تم في هذا التحيز طرح أربع أسئلة على المستجيبين، كل سؤالين منهما يعبران عن فكرة واحدة ولكن بأطارين مختلفين أحدهما يظهر مزايا خيار معين والآخر يظهر عيوب هذا الخيار. وتم عكس المقياس في كل من الفقرتين من أجل الحصول على مؤشر يوضح اختلاف الاجابة بين الفقرتين. وكانت الاجابة على الفقرتين السابعة والثامنة مختلفتين تماما رغم أن الفقرتين تقدمان مستوى التوزيع الطبيعي نفسه ولكن تم زيادة عدد المشاهدات من 67% الى 95% ورغم بقاء قيم العوائد والانحرافات المعيارية ثابتة اختلفت النتائج نتيجة لاختلاف مدى التغير المدرك في العوائد. وهذا ما حصل ايضا مع الفقرتين التاسعة والعاشره فرغم تشابه مخرجات الفقرتين الا ان الاجابة كانت مختلفة تماما فعندما طرح السؤال بصيغة المزايا كانت الاجابة مختلفة تماما عن اجابة السؤال بعد تغيير صيغته الى العيوب. وتظهر النتائج في الجدول (3-13). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة من متوسط الى عالٍ. قد حصلت الفقرة (9) على أعلى المتوسطات الحسابية فقد بلغ (2.53) وضمن مستوى اجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.663) ومعامل اختلاف (0.262)

وهذا يبين تناسق إجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرة (10) على أدنى المتوسطات الحسابية بلغ (2.3) وبانحراف معياري بلغ (0.69) يبين مدى انسجام إجابات الأفراد عينة البحث وضمن مستوى إجابة متوسط. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات (5.95، 4.55، 8.31، 4.49) وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (3-13) وصف فقرات تحيز التأطير

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الإجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س7	2.4	عالٍ	0.699	0.291	الثاني	5.95
س8	2.32	متوسط	0.722	0.311	الثالث	4.55
س9	2.53	عالٍ	0.663	0.262	الأول	8.31
س10	2.3	متوسط	0.69	0.3	الرابع	4.49
التأطير	2.39	عالي	0.697	0.292		5.75

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز التأطير فقد بلغ (2.39) وبانحراف معياري عام بلغ (0.697) ومعامل اختلاف (0.292) وقد حصل هذا البعد على مستوى إجابة عالٍ. وبلغت قيمة t المحسوبة (5.75) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز التأطير وأن المستثمرين يعانون من هذا التحيز. ويستدعي ذلك الاهتمام بهذا التحيز بعدّه من التحيزات المهمة التي يعاني منها المستثمرون في سوق العراق للأوراق المالية وادراك وجود هذا التحيز قد يسهم في التقليل من حدته عند اتخاذ القرار الاستثماري.

3-1-2-3 تحيز تجنب الخسارة

طرح في هذا التحيز أربع أسئلة على المستجيبين، سؤالين منهما طرحا بصيغة الارباح والسؤالين الآخرين بصيغة الخسائر. وتم عكس المقياس في فقرتي الخسائر من أجل الحصول على مؤشر يوضح اختلاف الاجابة بين الارباح والخسائر ان وجدت. وكانت اجابة العينة في حالة الارباح (الفقرتين 11، 13) تميل الى التأكد وتجنب الخوض في الاحتمالات (المخاطرة). بينما في الاسئلة التي تشير الى خسائر (الفقرتين 12، 14) كان هناك ميل واضح للتوجه نحو الاحتمالات ورفض حالة التأكد. وتظهر النتائج في الجدول (3-14). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة عالٍ. قد حصلت الفقرة (14) على أعلى المتوسطات الحسابية فقد بلغ (2.48) وضمن مستوى اجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.635) ومعامل اختلاف (0.256) وهذا يبين تناسق إجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرة (13) على أدنى المتوسطات الحسابية بلغ (2.34) وبانحراف معياري بلغ (0.846) يبين ضعف انسجام إجابات الأفراد عينة البحث نسبيا وضمن مستوى إجابة عالٍ. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات (5.8، 6.93،

على الترتيب وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01). (4.11، 7.77)

جدول (3-14) وصف فقرات تحيز تجنب الخسارة

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الإجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س11	2.43	عالٍ	0.766	0.315	الثاني	5.8
س12	2.41	عالٍ	0.614	0.254	الثالث	6.93
س13	2.34	عالٍ	0.846	0.362	الرابع	4.11
س14	2.48	عالٍ	0.635	0.256	الأول	7.77
تجنب الخسارة	2.41	عالٍ	0.721	0.299		5.94

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز تجنب الخسارة فقد بلغ (2.41) وبانحراف معياري عام بلغ (0.721) ومعامل اختلاف (0.299) وقد حصل هذا البعد على مستوى إجابة عالٍ. وبلغت قيمة t المحسوبة (5.94) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز تجنب الخسارة وأن المستثمرون يميلون للتأكد في حالة الأرباح وللمخاطرة في حالة الخسائر وهذا ما أشار إليه (Kahneman&Tversky, 1979) وأطلقوا عليه أثر التأكد.

4-1-2-3 تحيز الوضع الراهن

تم في هذا التحيز طرح ثلاث أسئلة على المستجيبين، تعبر عن فكرة البقاء على الوضع الراهن بالنسبة إليهم. إذ يشير ارتفاع معدل الاجابات الى ميلهم لابقاء الامور على ماهي عليه وبالعكس فإن انخفاض مستوى الاجابات يشير الى محاولة التغيير وعدم البقاء على الوضع الراهن. وتظهر النتائج في الجدول (3-15). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت أقل من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة منخفض. وقد حصلت الفقرة (15) على أعلى المتوسطات الحسابية فقد بلغ (1.65) وضمن مستوى اجابة منخفض وبانحراف معياري (0.825) ومعامل اختلاف (0.499) وهذا يبين ضعف تناسق اجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرة (17) على أدنى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (1.62) وبانحراف معياري بلغ (0.734) يبين ضعف انسجام اجابات الأفراد عينة البحث وضمن مستوى اجابة منخفض. وكانت جميع قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات سالبة أي أقل من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (3-15) وصف فقرات تحيز الوضع الراهن

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الاجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س15	1.65	منخفض	0.825	0.499	الاول	-4.33
س16	1.63	منخفض	0.719	0.44	الثاني	-5.24
س17	1.62	منخفض	0.734	0.451	الثالث	-5.27
الوضع الراهن	1.63	منخفض	0.758	0.463		-4.92

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز الوضع الراهن فقد بلغ (1.63) وبانحراف معياري عام بلغ (0.758) ومعامل اختلاف (0.463) وقد حصل هذا البعد على مستوى إجابة منخفض. وبلغت قيمة t المحسوبة (-4.92) وهي أقل من قيمة t الجدولية مما يؤكد عدم معنوية النتائج الاحصائية لتحيز الوضع الراهن وأن أغلب المستثمرين لا يعانون من هذا التحيز.

3-1-2-5 تحيز الامتلاك

تم في هذا التحيز طرح ثلاث أسئلة على المستجيبين، تعبيراً عن فكرة تقييم الشيء الذي يمتلكه بقيمة أكبر من الشيء نفسه حينما لا يكون ضمن ممتلكاتهم. إذ يشير ارتفاع معدل الاجابات الى ميل المستثمرين لهذا التحيز بينما انخفاض مستوى الاجابات يشير لعكس ذلك. وتظهر النتائج في الجدول (3-16). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعاً كانت أقل من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة منخفض. قد حصلت الفقرة (19) على أعلى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (1.64) وضمن مستوى اجابة منخفض وبانحراف معياري (0.792) ومعامل اختلاف (0.482) وهذا يبين ضعف تناسق إجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرة (18) على أدنى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (1.56) وبانحراف معياري بلغ (0.791) يبين ضعف انسجام إجابات الأفراد عينة البحث وضمن مستوى إجابة منخفض. وكانت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات جميعاً سالبة وجميعها أقل من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (3-16) وصف فقرات تحيز الامتلاك

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الاجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س18	1.56	منخفض	0.791	0.507	الثالث	-5.74
س19	1.64	منخفض	0.792	0.482	الاول	-4.63
س20	1.63	منخفض	0.806	0.493	الثاني	-4.68
تحيز أثر الامتلاك	1.61	منخفض	0.795	0.492		-5.02

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز الوضع الراهن فقد بلغ (1.61) وبانحراف معياري عام بلغ (0.795) ومعامل اختلاف (0.492) وقد حصل هذا البعد على مستوى إجابة منخفض. وبلغت قيمة t المحسوبة (-5.02) وهي أقل من قيمة t الجدولية مما يؤكد عدم معنوية النتائج الاحصائية لتحيز الوضع الراهن وأن هناك انخفاضا في مستوى ميل المستثمرين لتحيز أثر الامتلاك.

6-1-2-3 تحيز تجنب الندم

طرح على المستجيبين في هذا التحيز ثلاث أسئلة. وتم صياغة الاسئلة بحيث يعبر ارتفاع الاجابة عن شعور عالٍ بعدم الرغبة بالتعرض للندم عند اتخاذ القرارات المالية. أما انخفاض الاجابة فيعبر عن عكس الحالة الاولى وميل لعدم الشعور بالندم عند اتخاذ القرارات المالية. وتظهر النتائج في الجدول (3-17). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة متوسط الى عالٍ. قد حصلت الفقرة (22) على أعلى المتوسطات الحسابية فقد بلغ (2.36) وضمن مستوى اجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.664) ومعامل اختلاف (0.281) وهذا يبين تناسق إجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرة (23) على أدنى المتوسطات الحسابية بلغ (2.3) وبانحراف معياري بلغ (0.871) يبين ضعف انسجام إجابات الأفراد عينة البحث نسبيا وضمن مستوى إجابة متوسط. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات (3.55، 5.68، 4.78) وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (3-17) وصف فقرات تحيز تجنب الندم

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الاجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س21	2.36	عالٍ	0.768	0.326	الاول	4.78
س22	2.36	عالٍ	0.664	0.281	الثاني	5.68
س23	2.3	متوسط	0.871	0.379	الثالث	3.55
تجنب الندم	2.34	عالٍ	0.771	0.329		4.56

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز تجنب الندم فقد بلغ (2.34) وبانحراف معياري عام بلغ (0.771) ومعامل اختلاف (0.329) وقد حصل هذا البعد على مستوى إجابة عالٍ. وبلغت قيمة t المحسوبة (4.56) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز تجنب الندم وأن المستثمرين يميلون لتجنب القرارات التي قد تقود الى الشعور بالندم على اتخاذ قرار قد يقود الى تعرضهم لخسائر.

7-1-2-3 تحيز تجنب الغموض

طرح في هذا التحيز ثلاث أسئلة على المستجيبين. وتم صياغة الاسئلة بحيث يعبر ارتفاع الاجابة عن ميل لتجنب الغموض عند اتخاذ القرار المالية. أما انخفاض الاجابة فيعبر عن عكس

الحالة الاولى وميل لعدم تجنب الغموض. وتظهر النتائج في الجدول (3-18). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة عالٍ. قد حصلت الفقرة (26) على أعلى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.46) وضمن مستوى اجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.663) ومعامل اختلاف (0.27) وهذا يبين تناسق إجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرتين (24، 25) على الوسط الحسابي نفسه وبلغ (2.42) ولكن بانحرافين مختلفين بلغا (0.79, 0.801) على الترتيب وضمن مستوى اجابة عالٍ للفقرتين. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات (5.43، 5.51، 7.51) على الترتيب وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (3-18) وصف فقرات تحيز تجنب الغموض

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الاجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س24	2.42	عالٍ	0.801	0.331	الثالث	5.43
س25	2.42	عالٍ	0.79	0.326	الثاني	5.51
س26	2.46	عالٍ	0.663	0.27	الاول	7.15
تجنب الغموض	2.43	عالٍ	0.752	0.309		5.96

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز تجنب الغموض فقد بلغ (2.43) وبانحراف معياري عام بلغ (0.752) ومعامل اختلاف (0.309) وقد حصل هذا البعد على مستوى اجابة عالٍ. وبلغت قيمة t المحسوبة (5.96) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز تجنب الغموض وأن المستثمرين يميلون لتجنب المواقف الغامضة واتخاذ القرارات المالية التي تبدو أكثر وضوحاً لهم.

3-2-1-8 الوصف الاجمالي لتحيزات نظرية الاحتمال

يظهر الجدول (3-19) تسلسل الاهمية النسبية لكل من تحيزات نظرية الاحتمال.

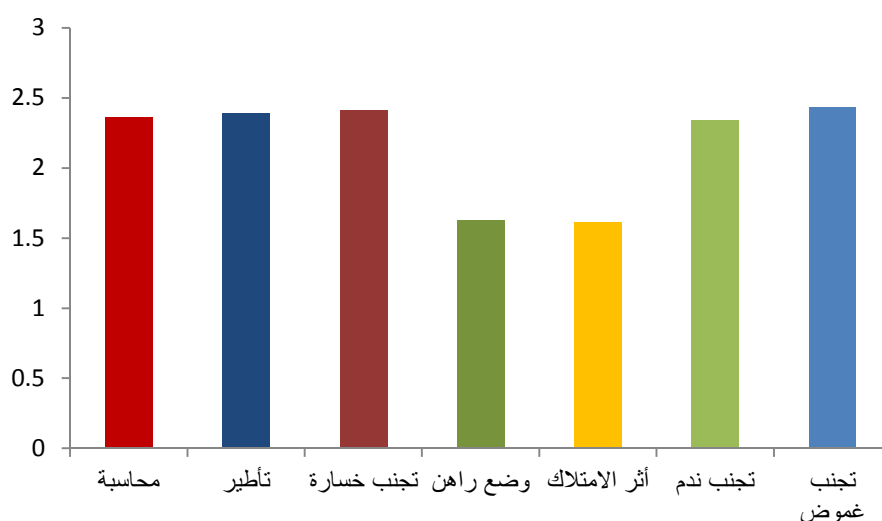
الجدول (3-19) الاهمية النسبية لتحيزات نظرية الاحتمال

المحاسبة الذهنية	الوسط الحسابي	مستوى الاجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
المحاسبة الذهنية	2.36	عالٍ	0.752	0.318	الرابع	5.01
التأطير	2.39	عالٍ	0.697	0.292	الثالث	5.75
تجنب الخسارة	2.41	عالٍ	0.721	0.299	الثاني	5.94

الوضع الراهن	1.63	منخفض	0.758	0.463	السادس	-4.92
أثر الامتلاك	1.61	منخفض	0.795	0.492	السابع	-5.02
تجنب الندم	2.34	عالٍ	0.771	0.329	الخامس	4.56
تجنب الغموض	2.43	عالٍ	0.752	0.309	الاول	5.96
نظرية الاحتمال	2.25	متوسط	0.80	0.356		3.18

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

ويلحظ عبر بيانات الجدول بأن تحيز تجنب الغموض حصل على المرتبة الأولى بدرجة الأهمية النسبية حسب إجابات عينة الدراسة أما أقل بعد فقد كان من نصيب أثر الامتلاك، وبشكل عام كان المتوسط الحسابي العام للتحيزات المرتبطة بنظرية الاحتمال متوسطاً بوسط حسابي (2.25) وبانحراف معياري عام بلغ (0.80). ويوضح الشكل (1-3) المتوسطات الحسابية لكل تحيز من تحيزات نظرية الاحتمال.



الشكل (1-3): المتوسطات الحسابية لكل تحيز من تحيزات نظرية الاحتمال

يتضح من الشكل ، أن المستثمرين عينة الدراسة يميلون للتحيزات المرتبطة بالتفضيلات ويتأثرون بطريقة عرض الخيارات عليهم وليس فقط بمضمون هذه الخيارات ويميلوا غالباً لتجنب المخاطرة في حالات الارباح بينما يفضلوا البحث عن المخاطرة في حالات الخسائر وغالباً ما يحاولون تجنب الغموض بالخيارات المستقبلية وتجنب الندم في قراراتهم الاستثمارية. في حين أن تأثرهم منخفضاً بتحيزات الوضع الراهن وأثر الامتلاك.

2-2-3 التحيزات المرتبطة بالموجهات

1-2-2-3 تحيز الثقة المفرطة:

تم في هذا التحيز طرح خمس أسئلة على المستجيبين، إذ طرح في الفقرة (27) والفقرة (30) سؤالين لمعلومات عامة غير مرتبطة بالقرار الاستثماري. الأول منهما عن مدى الثقة بالمعلومات العامة إذ طلب من المستجيبين تحديد مدى تقدير المسافة بين الأرض والقمر¹. الغرض منها استكشاف الفرق بين مستوى الثقة في الإجابة ومستوى الاجابات الصحيحة. فكان عدد الاجابات الصحيحة 36 أجابة من 107 أي بنسبة 34.5% بينما أشارت الاجابات عن مستوى الثقة لدى العينة 82%. والفقرة (30) تتعلق أيضا بمعلومات عامة عن عاصمة استراليا² 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 (29) فيرتبط بمدى الثقة بالمهارات الشخصية وتشير الاجابة عن هذا السؤال بأن ما يقارب 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 أعلى من المعدل ينبغي أن لا تتجاوز الثلث أي 33.4%. ويؤكد ذلك وجود ميل لتحيز الثقة المفرطة للمستجيبين. أما الفقرتين (28) و(31) فكانت عن المهارات الاستثمارية.

وتظهر النتائج في الجدول (3-20). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي البالغ (2) وبمستوى اجابة عالٍ. وقد حصلت الفقرة (29) على أعلى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.51) وبانحراف معياري (0.732) ومعامل اختلاف (0.291) وهذا يبين تناسق إجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرة (31) على أدنى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.41) وبانحراف معياري بلغ (0.789) يبين قلة انسجام إجابات الأفراد عينة البحث وضمن مستوى إجابة عالٍ أيضا. كما حصلت الفقرة (30) على الاجابات الاقل تشتتا بمعامل اختلاف بلغ (0.254). وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات (6.28، 7.33، 7.26، 7.07، 5.39) على الترتيب وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (3-20) وصف فقرات تحيز الثقة المفرطة

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الاجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س27	2.46	عالٍ	0.769	0.312	الثاني	6.28
س28	2.44	عالٍ	0.633	0.258	الثالث	7.33
س29	2.51	عالٍ	0.732	0.291	الأول	7.26
س30	2.42	عالٍ	0.615	0.254	الرابع	7.07
س31	2.41	عالٍ	0.789	0.327	الخامس	5.39

¹ تبلغ المسافة الحقيقية بين الأرض والقمر 384404 كم.
² عاصمة استراليا هي كانبيرا.

6.59		0.289	0.709	عالي	2.45	الثقة المفرطة
------	--	-------	-------	------	------	---------------

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية
 أما المعدل العام لتحيز الثقة المفرطة فقد بلغ (2.45) وبانحراف معياري عام بلغ (0.709) ومعامل اختلاف (0.289) وقد حصل هذا التحيز على مستوى إجابة عالي. وبلغت قيمة t المحسوبة (6.59) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز الثقة المفرطة وأن المستثمرين يعانون من هذا التحيز وبشكل واضح. مما يتطلب من المستثمرين والمحللين الاهتمام بهذا التحيز لوضوحه لدى المستثمرين في سوق العراق للاوراق المالية وادراك وجود هذا التحيز قد يسهم في التقليل من حدته عند اتخاذ القرار الاستثماري.

2-2-2-3 تحيز سلوك القطيع:

طرح في هذا التحيز خمس أسئلة على المستجيبين، الغرض منها بيان سلوك المستثمرين عند وصول معلومات ترتبط بحجم التداول بسهم معين أو بسعر سهم ما أو بسلوكيات المستثمرين الآخرين لمعرفة استجابة المستثمر لهذه المعلومات وكيف تؤثر في قراره الاستثماري. إذ أن ارتفاع معدلات الإجابة يشير الى ميل لتحيز سلوك القطيع ومحاولة تقليد أو محاكاة الآخرين في قراراتهم عند اتخاذ القرار الاستثماري الشخصي. وتظهر النتائج في الجدول (3-21). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي البالغ (2) وبمستوى اجابة من متوسط الى عالي. قد حصلت الفقرة (32) على أعلى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.44) وبانحراف معياري (0.703) ومعامل اختلاف (0.288) وهذا يبين تناسق إجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرة (36) على أدنى المتوسطات الحسابية بلغ (2.19) وبانحراف معياري بلغ (0.770) يبين ضعف انسجام إجابات الأفراد عينة البحث نسبيا وضمن مستوى إجابة متوسط. كما حصلت الفقرة (35) على الاجابات الأقل 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) على الترتيب وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (3-21) وصف فقرات تحيز سلوك القطيع

T	الاهمية النسبية	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	مستوى الاجابة	الوسط الحسابي	الفقرات
6.46	الاول	0.288	0.703	عالي	2.44	س32
6.32	الثاني	0.284	0.687	عالي	2.42	س33
4.66	الرابع	0.327	0.766	عالي	2.34	س34
6.33	الثالث	0.273	0.657	عالي	2.40	س35
2.63	الخامس	0.351	0.77	متوسط	2.19	س36
5.17		0.305	0.721	عالي	2.36	سلوك القطيع

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز سلوك القطيع فقد بلغ (2.36) وبانحراف معياري عام بلغ (0.721) ومعامل اختلاف (0.305) وقد حصل هذا التحيز على مستوى إجابة عالٍ. وبلغت قيمة t المحسوبة (5.17) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز سلوك القطيع. ويستدعي ذلك الاهتمام بهذا التحيز بعدّه 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.

3-2-2-3 تحيز التمثيلية

تم في هذا التحيز طرح خمسة أسئلة على المستجيبين، الغرض من السؤال الاول هو تخمين قدرة المستجيبين على تحديد الحجم الامثل للعينة وهل أن عدد الاحداث السابقة يكفي للتنبؤ بالحدث المستقبلي المشابه لها. وكان السؤال عن اختيار السلسلة الاكثر عقلانية حسب رأي العينة من مجموعة من الصور التي تمثل أوجه العملة عند رميها بين أن يظهر وجه الصورة أم الكتابة وكان إختيار أغلب العينة 81% للخيار الثالث الذي يبدو أكثر عشوائية من باقي الخيارات رغم أن احتمالية ظهور أي من وجهي العملة هي نفسها في كل الرميات وهي 50% إلا ان العينة اختارت احد الخيارات التي ترى بأنها الاكثر دقة وهذا يشير الى الاعتماد كثيرا على الاحداث السابقة للتنبؤ بالحدث المستقبلي المشابه أي أن هناك خلافا في ادراك معنى الاحتمالات السابقة وأن ما تكرر كثيرا في السابق قد يكون احتمال تكراره في المستقبل قليلا حسب وجهة نظرهم. أما الفقرات الاربع الاخرى فكانت تتضمن أسئلة عن القرارات الاستثمارية واهتمت جميعها بكيفية تعامل المستثمرين مع البيانات السابقة عن أسعار و عوائد الاسهم إذ يشير ارتفاع الاوساط الحسابية الى ميل المستجيبين الى تحيز التمثيلية وتظهر النتائج في الجدول (3-22). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة عالٍ. قد حصلت الفقرة (37) على أعلى المتوسطات الحسابية فقد بلغ (2.52) وضمن مستوى اجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.692) ومعامل اختلاف (0.274) وهذا يبين تناسق إجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرة (41) على أدنى المتوسطات الحسابية بلغ (2.42) وبانحراف معياري بلغ (0.741) يبين مدى انسجام إجابات الأفراد عينة البحث وضمن مستوى اجابة عالٍ ايضا. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات (7.82، 7.47، 7.76، 6.34، 6) وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (3-22) وصف فقرات تحيز التمثيلية

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الاجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س37	2.52	عالٍ	0.692	0.274	الاول	7.82
س38	2.45	عالٍ	0.634	0.258	الثالث	7.47
س39	2.47	عالٍ	0.635	0.256	الثاني	7.76
س40	2.43	عالٍ	0.716	0.294	الرابع	6.34

س41	2.42	عالٍ	0.741	0.305	الخامس	6
التمثيلية	2.46	عالٍ	0.683	0.277		7.04

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز التمثيلية فقد بلغ (2.46) وبانحراف معياري عام بلغ (0.683) ومعامل اختلاف (0.277) وقد حصل هذا التحيز على مستوى إجابة عالٍ. وبلغت قيمة t المحسوبة (7.04) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز التمثيلية وأن المستثمرون يعانون إجمالاً من هذا التحيز.

3-2-2-4 تحيز المتاحية

طرح في هذا التحيز خمس أسئلة على المستجيبين، أربعة منها تستكشف النوايا الاستثمارية اعتماداً على ما متاح لمتخذ القرار من معلومات قريبة أو ظاهرة بينما تعرض الفقرة الأخيرة موضوعاً عاماً مرتبطاً باستجابة العينة لسؤال عن خطورة بعض وسائل النقل. إن اعتماد العينة على المعلومات المتاحة دون البحث عن معلومات إضافية يعني ميلهم لتحيز المتاحية. وتظهر النتائج في الجدول (3-23). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الأوساط الحسابية للفقرات جميعاً كانت أعلى من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى إجابة عالٍ عدا الفقرة الأخيرة التي نالت مستوى متوسطاً للإجابة. قد حصلت الفقرة (45) على أعلى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.52) وضمن مستوى إجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.678) ومعامل اختلاف (0.269) وهذا يبين تناسق إجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرة (46) على أدنى المتوسطات الحسابية (2.15) وبانحراف معياري بلغ (0.933) يبين ضعف انسجام إجابات الأفراد عينة البحث نسبياً وضمن مستوى إجابة متوسط. وبلغت قيم t المحسوبة للأوساط الحسابية للفقرات (5، 6.65، 7.26، 7.98، 1.76) على الترتيب وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01) عدا الفقرة الأخيرة التي كانت قيمة t المحسوبة لها أعلى من قيمة t الجدولية البالغة (1.67) بمستوى معنوية 0.05.

جدول (3-23) وصف فقرات تحيز المتاحية

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الإجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س42	2.34	عالٍ	0.715	0.305	الرابع	5.00
س43	2.39	عالٍ	0.611	0.255	الثالث	6.65
س44	2.50	عالٍ	0.719	0.287	الثاني	7.26
س45	2.52	عالٍ	0.678	0.269	الأول	7.98
س46	2.15	متوسط	0.933	0.432	الخامس	1.76
المتاحية	2.38	عالٍ	0.748	0.314		5.32

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز المتاحية فقد بلغ (2.38) وبانحراف معياري عام بلغ (0.748) ومعامل اختلاف (0.314) وقد حصل هذا التحيز على مستوى إجابة عالٍ. وبلغت قيمة t المحسوبة (5.32) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز المتاحية وأن المستثمرين يميلون غالباً للاعتماد على ما متوفر من معلومات دون البحث الاضافي عن معلومات اخرى.

3-2-2-5 تحيز العزو الذاتي

طرح في هذا التحيز خمس أسئلة على المستجيبين، تهتم بقياس مدى ميل المستثمرين لعزو نجاحاتهم الاستثمارية الى عوامل داخلية مثل مهاراتهم وقدراتهم الاستثمارية وعزو اخفاقاتهم الى عوامل خارجية مثل الظروف غير المسيطر عليها والحظ. وتشير مستويات الاجابة العالية الى ارتفاع نسبة هذا التحيز لدى المستثمرين. وتظهر النتائج في الجدول (3-24). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعاً كانت أعلى من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة متوسط الى عالٍ. وقد حصلت الفقرة (50) على أعلى المتوسطات الحسابية فقد بلغ (2.41) وضمن مستوى اجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.658) ومعامل اختلاف (0.273) وهذا يبين تناسق إجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرة (48) على أدنى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.19) وبانحراف معياري بلغ (0.733) وضمن مستوى اجابة متوسط. وكانت جميع قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (3-24) وصف فقرات تحيز الاعزاء الذاتي

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الاجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س47	2.3738	عالي	0.759	0.32	الثالث	5.096
س48	2.1963	متوسط	0.733	0.334	الخامس	2.771
س49	2.4019	عالٍ	0.811	0.338	الثاني	5.126
س50	2.4112	عالٍ	0.658	0.273	الاول	6.464
س51	2.2897	متوسط	0.74	0.323	الرابع	4.051
الاعزاء الذاتي	2.3346	متوسط	0.743	0.318		4.656

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز الاعزاء الذاتي فقد بلغ (2.33) وبانحراف معياري عام بلغ (0.743) ومعامل اختلاف (0.318) وقد حصل هذا التحيز على مستوى إجابة متوسط. وبلغت قيمة t المحسوبة (4.65) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز الاعزاء الذاتي وأن المستثمرين عموماً يعززون نجاحاتهم لمزاياهم الشخصية بينما يعززون الفشل الى العوامل الخارجية.

3-2-2-6 تحيز الارساء والتعديل

تم في هذا التحيز طرح ثلاث أسئلة على المستجيبين، تعبيراً عن فكرة إعتقاد المستثمرين على نقطة مرجعية قد تكون مستوى عائد او سعر لسهم معين وتعديل تقييماتهم الحالية على اساس هذه النقطة المرجعية. إذ يشير ارتفاع معدل الاجابات الى ميل المستثمرين لهذا التحيز بينما انخفاض مستوى الاجابات يشير لعكس ذلك. وتظهر النتائج في الجدول (3-25). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعاً كانت أقل من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة منخفض. قد حصلت الفقرة (52) على أعلى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (1.61) وضمن مستوى اجابة منخفض وبانحراف معياري (0.839) ومعامل اختلاف (0.518)، في حين حصلت الفقرة (54) على أدنى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (1.57) وبانحراف معياري بلغ (0.790) يبين مدى انسجام اجابات الأفراد عينة البحث وضمن مستوى اجابة منخفض. وكانت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات جميعاً سالبة وجميعها أقل من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (3-25) وصف فقرات تحيز الارساء والتعديل

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الاجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س52	1.61	منخفض	0.839	0.518	الاول	-4.699
س53	1.60	منخفض	0.809	0.504	الثاني	-5.014
س54	1.57	منخفض	0.790	0.503	الثالث	-5.626
الارساء والتعديل	1.59	منخفض	0.811	0.507		-5.107

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز الارساء والتعديل فقد بلغ (1.59) وبانحراف معياري عام بلغ (0.811) ومعامل اختلاف (0.507) وقد حصل هذا التحيز على مستوى اجابة منخفض. وبلغت قيمة t المحسوبة (-5.10) وهي أقل من قيمة t الجدولية مما يؤكد عدم معنوية النتائج الاحصائية لتحيز الارساء والتعديل وأن هناك انخفاضاً في مستوى ميل المستثمرين لهذا التحيز.

3-1-2-7 تحيز المحافظة

طرح في هذا التحيز ثلاث أسئلة على المستجيبين. وتم صياغة الاسئلة بحيث يعبر ارتفاع الاجابة عن تمسك المستجيب بمعتقداته السابقة وبضعف استجابته للمستجدات من المعلومات عند اتخاذ القرارات المالية. أما انخفاض الاجابة فيعبر عن عكس الحالة الاولى وميل لعدم الاصرار على المعتقدات السابقة عند اتخاذ القرارات المالية. وتظهر النتائج في الجدول (3-26). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعاً كانت أقل من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة منخفض. قد حصلت الفقرة (55) على أعلى المتوسطات الحسابية فقد بلغ (1.65) وضمن مستوى اجابة منخفض وبانحراف معياري (0.825) ومعامل اختلاف (0.499)

وهذا يبين عدم تناسق إجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرة (57) على أدنى المتوسطات الحسابية والذي بلغ (1.62) وبانحراف معياري بلغ (0.733) يبين مدى انسجام إجابات الأفراد عينة البحث نسبيا وضمن مستوى إجابة منخفض أيضا. وكانت جميع قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية لل فقرات أقل من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (3-26) وصف فقرات تحيز المحافظة

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الإجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س55	1.6542	منخفض	0.82534	0.499	الاول	-4.334
س56	1.6355	منخفض	0.71892	0.44	الثاني	-5.244
س57	1.6262	منخفض	0.73361	0.451	الثالث	-5.271
المحافظة	1.6386	منخفض	0.75845	0.463		-4.929

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز المحافظة فقد بلغ (1.63) وبانحراف معياري عام بلغ (0.758) ومعامل اختلاف (0.463) وقد حصل هذا التحيز على مستوى إجابة منخفض. وبلغت قيمة t المحسوبة (-4.92) وهي أقل من قيمة t الجدولية مما يؤكد عدم معنوية النتائج الاحصائية لتحيز المحافظة وأن المستثمرين لا يميلون اجمالا لهذا التحيز.

3-1-2-3 تحيز الحداثة

طرح في هذا التحيز ثلاث أسئلة أيضا على المستجيبين. وتم صياغة الأسئلة بحيث يعبر ارتفاع الاجابة عن ميل للاكتفاء بالبيانات ضمن أمد قريب من الناحية التاريخية عند اتخاذ القرار المالية. أما انخفاض الاجابة فيعبر عن عكس الحالة الاولى وميل للبحث عن معلومات أقدم. وتظهر النتائج في الجدول (3-27). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اقل من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة منخفض. فقد حصلت الفقرة (59) على أعلى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (1.64) وضمن مستوى اجابة منخفض وبانحراف معياري (0.792) ومعامل اختلاف (0.482) وهذا يبين ضعف تناسق إجابات عينة البحث اتجاه هذه الفقرة، في حين حصلت الفقرة (58) على أقل وسط حسابي وبلغ (1.56) وبانحراف معياري (0.791) وضمن مستوى إجابة منخفض. وكانت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات جميعا سالبة وأقل من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (27-3) وصف فقرات تحيز الحداثة

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الاجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	T
س58	1.56	منخفض	0.791	0.507	الثالث	-5.74
س59	1.64	منخفض	0.792	0.482	الاول	-4.63
س60	1.63	منخفض	0.805	0.493	الثاني	-4.68
الحداثة	1.61	منخفض	0.794	0.492		-5.02

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز الحداثة فقد بلغ (1.61) وبانحراف معياري عام بلغ (0.794) ومعامل اختلاف (0.492) وقد حصل هذا التحيز على مستوى إجابة منخفض. وبلغت قيمة t المحسوبة (-5.02) وهي أقل من قيمة t الجدولية مما يؤكد عدم معنوية النتائج الاحصائية لتحيز الحداثة وأن المستثمرين عموماً لا يميلون لهذا التحيز ومن ثم يحاولون الاستفادة من البيانات السابقة لمدد زمنية أطول.

9-2-2-3 تحيز الادراك المتأخر

طرح في هذا التحيز ثلاث أسئلة، تسعى لاكتشاف مدى ميل الأشخاص لتحسين الحكم على قدراتهم التنبؤية لحدث ما بعد حدوثه مما يسبب إعطائهم تقديرات لامكانية التنبؤ بالحدث بعد معرفة نتيجته أعلى بكثير من الأشخاص الذين يتنبئون بالحدث دون معرفة سابقة بنتيجته. وتظهر النتائج في الجدول (3-28). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعاً كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة عالٍ عدا الفقرة الاخيرة التي نالت مستوى متوسط للاجابة. قد حصلت الفقرة (61) على أعلى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.47) وضمن مستوى اجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.756) ومعامل اختلاف (0.306)، في حين حصلت الفقرة (63) على أدنى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.27) وبانحراف معياري بلغ (0.853) يبين مدى انسجام إجابات الأفراد عينة البحث وضمن مستوى إجابة متوسط. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات (7.70، 6.51، 3.28) على الترتيب وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (28-3) وصف فقرات تحيز الادراك المتأخر

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الاجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	T
س61	2.47	عالٍ	0.756	0.306	الاول	6.51
س62	2.44	عالٍ	0.602	0.246	الثاني	7.70
س63	2.2	متوسط	0.853	0.376	الثالث	3.28
الادراك المتأخر	2.39	عالٍ	0.747	0.312		5.51

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز الادراك المتأخر فقد بلغ (2.39) وبانحراف معياري عام بلغ (0.747) ومعامل اختلاف (0.312) وقد حصل هذا التحيز على مستوى إجابة عالٍ. وبلغت قيمة t المحسوبة (5.51) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز الادراك المتأخر وأن المستثمرين يميلون لتعزيز قدرتهم التنبؤية بعد حدوث الحدث.

10-2-2-3 تحيز التثبيت

تم طرح ثلاث أسئلة لتحيز التثبيت، تحاول بيان امكانية وجود الادراك الانتقائي الذي يؤكد على الافكار التي تعزز معتقدات المستجيبين وتقلل من قيمة كل ما يناقض هذه المعتقدات. وتظهر النتائج في الجدول (3-29). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة عالٍ عدا الفقرة (65) التي نالت مستوى متوسطا للاجابة. قد حصلت الفقرة (64) على أعلى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.54) وضمن مستوى اجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.618) ومعامل اختلاف (0.243)، ويشير ذلك الى تناسق عالٍ لاجابات العينة عن هذه الفقرة. في حين حصلت الفقرة (65) على أدنى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.32) وبانحراف معياري بلغ (0.833) يبين مدى انسجام اجابات الأفراد عينة البحث وضمن مستوى اجابة متوسط. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات (9.06، 4.06، 6.99) على الترتيب وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (3-29) وصف فقرات تحيز التثبيت

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الاجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س64	2.54	عالٍ	0.618	0.243	الاول	9.06
س65	2.32	متوسط	0.833	0.358	الثالث	4.06
س66	2.46	عالٍ	0.691	0.28	الثاني	6.99
التثبيت	2.44	عالٍ	0.723	0.296		6.37

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز التثبيت فقد بلغ (2.44) وبانحراف معياري عام بلغ (0.723) ومعامل اختلاف (0.296) وقد حصل هذا التحيز على مستوى إجابة عالٍ. وبلغت قيمة t المحسوبة (6.37) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز التثبيت وأن المستثمرين يميلون للتأكيد على معتقداتهم السابقة والتقليل من أهمية المعلومات التي تناقض هذه المعتقدات.

11-2-2-3 تحيز التفاؤل المفرط

طرح في هذا التحيز ثلاثة أسئلة عن منظورات المستجيبين المستقبلية وتقديراتهم الشخصية عن امكانية تعرضهم لحدث سيء نسبة لاقرانهم. وتظهر النتائج في الجدول (3-30). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي

وبمستوى اجابة عالٍ عدا الفقرة الاخيرة التي نالت مستوً متوسطا للاجابة. قد حصلت الفقرة (67) على أعلى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.42) وضمن مستوى اجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.659) ومعامل اختلاف (0.272)، في حين حصلت الفقرة (69) على أدنى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.32) وبانحراف معياري بلغ (0.723) وضمن مستوى اجابة متوسط. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية لل فقرات (6.59، 4.66، 4.67) على الترتيب وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (30-3) وصف فقرات تحيز التفاؤل المفرط

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الاجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س67	2.42	عالٍ	0.659	0.272	الاول	6.59
س68	2.34	عالٍ	0.766	0.327	الثاني	4.66
س69	2.32	متوسط	0.723	0.311	الثالث	4.67
التفاؤل المفرط	2.36	عالٍ	0.716	0.303		5.26

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز التفاؤل المفرط فقد بلغ (2.36) وبانحراف معياري عام بلغ (0.716) ومعامل اختلاف (0.303) وقد حصل هذا التحيز على مستوى اجابة عالٍ. وبلغت قيمة t المحسوبة (5.26) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز التفاؤل المفرط وأن المستثمرين يميلون لتقدير منظوراتهم المستقبلية بمعدلات اعلى من أقرانهم.

3-2-2-12 تحيز التنافر الإدراكي

تم طرح ثلاثة أسئلة لتحيز التنافر الإدراكي تسعى لاختبار ميل المستثمرين لإيجاد تبريرات ملائمة لنتائج قراراتهم لإزالة تقاطع أو عدم توافق معتقداتهم الحالية مع السابقة. وتظهر النتائج في الجدول (31-3). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة عالٍ. وقد حصلت الفقرة (72) على أعلى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.45) وضمن مستوى اجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.648) ومعامل اختلاف (0.264) ويشير الى تناسق عالٍ لإجابات العينة عن هذه الفقرة. في حين حصلت الفقرة (70) على أدنى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.41) وبانحراف معياري بلغ (0.751) يبين مدى انسجام إجابات الأفراد عينة البحث وضمن مستوى اجابة متوسط. وبلغت قيم t المحسوبة للأوساط الحسابية للفقرات (7.33، 5.65، 7.30) على الترتيب وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (31-3) وصف فقرات تحيز التنافر الادراكي

T	الاهمية النسبية	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	مستوى الاجابة	الوسط الحسابي	الفقرات
5.65	الثالث	0.312	0.751	عالٍ	2.41	س70
7.33	الثاني	0.258	0.632	عالٍ	2.44	س71
7.30	الاول	0.264	0.648	عالٍ	2.45	س72
6.70		0.278	0.677	عالٍ	2.43	التنافر الادركي

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز التنافر الادراكي فقد بلغ (2.43) وبانحراف معياري عام بلغ (0.677) ومعامل اختلاف (0.278) وقد حصل هذا التحيز على مستوى إجابة عالٍ. وبلغت قيمة t المحسوبة (6.70) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز التنافر الادراكي مما يشير الى وجود هذا التحيز لدى العينة المبحوثة.

13-2-2-3 تحيز وهم السيطرة

طرح في هذا التحيز ثلاث أسئلة تهتم باختبار ميل المستجيبين للاعتقاد بقدرتهم على السيطرة أو التأثير في النتائج المستقبلية، دون أن يملكو واقعا هذه الامكانية. إذ يلاحظ من الجدول (3-3) بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة عالٍ عدا الفقرة (74) التي حصلت على مستوى متوسط. قد حصلت الفقرة (73) على أعلى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.38) وضمن مستوى اجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.842) ومعامل اختلاف (0.354)، في حين حصلت الفقرة (74) على أدنى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.26) وبانحراف معياري بلغ (0.743) وضمن مستوى إجابة متوسط. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات (4.70، 3.36، 6.06) على الترتيب وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (32-3) وصف فقرات تحيز وهم السيطرة

t	الاهمية النسبية	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	مستوى الاجابة	الوسط الحسابي	الفقرات
4.70	الاول	0.354	0.842	عالٍ	2.38	س73
3.63	الثالث	0.329	0.743	متوسط	2.26	س74
6.06	الثاني	0.268	0.637	عالٍ	2.37	س75
4.71		0.319	0.745	متوسط	2.33	وهم السيطرة

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز وهم السيطرة فقد بلغ (2.33) وبانحراف معياري عام بلغ (0.745) ومعامل اختلاف (0.319) وقد حصل هذا التحيز على مستوى إجابة متوسط. وبلغت قيمة t المحسوبة (4.71) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز وهم السيطرة وأن المستثمرين يميلون للاعتقاد بقدرتهم على السيطرة أو التأثير في النتائج المستقبلية.

14-2-2-3 تحيز السيطرة الذاتية

تم طرح ثلاثة أسئلة لتحيز السيطرة الذاتية، تسعى لاختبار امكانية وجود صراع بين الرغبات الاولية للمستجيبين وبين عدم قدرتهم للعمل بشكل جدي لتحقيق هذه الرغبات. إذ يلاحظ من الجدول (33-3) بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة عالٍ. وقد حصلت الفقرة (78) على أعلى المتوسطات الحسابية إذ بلغ (2.40) وضمن مستوى اجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.711) ومعامل اختلاف (0.296) ويشير الى تناسق اجابات العينة عن هذه الفقرة. في حين حصلت الفقرتين (76، 77) على المتوسط نفسه وبلغ (2.37) ولكن الانحراف المعياري للفقرة (76) بلغ (0.680) وهو الاقل بين الانحرافات الاخرى ويبين مدى انسجام اجابات الأفراد عينة البحث. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات (5.68، 4.79، 5.83) على الترتيب وجميعها أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (33-3) وصف فقرات تحيز السيطرة الذاتية

T	الاهمية النسبية	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	مستوى الاجابة	الوسط الحسابي	الفقرات
5.68	الثاني	0.287	0.680	عالٍ	2.37	س76
4.79	الثالث	0.34	0.807	عالٍ	2.37	س77
5.83	الاول	0.296	0.711	عالٍ	2.40	س78
5.40		0.308	0.732	عالٍ	2.38	السيطرة الذاتية

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لتحيز السيطرة الذاتية فقد بلغ (2.38) وبانحراف معياري عام بلغ (0.732) ومعامل اختلاف (0.308) وقد حصل هذا التحيز على مستوى إجابة عالٍ. وبلغت قيمة t المحسوبة (5.40) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لتحيز السيطرة الذاتية وأن المستثمرين في سوق العراق للاوراق المالية يعانون من هذا التحيز.

3-2-2-15 الوصف الاجمالي لتحيزات الموجهات يظهر الجدول (3-34) تسلسل الاهمية النسبية لكل من تحيزات الموجهات.

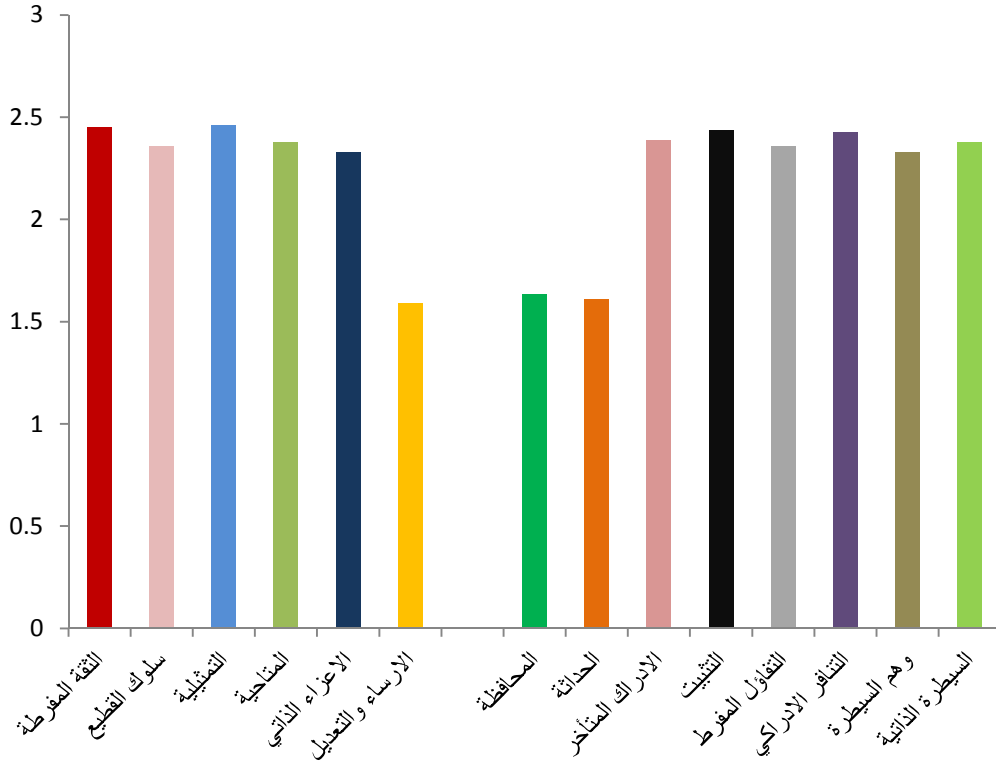
الجدول (3-34) الاهمية النسبية لتحيزات الموجهات

t	الاهمية النسبية	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	مستوى الاجابة	الوسط الحسابي	تحيزات الموجهات
6.59	الثاني	0.289	0.709	عالي	2.45	الثقة المفرطة
5.17	التاسع	0.305	0.721	عالي	2.36	سلوك القطيع
7.04	الاول	0.277	0.683	عالي	2.46	التمثيلية
5.32	السابع	0.314	0.748	عالي	2.38	المتاحية
4.656	العاشر	0.318	0.743	متوسط	2.33	الاعزاء الذاتي
-5.107	الرابع عشر	0.507	0.811	منخفض	1.59	الارساء والتعديل
-4.929	الثاني عشر	0.463	0.75845	منخفض	1.6386	المحافظة
-5.02	الثالث عشر	0.492	0.794	منخفض	1.61	الحدائة
5.51	الخامس	0.312	0.747	عالي	2.39	الادراك المتأخر
6.37	الثالث	0.296	0.723	عالي	2.44	التثبيت
5.26	الثامن	0.303	0.716	عالي	2.36	التفاوت المفرط
6.70	الرابع	0.278	0.677	عالي	2.43	التنافر الادراكي
4.71	الحادي عشر	0.319	0.745	متوسط	2.33	وهم السيطرة
5.40	السادس	0.308	0.732	عالي	2.38	السيطرة الذاتية
3.429		0.35	0.79193	متوسط	2.2625	تحيزات الموجهات

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

نلاحظ من بيانات الجدول أن تحيز التمثيلية حصل على المرتبة الأولى بدرجة الأهمية النسبية حسب إجابات عينة الدراسة أما أقل تحيز فقد كان الارساء والتعديل، وبشكل عام كان المتوسط الحسابي العام للتحيزات المرتبطة بالموجهات متوسطاً بوسط حسابي (2.26)

وبانحراف معياري عام بلغ (0.791). ويوضح الشكل (2-3) المتوسطات الحسابية لكل تحيز من تحيزات الموجهات.



الشكل (2-3): مستوى تحيزات الموجهات حسب المتوسطات الحسابية

3-2-3 أبعاد اتخاذ القرار

1-3-2-3 حجم التداول

قدمت فقرتين لاختبار رغبة المستجيبين بتكرار التداول. والنتائج ظهرت في الجدول (3-35). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة متوسط الى عالٍ. فقد حصلت الفقرة (81) على متوسط حسابي بلغ (2.61) وضمن مستوى اجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.624) ومعامل اختلاف (0.239)، ويشير ذلك الى تناسق متوسط لاجابات العينة عن هذه الفقرة. في حين حصلت الفقرة (80) على وسط حسابي بلغ (2.29) وبانحراف معياري بلغ (0.860) يبين مدى انسجام إجابات الأفراد عينة البحث وضمن مستوى اجابة متوسط. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات (3.6، 10.2) على الترتيب وهي أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (3-35) وصف فقرات حجم التداول

t	الاهمية النسبية	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	مستوى الاجابة	الوسط الحسابي	الفقرات
3.6	الثاني	0.374	0.860	متوسط	2.29	س80
10.2	الاول	0.239	0.624	عالٍ	2.61	س81
6.18		0.312	0.766	عالٍ	2.45	حجم التداول

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام لحجم التداول فقد بلغ (2.45) وبانحراف معياري عام بلغ (0.766) ومعامل اختلاف (0.312) وقد حصل هذا البعد على مستوى إجابة عالٍ. 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 إنخفاضا كبيرا 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 عائدا اقل ومن ثم فإن هذا السلوك لا يمكن تفسيره عبر نظرية المنفعة التقليدية او رشد وعقلانية المستثمر وإنما تفسره المبالغة بثقة الأشخاص بمعلوماتهم عن السوق والأسهم او المبالغة بمقدراتهم الذاتية وقدرتهم على 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 لاسيما حينما لا يدرك المستثمرون أن هناك فقاعة تتشكل.

3-2-3-2 مستوى التنوع

قدمت فقرتين لاختبار مستوى تنوع محفظة المستثمرين عينة الدراسة، الفقرة (79) 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 العالٍ (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 باعطاء التنوع العالٍ الوزن (1) أي مخاطرة منخفضة والتنوع المتوسط الوزن (2) أي مخاطرة متوسطة والتنوع المنخفض الوزن (3) أي مخاطرة عالية لان الدراسة تحاول استكشاف مدى تحمل المستجيبين للمخاطرة. وتظهر النتائج في الجدول (3-36) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومعامل الاختلاف ومستوى الاجابات والاهمية النسبية واختبار t لفقرات مستوى التنوع. إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة عالٍ. فقد حصلت الفقرة (79) على متوسط حسابي بلغ (2.36) وضمن مستوى اجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.828) ومعامل اختلاف (0.350)، ويشير ذلك الى تناسق متوسط لاجابات العينة عن هذه الفقرة. في حين حصلت الفقرة الخاصة بعدد القطاعات المستثمر بها في صفحة البيانات الشخصية على

وسط حسابي بلغ (2.43) وبانحراف معياري بلغ (0.729) يبين مدى انسجام إجابات الأفراد عينة البحث وضمن مستوى إجابة عالٍ. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرات (4.55، 6.23) على الترتيب وهي أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01).

جدول (3-3) وصف فقرات مستوى التنوع

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الإجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الاهمية النسبية	t
س79	2.36	عالٍ	0.828	0.35	الثاني	4.55
تنوع القطاعات	2.43	عالٍ	0.729	0.299	الاول	6.23
مستوى التنوع	2.40	عالٍ	0.779	0.325		5.33

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام للتنوع فقد بلغ (2.40) وبانحراف معياري عام بلغ (0.779) ومعامل اختلاف (0.325) وقد حصل هذا البعد على مستوى إجابة عالٍ. وبلغت قيمة t المحسوبة (5.33) وهي أكبر من قيمة t الجدولية مما يؤكد معنوية النتائج الاحصائية لبعد التنوع وأن المستثمرين لا يعملون على تنوع محافظهم بشكل كافٍ مما يشير الى تعرضهم لمخاطرة أكبر.

3-3-2-3 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 عالٍ ومخاطرة عالية. أما الفقرة الثانية فترتبط بميل المستثمرين للاستثمار باسهم الشركات الكبيرة او الصغيرة باعتبار ان الشركات الصغيرة أكثر عرضة للمخاطرة. وتظهر النتائج في الجدول (3-37). إذ يلاحظ في هذا الجدول بأن الاوساط الحسابية للفقرات جميعا كانت اعلى من الوسط الحسابي الفرضي وبمستوى اجابة متوسط الى عالٍ. فقد حصلت الفقرة (82) على متوسط حسابي بلغ (2.39) وضمن مستوى اجابة عالٍ وبانحراف معياري (0.697) ومعامل اختلاف (0.291)، ويشير ذلك الى تناسق متوسط لاجابات العينة عن هذه الفقرة. في حين حصلت الفقرة (83) على وسط حسابي بلغ (2.15) وبانحراف معياري بلغ (0.786) يبين مدى انسجام إجابات الأفراد عينة البحث وضمن مستوى إجابة متوسط. وبلغت قيم t المحسوبة للاوساط الحسابية للفقرة (82) (5.82) وهي أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.39) بمستوى معنوية (0.01). أما الفقرة (83) فقد بلغت قيمة t المحسوبه لها (1.97) وهي أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (1.67) بمستوى معنوية (0.05).

جدول (37-3) وصف فقرات الموقف من المخاطرة

الفقرات	الوسط الحسابي	مستوى الإجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الأهمية النسبية	t
س82	2.39	عالي	0.697	0.291	الثاني	5.82
س83	2.15	متوسط	0.786	0.366	الأول	1.97
الموقف من المخاطرة	2.27	متوسط	0.751	0.331		3.73

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما المعدل العام للموقف من المخاطرة فقد بلغ (2.27) وبانحراف معياري عام بلغ (0.751) ومعامل اختلاف (0.331) وقد حصل هذا البعد على مستوى إجابة 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 المخاطرة لدى المستجيبين.

3-2-3 الوصف الاجمالي لابعاد اتخاذ القرار

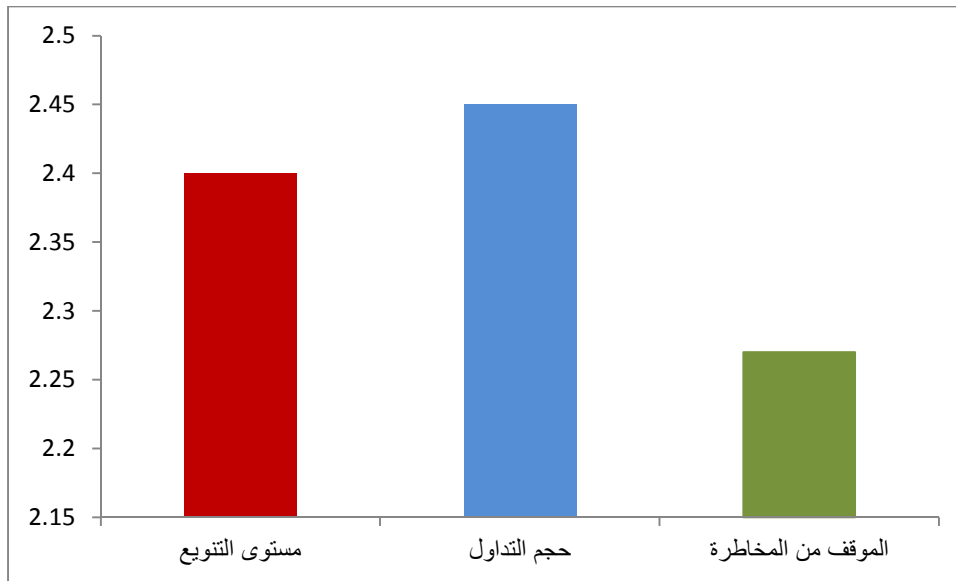
يظهر الجدول (38-3) تسلسل الأهمية النسبية لكل من ابعاد اتخاذ القرار.

الجدول (38-3) الأهمية النسبية لابعاد اتخاذ القرار

اتخاذ القرار	الوسط الحسابي	مستوى الإجابة	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	الأهمية النسبية	t
حجم التداول	2.45	عالي	0.766	0.312	الأول	6.18
مستوى التنوع	2.40	عالي	0.779	0.325	الثاني	5.33
الموقف من المخاطرة	2.27	متوسط	0.751	0.331	الثالث	3.73
المخاطرة العامة	2.377	عالي	0.7687	0.323		5.07

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

ويلاحظ من بيانات الجدول أن حجم التداول حصل على المرتبة الأولى بدرجة الأهمية النسبية حسب إجابات عينة الدراسة أما أقل بعد فكان الموقف من المخاطرة، وبشكل عام كان المتوسط الحسابي العام لمخاطرة اتخاذ القرار عاليًا بوسط حسابي (2.37) وبانحراف معياري عام بلغ (0.768). ويوضح الشكل (3-3) المتوسطات الحسابية لكل.



الشكل (3-3): مستوى أبعاد اتخاذ القرار حسب المتوسطات الحسابية

3-3 المبحث الثالث: اختبار الفرضيات توطئة :

اعتمد الباحث على ثلاث وسائل لغرض اختبار الفرضيات وهي مصفوفة الارتباط (معاملات ارتباط بيرسون) وتحليلي الانحدار البسيط والمتعدد. وقد استخدمت مصفوفة معاملات الارتباط البسيط لغرض التحقق من قوة علاقات الارتباط الموجودة ما بين أبعاد متغيرات الدراسة في حين استخدمت تحليلي الانحدار البسيط والمتعدد لغرض اختبار علاقات الأثر بين أبعاد متغيرات الدراسة الرئيسية.

1-3-3 اختبار فرضيات الارتباط

1-1-3-3 الفرضية الرئيسية الأولى:

(لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين تحيزات نظرية الاحتمال وأبعاد اتخاذ القرار) اعتمد في هذه الدراسة على معامل الارتباط البسيط (Pearson) لاختبار الفرضية الرئيسية الأولى والمتمثلة بعلاقات الارتباط بين تحيزات نظرية الاحتمال والمتغير المعتمد اتخاذ القرار. إذ يظهر الجدول (3-39) مصفوفة معاملات الارتباط البسيط بين أبعاد هذه المتغيرات. وقبل الدخول في اختبار الفرضيات الفرعية الثلاث لهذه الفرضية فإن الجدول (3-39) يشير أيضاً إلى حجم العينة (107) ونوع الاختبار (2-tailed). ومختصر (Sig.) في الجدول يشير إلى اختبار معنوية معامل الارتباط عبر مقارنة قيمة (t) المحسوبة مع الجدولية من غير أن يظهر قيمها. فوجود علامة (***) يدل على معنوية معامل الارتباط عند مستوى 0.01. وتتفرع من هذه الفرضية ثلاث فرضيات فرعية هي:

1. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين تحيزات نظرية الاحتمال وحجم التداول.

يظهر جدول مصفوفة الارتباط بأن هنالك علاقات ارتباط ذات دلالة معنوية عند مستوى (1%) بين تحيزات نظرية الاحتمال (التأطير والمحاسبة الذهنية وتجنب الخسارة وتجنب الغموض وتجنب الندم) وحجم التداول. وقد بلغت قيم معاملات الارتباط بين هذه التحيزات وحجم التداول (0.341, 0.544, 0.33, 0.381, 0.263) على الترتيب. وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة بمعنى وجود علاقة ارتباط معنوية بين هذه المتغيرات (1). بينما كانت علاقة الارتباط غير معنوية لتحيزات الوضع الراهن وأثر الامتلاك غير معنوية عند 0.01. وهذا ويدل على أن وجود تحيزات نظرية الاحتمال يعمل على زيادة ميل المستثمرين لتكرار التداول.

2. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين تحيزات نظرية الاحتمال وضعف تنويع المحفظة.

يظهر جدول مصفوفة الارتباط (3-39) بأن هنالك علاقات ارتباط معنوية عند مستوى (1%) بين تحيزات نظرية الاحتمال (التأطير والمحاسبة الذهنية وتجنب الخسارة وتجنب الغموض وتجنب الندم) وضعف تنويع المحفظة إذ بلغت قيم معاملات الارتباط البسيط بين هذه التحيزات وضعف التنويع (0.616, 0.514, 0.39, 0.491, 0.453) على الترتيب وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة بمعنى وجود علاقة ارتباط معنوية (2). بينما كانت العلاقة بين تحيزات الوضع الراهن وأثر الامتلاك غير معنوية. وهذا ويدل على أن وجود تحيزات

التأطير والمحاسبة الذهنية وتجنب الخسارة وتجنب الغموض وتجنب الندم يسهم في ضعف تنوع محفظة المستثمرين .

3. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين تحيزات نظرية الاحتمال وموقف المستثمرين تجاه المخاطرة.

يشير جدول مصفوفة الارتباط (3-39) بأن هنالك علاقات ارتباط قوية وذات دلالة معنوية عند مستوى (1%) بين تحيزات نظرية الاحتمال (التأطير والمحاسبة الذهنية وتجنب الخسارة وتجنب الغموض وتجنب الندم) وموقف المستثمرين تجاه المخاطرة. وقد بلغت قيم معاملات الارتباط بينها (0.447, 0.511, 0.322, 0.413, 0.403). وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية (3). بينما كانت علاقات الارتباط لتحيزات الوضع الراهن وأثر الامتلاك غير معنوية. وهذا ويدل على ارتفاع مستوى هذه التحيزات يزيد من ميل المستثمرين للبحث عن المخاطرة عند اتخاذ القرار الاستثماري.

4. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين تحيزات نظرية الاحتمال وأبعاد اتخاذ القرار الاستثماري مجتمعة.

يشير جدول مصفوفة الارتباط (3-39) بأن هنالك علاقات ارتباط ذات دلالة معنوية عند مستوى (1%) بين تحيزات نظرية الاحتمال (التأطير والمحاسبة الذهنية وتجنب الخسارة وتجنب الغموض وتجنب الندم) واتخاذ القرار الاستثماري. وقد بلغت قيم معاملات الارتباط بينها (0.592, 0.660, 0.439, 0.541, 0.47). وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (4). ويدل ذلك على أن ارتفاع مستوى تحيزات نظرية الاحتمال يزيد من المخاطرة المرتبطة باتخاذ القرار الاستثماري .

الجدول (3-39) : مصفوفة معاملات الارتباط بين تحيزات نظرية الاحتمال وأبعاد اتخاذ القرار

تحيزات نظرية الاحتمال	تجنب الندم	أثر الامتلاك	تجنب الغموض	الوضع الراهن	تجنب الخسارة	المحاسبة الذهنية	التأطير		
.493(**)	.453(**)	-.076	.492(**)	-.033	.390(**)	.514(**)	.616(**)	Pearson Correlation	ضعف التنوع
.000	.000	.434	.000	.733	.000	.000	.000	Sig. (2-tailed)	
107	107	107	107	107	107	107	107	N	
.429(**)	.263(**)	-.015	.381(**)	.160	.330(**)	.544(**)	.341(**)	Pearson Correlation	زيادة التداول
.000	.006	.878	.000	.101	.001	.000	.000	Sig. (2-tailed)	
107	107	107	107	107	107	107	107	N	
.456(**)	.403(**)	-.012	.413(**)	.061	.322(**)	.511(**)	.447(**)	Pearson Correlation	الموقف من المخاطرة
.000	.000	.903	.000	.531	.001	.000	.000	Sig. (2-tailed)	
107	107	107	107	107	107	107	107	N	
.579(**)	.470(**)	-.045	.541(**)	.078	.439(**)	.660(**)	.592(**)	Pearson Correlation	اتخاذ القرار
.000	.000	.649	.000	.426	.000	.000	.000	Sig. (2-tailed)	
107	107	107	107	107	107	107	107	N	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

3-1-3-2 الفرضية الرئيسية الثانية:

(لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين تحيزات الموجهات وأبعاد اتخاذ القرار القرار) يظهر الجدول (3-40) مصفوفة معاملات الارتباط البسيط بين أبعاد هذه المتغيرات. وتتفرع من هذه الفرضية ثلاث فرضيات فرعية هي:

1. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين تحيزات الموجهات وحجم التداول.

يظهر جدول مصفوفة الارتباط (3-40) بأن هنالك علاقات ارتباط معنوية عند مستوى (1%) بين تحيزات الموجهات (الثقة المفرطة والتمثيلية والتنافر الإدراكي والمتاحية والاعزاء الذاتي ووهم السيطرة والسيطرة الذاتية والتفاؤل المفرط والتثبيت والإدراك المتأخر وسلوك القطيع) وحجم التداول إذ بلغت قيم معاملات الارتباط البسيط بين هذه التحيزات وحجم التداول (0.584، 0.389، 0.344، 0.318، 0.256، 0.25، 0.284، 0.262، 0.321، 0.272، 0.414) على الترتيب وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (1). بينما كانت العلاقة بين تحيزات المحافظة والحادثة والارساء والتعديل مع حجم التداول غير معنوية. وهذا ويدل على أن وجود تحيزات الموجهات يسهم في زيادة تكرار تداول المستثمرين.

2. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين تحيزات الموجهات وضعف تنويع المحفظة.

يظهر جدول مصفوفة الارتباط (3-40) بأن هنالك علاقات ارتباط معنوية عند مستوى (1%) بين تحيزات الموجهات (الثقة المفرطة والتمثيلية والتنافر الإدراكي والمتاحية والاعزاء الذاتي ووهم السيطرة والسيطرة الذاتية والتفاؤل المفرط والتثبيت والإدراك المتأخر وسلوك القطيع) وضعف التنويع المحفظة إذ بلغت قيم معاملات الارتباط البسيط بين هذه التحيزات وضعف التنويع (0.546، 0.585، 0.399، 0.413، 0.393، 0.428، 0.466، 0.455، 0.428، 0.396، 0.505) على الترتيب وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (2). بينما كانت العلاقة بين تحيزات المحافظة والحادثة والارساء والتعديل مع ضعف تنويع المحفظة غير معنوية. وهذا ويدل على أن وجود تحيزات الموجهات يسهم في ضعف تنويع محفظة المستثمرين.

3. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين تحيزات الموجهات وموقف المستثمرين تجاه المخاطرة.

يظهر جدول مصفوفة الارتباط (3-40) بأن هنالك علاقات ارتباط معنوية عند مستوى (1%) بين تحيزات الموجهات (الثقة المفرطة والتمثيلية والتنافر الإدراكي والمتاحية والاعزاء الذاتي ووهم السيطرة والمحافظة والسيطرة الذاتية والتفاؤل المفرط والتثبيت والإدراك المتأخر وسلوك القطيع) والموقف تجاه المخاطرة إذ بلغت قيم معاملات الارتباط البسيط بين هذه التحيزات والموقف تجاه المخاطرة (0.566، 0.546، 0.388، 0.399، 0.380، 0.404، 0.366، 0.394، 0.429، 0.297، 0.411، 0.526) على الترتيب وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (3). وتجدر الإشارة إلى ظهور تحيز المحافظة معنويا خلاف علاقته مع حجم التداول والتنويع فارتباطه بالموقف من المخاطرة أكبر من ارتباطه بالتداول والتنويع. بينما كانت العلاقة بين تحيزات الحادثة والارساء والتعديل مع الموقف تجاه المخاطرة غير معنوية. وهذا

ويدل على أن وجود تحيزات الموجهات يسهم في جعل موقف المستثمرين موقف الباحث عن المخاطرة.

4. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين تحيزات الموجهات وأبعاد اتخاذ القرار الاستثماري مجتمعة.

يشير جدول مصفوفة الارتباط (3-40) بأن هنالك علاقات ارتباط معنوية عند مستوى (1%) بين تحيزات الموجهات (الثقة المفرطة والتمثيلية والتنافر الادراكي والمتاحية والاعزاء الذاتي وهم السيطرة والمحافظة والسيطرة الذاتية والتفاؤل المفرط والتثبيت والادراك المتأخر وسلوك القطيع) وأبعاد اتخاذ القرار مجتمعة. إذ بلغت قيم معاملات الارتباط البسيط بين هذه التحيزات والموقف تجاه المخاطرة (0.713، 0.638، 0.475، 0.474، 0.431، 0.453، 0.326، 0.481، 0.480، 0.438، 0.452، 0.604) على الترتيب وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الرئيسة البديلة الثانية. بينما كانت العلاقة بين تحيزات الحداثة والارساء والتعديل مع أبعاد اتخاذ القرار مجتمعة غير معنوية. وهذا ويدل على أن وجود تحيزات الموجهات يعمل على جعل المستثمرين لايهتمون كثيرا بتجنب المخاطرة عند اتخاذ القرار الاستثماري.

الجدول (3-40)

مصفوفة معاملات الارتباط بين تحيزات الموجهات وأبعاد اتخاذ القرار

أبعاد اتخاذ القرار	الموقف من المخاطرة	ضعف التنوع	حجم التداول	
.713 (**)	.566 (**)	.546 (**)	.584 (**)	الثقة المفرطة
.000	.000	.000	.000	
107	107	107	107	
.638 (**)	.546 (**)	.584 (**)	.389 (**)	التمثيلية
.000	.000	.000	.000	
107	107	107	107	
.475 (**)	.388 (**)	.399 (**)	.344 (**)	التنافر الادراكي
.000	.000	.000	.000	
107	107	107	107	
.474 (**)	.399 (**)	.413 (**)	.318 (**)	المتاحية
.000	.000	.000	.001	
107	107	107	107	
.431 (**)	.380 (**)	.393 (**)	.256 (**)	الاعزاء الذاتي
.000	.000	.000	.008	
107	107	107	107	
.453 (**)	.404 (**)	.428 (**)	.250 (**)	وهم السيطرة
.000	.000	.000	.010	
107	107	107	107	
.326 (**)	.366 (**)	.227 (*)	.191 (*)	المحافظة
.001	.000	.018	.048	
107	107	107	107	

.481(**)	.394(**)	.466(**)	.284(**)	السيطرة الذاتية
.000	.000	.000	.003	
107	107	107	107	
.481(**)	.429(**)	.455(**)	.262(**)	التفاوت المفرط
.000	.000	.000	.006	
107	107	107	107	
.438(**)	.297(**)	.428(**)	.312(**)	التثبيت
.000	.002	.000	.001	
107	107	107	107	
.452(**)	.412(**)	.396(**)	.272(**)	الادراك المتأخر
.000	.000	.000	.005	
107	107	107	107	
.011	-.037	.016	.044	الحدائثة
.910	.703	.872	.651	
107	107	107	107	
.604(**)	.526(**)	.505(**)	.411(**)	سلوك القطيع
.000	.000	.000	.000	
107	107	107	107	
.163	.147	.174	.067	الارساء والتعديل
.094	.131	.074	.493	
107	107	107	107	
.698(**)	.595(**)	.617(**)	.451(**)	تحيزات الموجهات
.000	.000	.000	.000	
107	107	107	107	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

3-3-2 اختبار فرضيات التأثير البسيط

3-3-1 الفرضية الرئيسية الثالثة

(لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لتحيزات نظرية الاحتمال في أبعاد اتخاذ القرار)

لغرض اختبار الفرضية الرئيسية الثالثة فإن الدراسة ستعتمد على تحليل الانحدار البسيط باستخدام معامل بيتا وقيمة (F) ومعامل التحديد (التفسير) (R^2). وتتفرع من هذه الفرضية ثلاثة فرضيات فرعية :

1) لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لتحيزات نظرية الاحتمال في حجم التداول.

يظهر جدول نتائج تحليل الانحدار (3-41) بأن هنالك تأثيرا ذا دلالة معنوية عند مستوى (1%) لتحيزات نظرية الاحتمال (التأطير والمحاسبة الذهنية وتجنب الخسارة وتجنب الغموض وتجنب الندم) في بعد حجم التداول. إذ بلغت قيم معاملات بيتا لهذه التحيزات (0.341، 0.541، 0.345، 0.252، 0.382) على الترتيب إما مسارات الانحدار لتحيز الوضع الراهن وتحيز وأثر الامتلاك فقد كانت غير معنوية عند المستوى (1%) . وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة للتحيزات المعنوية (13.8، 44.2، 12.8، 17.8، 7.8) وجميعها أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (7.07). مما يدل على معنوية

نموذج الانحدار الخاص بهذه الفرضية، وقد بلغ معامل التحديد للتحيزات المعنوية (0.116، 0.296، 0.109، 0.145، 0.069) على الترتيب. وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (1).

(2) لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لتحيزات نظرية الاحتمال في ضعف تنويع المحفظة.

يظهر جدول نتائج تحليل الانحدار (3-41) بأن هنالك تأثيراً ذا دلالة معنوية عند مستوى (1%) لتحيزات نظرية الاحتمال (التأطير والمحاسبة الذهنية وتجنب الخسارة وتجنب الغموض وتجنب الندم) في بعد ضعف تنويع المحفظة. إذ بلغت قيم معاملات بيتا لهذه التحيزات (0.524، 0.418، 0.418، 0.504، 0.445) على الترتيب إما مسارات الانحدار لتحيز الوضع الراهن وتحيز وأثر الامتلاك فقد كانت غير معنوية عند المستوى (1%). وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة للتحيزات المعنوية (64.1، 37.7، 18.4، 33.4، 27) وجميعها أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (7.07). مما يدل على معنوية نموذج الانحدار الخاص بهذه الفرضية، وقد بلغ معامل التحديد للتحيزات المعنوية (0.379، 0.258، 0.152، 0.242، 0.205) على الترتيب. وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (2).

(3) لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لتحيزات نظرية الاحتمال في الموقف من المخاطرة.

يظهر من الجدول (3-41) بأن هنالك تأثيراً ذا دلالة معنوية عند مستوى (1%) لتحيزات نظرية الاحتمال (التأطير والمحاسبة الذهنية وتجنب الخسارة وتجنب الغموض وتجنب الندم) في بعد حجم التداول. إذ بلغت قيم معاملات بيتا لهذه التحيزات (0.383، 0.312، 0.471، 0.408، 0.358) على الترتيب إما مسارات الانحدار لتحيز الوضع الراهن وتحيز وأثر الامتلاك فقد كانت غير معنوية عند المستوى (1%). وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة للتحيزات المعنوية (26.2، 37.1، 12.1، 21.5، 20.3) وجميعها أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (7.07). مما يدل على معنوية نموذج الانحدار الخاص بهذه الفرضية، وقد بلغ معامل التحديد للتحيزات المعنوية (0.20، 0.261، 0.104، 0.170، 0.162) على الترتيب. وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (3).

(4) لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لتحيزات نظرية الاحتمال في إتخاذ القرار

لقد أظهرت نتائج التحليل الاحصائي أن هنالك تأثيراً ذا دلالة معنوية عند مستوى (1%) لتحيزات نظرية الاحتمال مجتمعة في أبعاد اتخاذ القرار مجتمعة. إذ بلغت قيم معامل بيتا لهذه التحيزات (0.663). ويعني ذلك بأن أي تغيير مقداره وحدة واحدة في تحيزات نظرية الاحتمال يقود إلى تغيير مقداره 0.663 في عملية اتخاذ القرار وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة للتحيزات (53) وهي أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (7.07). مما يدل على معنوية نموذج الانحدار الخاص بالفرضية الرئيسية الثالثة، وقد بلغ معامل التحديد للتحيزات مجتمعة (0.335) ويعني ذلك أن تحيزات نظرية الاحتمال تفسر ما نسبته 33.5% من التغيرات التي تطرأ على عملية اتخاذ القرار.

الجدول (3-41)

ملخص معادلات الانحدار وقيم (R^2) و قيمة F المحسوبة للفرضية الرئيسية الثالثة

قيمة R^2	قيم F	معادلة الانحدار	تحيزات نظرية الاحتمال	الفرضية الرئيسية الثالثة
0.116	13.8	$Y1=1.622+0.335X1$	التأطير	الفرضية الفرعية 1 حجم التداول
0.296	44.2	$Y1=1.137+0.541X2$	المحاسبة الذهنية	
0.109	12.8	$Y1=1.599+0.345X3$	تجنب الخسارة	
0.025	2.7	$Y1=2.206-0.027X4$	الوضع الراهن	
0.145	17.8	$Y1=1.494+0.382X5$	تجنب الغموض	
0.009	0.023	$Y1=2.453-0.013X6$	أثر الامتلاك	
0.069	7.8	$Y1=1.838+0.252X7$	تجنب الندم	
0.379	64.1	$Y2=0.887+0.621X1$	التأطير	الفرضية الفرعية 2 ضعف التنويع
0.265	37,7	$Y2=1.13+0.524X2$	المحاسبة الذهنية	
0.152	18.8	$Y2=1.378+0.418X3$	تجنب الخسارة	
0.001	0.117	$Y2=2.431-0.027X4$	الوضع الراهن	
0.242	33.4	$Y2=1.147+0.504X5$	تجنب الغموض	
0.006	0.614	$Y2=2.506-0.068X6$	أثر الامتلاك	
0.205	27	$Y2=1.339+0.445X7$	تجنب الندم	
0.200	26.2	$Y3=1.472+0.408X1$	التأطير	الفرضية الفرعية 3 الموقف من المخاطرة
0.261	37.2	$Y3=1.329+0.471X2$	المحاسبة الذهنية	
0.104	12.1	$Y3=1.702+0.312X3$	تجنب الخسارة	
0.004	0.396	$Y3=2.374+0.045X4$	الوضع الراهن	
0.170	21.5	$Y3=1.515+0.383X5$	تجنب الغموض	
0.000	0.015	$Y3=2.471-0.010X6$	أثر الامتلاك	
0.162	20.3	$Y3=1.613+0.358X7$	تجنب الندم	

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

3-2-2-3 الفرضية الرئيسية الرابعة

(لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لتحيزات الموجهات في أبعاد اتخاذ القرار)

وتتفرع من هذه الفرضية ثلاث فرضيات فرعية:

(1) لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لتحيزات الموجهات في حجم التداول. يظهر من جدول نتائج تحليل الانحدار (3-42) أن هنالك تأثير ذا دلالة معنوية عند مستوى (1%) لتحيزات الموجهات (الثقة المفرطة والتمثيلية والتنافر الادراكي والمتاحية والاعزاء الذاتي ووهم السيطرة والسيطرة الذاتية والتفاؤل المفرط والتثبيت والادراك المتأخر وسلوك القطيع) في حجم التداول. إذ بلغت قيم معاملات بيتا لهذه التحيزات (0.640، 0.404، 0.357، 0.325، 0.256، 0.257، 0.271، 0.259، 0.362، 0.285، 0.472) على الترتيب إما مسارات الانحدار لتحيزات المحافظة والحادثة والارساء والتعديل فقد كانت غير معنوية عند المستوى (1%) . وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة للتحيزات المعنوية (54.3، 44.6، 14، 11.8، 7.3، 7، 9.2، 7.7، 11.3، 8.3، 21.2) وجميعها أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (7.07). مما يدل على معنوية نموذج الانحدار الخاص بهذه الفرضية، وقد بلغ معامل التحديد للتحيزات المعنوية (0.341، 0.298، 0.118، 0.101، 0.066، 0.062، 0.081، 0.069، 0.098، 0.074، 0.169) على الترتيب. وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (1).

(2) لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لتحيزات الموجهات في ضعف تنوع المحفظة. يظهر جدول نتائج تحليل الانحدار (3-42) أن هنالك تأثيرا ذا دلالة معنوية عند مستوى (1%) لتحيزات الموجهات (الثقة المفرطة والتمثيلية والتنافر الادراكي والمتاحية والاعزاء الذاتي ووهم السيطرة والسيطرة الذاتية والتفاؤل المفرط والتثبيت والادراك المتأخر وسلوك القطيع) في ضعف تنوع المحفظة. إذ بلغت قيم معاملات بيتا لهذه التحيزات (0.613، 0.622، 0.424، 0.432، 0.401، 0.451، 0.455، 0.460، 0.509، 0.425، 0.594) على الترتيب إما مسارات الانحدار لتحيزات المحافظة والحادثة والارساء والتعديل فقد كانت غير معنوية عند المستوى (1%) . وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة للتحيزات المعنوية (54.3، 44.6، 19.8، 21.5، 19.1، 23.5، 29، 27.3، 23.5، 19.5، 35.9) وجميعها أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (7.07). مما يدل على معنوية نموذج الانحدار الخاص بهذه الفرضية، وقد بلغ معامل التحديد للتحيزات المعنوية (0.298، 0.341، 0.159، 0.171، 0.154، 0.183، 0.217، 0.207، 0.183، 0.157، 0.255) على الترتيب. وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (2).

(3) لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لتحيزات الموجهات في بعد الموقف من المخاطرة. يظهر من جدول نتائج تحليل الانحدار (3-42) أن هنالك تأثيرا ذا دلالة معنوية عند مستوى (1%) لتحيزات الموجهات (الثقة المفرطة والتمثيلية والتنافر الادراكي والمتاحية والاعزاء الذاتي ووهم السيطرة والمحافظة والسيطرة الذاتية والتفاؤل المفرط والتثبيت والادراك المتأخر وسلوك القطيع) في الموقف من المخاطرة. إذ بلغت قيم معاملات بيتا لهذه التحيزات (0.574، 0.526، 0.373، 0.378، 0.351، 0.385، 0.28، 0.348، 0.393، 0.319، 0.399، 0.559) على الترتيب إما مسارات الانحدار لتحيزات المحافظة والحادثة والارساء والتعديل فقد كانت غير معنوية عند المستوى (1%) . وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة للتحيزات المعنوية (49.5، 44.7، 18.5، 19.9، 17.7، 20.4، 16.2، 19.2، 23.6، 10.1، 21.3، 40) وجميعها أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (7.07). مما يدل على معنوية نموذج الانحدار الخاص بهذه الفرضية، وقد بلغ معامل التحديد للتحيزات المعنوية (0.321، 0.299، 0.150، 0.159، 0.144، 0.163)

0,134، 0,155، 0,184، 0,088، 0,169، 0,276) على الترتيب. وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (3).

4) لا توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية لتحيزات الموجهات في إتخاذ القرار. لقد أظهرت نتائج التحليل الاحصائي أن هنالك تأثيراً ذا دلالة معنوية عند مستوى (1%) لتحيزات الموجهات في أبعاد اتخاذ القرار مجتمعة. إذ بلغت قيم معامل بيتا لهذه التحيزات (0.890). ويعني ذلك بأن أي تغير مقداره وحدة واحدة في تحيزات الموجهات يقود إلى تغير مقداره 0.890 في عملية اتخاذ القرار وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة للتحيزات (99.7) وهي أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (7.07). مما يدل على معنوية نموذج الانحدار الخاص بالفرضية الرئيسية الرابعة، وقد بلغ معامل التحديد للتحيزات مجتمعة (0.487) ويعني ذلك أن تحيزات نظرية الاحتمال تقسر ما نسبته 48.7% من التغيرات التي تطرأ على عملية اتخاذ القرار.

الجدول (3-42)

ملخص قيم معادلات الانحدار و (R²) و قيمة F للفرضية الرئيسية الرابعة

قيمة R ²	قيم F	معادلة الانحدار	تحيزات الموجهات	الفرضية الرئيسية الرابعة
0.341	54.4	Y1=0.847+0.640X1	الثقة المفرطة	الفرضية الفرعية 1 حجم التداول
0.151	18.7	Y1=1.443+0.404X2	التمثيلية	
0.118	14	Y1=1.566+0.357X3	التنافر الادراكي	
0.101	11.8	Y1=1.651+0.325X4	المتاحية	
0.066	7.3	Y1=1.826+0.256X5	الاعزاء الذاتي	
0.062	7.2	Y1=1.814+0.257X6	وهم السيطرة	
0.037	3.9	Y1=2.142+0.158X7	المحافظة	
0.081	9.2	Y1=1.783+0.271X8	السيطرة الذاتية	
0.069	7.7	Y1=1.812+0.259X9	التفاؤل المفرط	
0.098	11.3	Y1=1.509+0.362X10	التثبيت	
0.074	8.3	Y1=1.728+0.285X11	الادراك المتأخر	
0.002	0.206	Y1=2.364+0.036X12	الحدائثة	
0.169	21.2	Y1=1.253+0.472X13	سلوك القطيع	
0.005	0.471	Y1=2.335+0.059X14	الارساء والتعديل	
0.298	44.6	Y2=0.867+0.613X1	الثقة المفرطة	الفرضية الفرعية 2 ضعف التنوع
0.341	54.3	Y2=0.865+0.622X2	التمثيلية	
0.159	19.8	Y2=1.357+0.424X3	التنافر الادراكي	
0.171	21.5	Y2=1.346+0.432X4	المتاحية	
0.154	19.1	Y2=1.436+0.401X5	الاعزاء الذاتي	

0.183	23.5	$Y_2=1.303+0.451X_6$	وهم السيطرة		
0.052	5.7	$Y_2=2.032+0.193X_7$	المحافظة		
0.217	29	$Y_2=1.297+0.455X_8$	السيطرة الذاتية		
0.207	27.3	$Y_2=1.248+0.460X_9$	التفاؤل المفرط		
0.183	23.5	$Y_2=1.090+0.509X_{10}$	التثبيت		
0.157	19.5	$Y_2=1.335+0.425X_{11}$	الادراك المتأخر		
0.000	0.26	$Y_2=2.359+0.013X_{12}$	الحدثة		
0.255	35.9	$Y_2=0.901+0.594X_{13}$	سلوك القطيع		
0.030	3.2	$Y_2=2.129+0.087X_{14}$	الارساء والتعديل		
0.321	49.5	$Y_3=1.033+0.574X_1$	الثقة المفرطة		الفرضية الفرعية 3 الموقف من المخاطرة
0.299	44.6	$Y_3=1.170+0.526X_2$	التمثيلية		
0.150	18.5	$Y_3=1.551+0.373X_3$	التنافر الادراكي		
0.159	19.9	$Y_3=1.548+0.378X_4$	المتاحية		
0.144	17.7	$Y_3=1.624+0.351X_5$	الاعزاء الذاتي		
0.163	20.4	$Y_3=1.532+0.385X_6$	وهم السيطرة		
0.134	16.2	$Y_3=1.944+0.280X_7$	المحافظة		
0.155	19.2	$Y_3=1.623+0.348X_8$	السيطرة الذاتية		
0.184	23.6	$Y_3=1.516+0.393X_9$	التفاؤل المفرط		
0.088	10.1	$Y_3=1.643+0.319X_{10}$	التثبيت		
0.169	21.3	$Y_3=1.469+0.399X_{11}$	الادراك المتأخر		
0.001	0.147	$Y_3=2.504-0.028X_{12}$	الحدثة		
0.276	40	$Y_3=1.059+0.559X_{13}$	سلوك القطيع		
0.022	2.3	$Y_3=2.260+0.119X_{14}$	الارساء والتعديل		

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

3-3-3 اختبار فرضيات الانحدار المتعدد

1-3-3-3 الفرضية الرئيسية الخامسة

(لا يوجد تأثير متعدد معنوي لتحيزات نظرية الاحتمال في اتخاذ القرار)

لغرض اختبار الفرضية الرئيسية الخامسة سيتم الاعتماد على تحليل الانحدار المتعدد باستخدام

معامل بيتا وقيمة (F) ومعامل التفسير (R^2).

وتتفرع من هذه الفرضية ثلاث فرضيات فرعية:

(1) لا يوجد تأثير متعدد معنوي لتحيزات نظرية الاحتمال في بعد حجم التداول.

يظهر الجدول (3-43) أن هنالك علاقات تأثير ذات دلالة معنوية عند مستوى (1%) لتحيزات

نظرية الاحتمال (التأطير والمحاسبة الذهنية وتجنب الخسارة والوضع الراهن وتجنب الغموض وأثر

الامتلاك وتجنب الندم) في حجم التداول إذ بلغت قيم معاملات بيتا لهذه التحيزات على الترتيب (0.085، 0.492، 0.071، 0.107، 0.066، 0.073-، 0.147-). وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة (6.9) وهي أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (2.95) عند مستوى معنوية (1%) مما يدل على معنوية نموذج الانحدار المتعدد الخاص بهذه الفرضية، أما معامل التحديد فقد بلغ (0.328). وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (1).

(2) لا يوجد تأثير متعدد معنوي لتحيزات نظرية الاحتمال في ضعف تنويع المحفظة.

يظهر الجدول (3-43) أن هنالك علاقات تأثير معنوية عند مستوى (1%) لتحيزات نظرية الاحتمال (التأطير والمحاسبة الذهنية وتجنب الخسارة والوضع الراهن وتجنب الغموض وأثر الامتلاك وتجنب الندم) في ضعف تنويع المحفظة إذ بلغت قيم معاملات بيتا لهذه التحيزات على الترتيب (0.416، 0.185، 0.040، 0.063-، 0.143، 0.047-، 0.021). وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة (11.4) وهي أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (2.95) عند مستوى معنوية (1%) ما يدل على معنوية نموذج الانحدار المتعدد الخاص بهذه الفرضية، أما معامل التحديد فقد بلغ (0.446). وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (2).

(3) لا يوجد تأثير متعدد معنوي لتحيزات نظرية الاحتمال في الموقف من المخاطرة.

يظهر الجدول (3-43) أن هنالك تأثير ذات دلالة معنوية عند مستوى (1%) لتحيزات نظرية الاحتمال (التأطير والمحاسبة الذهنية وتجنب الخسارة والوضع الراهن وتجنب الغموض وأثر الامتلاك وتجنب الندم) في الموقف من المخاطرة. إذ بلغت قيم معاملات بيتا لهذه التحيزات على الترتيب (0.167، 0.296، 0.007-، 0.002، 0.088، 0.021-، 0.053). وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة (6.3) وهي أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (2.95) عند مستوى معنوية (1%) ما يدل على معنوية نموذج الانحدار المتعدد الخاص بهذه الفرضية، أما معامل التحديد فقد بلغ (0.308). وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (3).

الجدول (3-43) ملخص قيم معاملات الانحدار المتعدد و (R2) و قيمة F للفرضية الرئيسية الخامسة

الفرضية الرئيسية الخامسة	المسارات الانحدارية	معاملات الانحدار	قيمة R2 & F
الفرضية الفرعية 1	التأطير	0.085	R ² = 0.328 F= 6.9
	المحاسبة الذهنية	0.492	
	تجنب الخسارة	0.071	
	الوضع الراهن	0.107	
	تجنب الغموض	0.066	
	أثر الامتلاك	0.073-	
	تجنب الندم	0.147-	
الفرضية الفرعية 2	التأطير	0.416	R ² = 0.446 F= 11.4
	المحاسبة الذهنية	0.185	
	تجنب الخسارة	0.040	

	0.063-	الوضع الراهن	
	0.143	تجنب الغموض	
	0.047-	أثر الامتلاك	
	0.021	تجنب الندم	
R2= 0.308 F= 6.3	0.167	التأطير	الفرضية الفرعية 3
	0.296	المحاسبة الذهنية	
	0.007-	تجنب الخسارة	
	0.002	الوضع الراهن	
	0.088	تجنب الغموض	
	0.021-	أثر الامتلاك	
	0.053	تجنب الندم	

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

3-3-3-2 الفرضية الرئيسية السادسة

(لا يوجد تأثير متعدد معنوي لتحيزات الموجهات في أبعاد اتخاذ القرار)

لغرض اختبار الفرضية الرئيسية السادسة سيتم الاعتماد على تحليل الانحدار المتعدد باستخدام معامل بيتا وقيمة (F) ومعامل التفسير (R^2). وتتفرع من هذه الفرضية ثلاث فرضيات فرعية:

(1) لا يوجد تأثير متعدد معنوي لتحيزات الموجهات في بعد حجم التداول.

يظهر الجدول (3-44) أن هنالك علاقات تأثير ذات دلالة معنوية عند مستوى (1%) لتحيزات الموجهات (الثقة المفرطة والتمثيلية والتنافر الإدراكي والمتاحية والاعزاء الذاتي ووهم السيطرة والمحافظة والسيطرة الذاتية والتفاؤل المفرط والتثبيت والإدراك المتأخر والحدثة وسلوك القطيع والارساء والتعديل) في حجم التداول إذ بلغت قيم معاملات بيتا لهذه التحيزات على الترتيب (0.196، 0.601، 0.154، 0.038، 0.166، 0.024، 0.027، 0.059، 0.150، 0.101، 0.017، -0.023، 0.085، 0.051). وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة (4.4) وهي أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (2.95) عند مستوى معنوية (1%) مما يدل على معنوية نموذج الانحدار المتعدد الخاص بهذه الفرضية، أما معامل التحديد فقد بلغ (0.401). وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (1).

(2) لا يوجد تأثير متعدد معنوي لتحيزات الموجهات في ضعف تنويع المحفظة.

يظهر الجدول (3-44) أن هنالك علاقات تأثير ذات دلالة معنوية عند مستوى (1%) لتحيزات الموجهات (الثقة المفرطة والتمثيلية والتنافر الإدراكي والمتاحية والاعزاء الذاتي ووهم السيطرة والمحافظة والسيطرة الذاتية والتفاؤل المفرط والتثبيت والإدراك المتأخر والحدثة وسلوك القطيع والارساء والتعديل) في ضعف تنويع المحفظة إذ بلغت قيم معاملات بيتا لهذه التحيزات على الترتيب (0.398، 0.201، 0.014، 0.042، 0.129، 0.060، 0.049، 0.081، 0.096، 0.170)

0.035، -0.072، 0.203، 0.022). وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة (6.6) وهي أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (2.95) عند مستوى معنوية (1%) مما يدل على معنوية نموذج الانحدار المتعدد الخاص بهذه الفرضية، أما معامل التحديد فقد بلغ (0.502). وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (2).

(3) لا يوجد تأثير متعدد معنوي لتحيزات الموجهات في الموقف من المخاطرة.

يظهر الجدول (3-44) أن هنالك علاقات تأثير ذات دلالة معنوية عند مستوى (1%) لتحيزات الموجهات (الثقة المفرطة والتمثيلية والتنافر الادراكي والمتاحية والاعزاء الذاتي ووهم السيطرة والمحافظة والسيطرة الذاتية والتفاؤل المفرط والتثبيت والادراك المتأخر والحدائثة وسلوك القطيع والارساء والتعديل) في الموقف من المخاطرة إذ بلغت قيم معاملات بيتا لهذه التحيزات على الترتيب (0.287، 0.227، 0.001، -0.045، -0.103، 0.046، 0.124، -0.037، 0.067، 0.045، 0.081، -0.113، 0.246، -0.025). وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة (6.3) وهي أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (2.95) عند مستوى معنوية (1%) مما يدل على معنوية نموذج الانحدار المتعدد الخاص بهذه الفرضية، أما معامل التحديد فقد بلغ (0.492). وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (3).

الجدول (3-44) ملخص قيم معاملات الانحدار المتعدد و (R²) و قيمة F للفرضية الرئيسية السادسة

الفرضية الرئيسية السادسة	المسارات الانحدارية	معاملات الانحدار	قيمة R ² & F
الفرضية الفرعية 1	الثقة المفرطة	0.196	R ² = 0.401 F= 4.4
	التمثيلية	0.601	
	التنافر الادراكي	0.154	
	المتاحية	0.038	
	الاعزاء الذاتي	0.166-	
	وهم السيطرة	0.024-	
	المحافظة	0.027-	
	السيطرة الذاتية	0.059-	
	التفاؤل المفرط	0.150-	
	التثبيت	0.101	
	الادراك المتأخر	0.017	
	الحدائثة	0.023-	
	سلوك القطيع	0.085	
الارساء والتعديل	0.051-		
الفرضية الفرعية 2	الثقة المفرطة	0.398	R ² = 0.502 F= 6.6
	التمثيلية	0.201	
	التنافر الادراكي	0.014-	
	المتاحية	0.042-	

	0.129-	الاعزاء الذاتي	
	0.060	وهم السيطرة	
	0.049-	المحافظة	
	0.081	السيطرة الذاتية	
	0.096	التفاؤل المفرط	
	0.170	التثبيت	
	0.035	الادراك المتأخر	
	0.072-	الحدائة	
	0.203	سلوك القطيع	
	0.022	الارساء والتعديل	
R ² = 0.492 F= 6.3	0.287	الثقة المفرطة	الفرضية الفرعية 3
	0.227	التمثيلية	
	0.001	التنافر الادراكي	
	0.045-	المتاحية	
	0.103-	الاعزاء الذاتي	
	0.046	وهم السيطرة	
	0.124	المحافظة	
	0.037-	السيطرة الذاتية	
	0.067	التفاؤل المفرط	
	0.045	التثبيت	
	0.081	الادراك المتأخر	
	0.113-	الحدائة	
	0.246	سلوك القطيع	
0.025-	الارساء والتعديل		

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

3-3-3-3 الفرضية الرئيسية السابعة

(لا يوجد تأثير متعدد معنوي للتحيزات الادراكية في ابعاد اتخاذ القرار)

لغرض اختبار الفرضية الرئيسية السادسة سيتم الاعتماد على تحليل الانحدار المتعدد باستخدام معامل بيتا وقيمة (F) ومعامل التفسير (R²). وتتفرع من هذه الفرضية ثلاث فرضيات فرعية:

1) لا يوجد تأثير متعدد معنوي للتحيزات الادراكية في بعد حجم التداول.

يظهر الجدول (3-45) أن هنالك علاقات تأثير ذات دلالة معنوية عند مستوى (1%) للتحيزات الادراكية (التأطير والمحاسبة الذهنية وتجنب الخسارة والوضع الراهن وتجنب الغموض وأثر الامتلاك وتجنب الندم والثقة المفرطة والتمثيلية والتنافر الادراكي والمتاحية والاعزاء الذاتي ووهم السيطرة والمحافظة والسيطرة الذاتية والتفاؤل المفرط والتثبيت والادراك المتأخر والحدائة وسلوك القطيع والارساء والتعديل) في حجم التداول إذ بلغت قيم معاملات بيتا لهذه التحيزات على الترتيب (-

0.159، 0.081، -0.014، 0.132، 0.152، -0.022، -0.164، 0.220، 0.591، 0.047، 0.075، -0.097، 0.060، -0.051، -0.116، 0.051، -0.138، -0.026، 0.044، 0.093، -0.060). وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة (3.2) وهي أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (1.92) عند مستوى معنوية (1%) ما يدل على معنوية نموذج الانحدار المتعدد الخاص بهذه الفرضية، أما معامل التحديد فقد بلغ (0.447). وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (1).

2) لا يوجد تأثير متعدد معنوي للتحيزات الإدراكية في ضعف تنويع المحفظة.

يظهر الجدول (3-45) أن هنالك علاقات تأثير ذات دلالة معنوية عند مستوى (1%) للتحيزات الإدراكية (التأطير والمحاسبة الذهنية وتجنب الخسارة والوضع الراهن وتجنب الغموض وأثر الامتلاك وتجنب الندم والثقة المفرطة والتمثيلية والتنافر الإدراكي والمتاحية والاعزاء الذاتي ووهم السيطرة والمحافظة والسيطرة الذاتية والتفاؤل المفرط والتثبيت والإدراك المتأخر والحدائث وسلوك القطيع والإرساء والتعديل) في ضعف تنويع المحفظة إذ بلغت قيم معاملات بيتا لهذه التحيزات على الترتيب (0.212، 0.037، -0.044، 0.056، 0.178، -0.028، 0.057، 0.205، 0.118، -0.092، 0.030، -0.096، 0.038، -0.044، 0.067، 0.134، 0.123، 0.031، -0.077، 0.217، 0.040). وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة (4.6) وهي أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (1.92) عند مستوى معنوية (1%) ما يدل على معنوية نموذج الانحدار المتعدد الخاص بهذه الفرضية، أما معامل التحديد فقد بلغ (0.533). وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (2).

3) لا يوجد تأثير متعدد معنوي للتحيزات الإدراكية في الموقف من المخاطرة.

يظهر الجدول (3-45) أن هنالك علاقات تأثير ذات دلالة معنوية عند مستوى (1%) للتحيزات الإدراكية (التأطير والمحاسبة الذهنية وتجنب الخسارة والوضع الراهن وتجنب الغموض وأثر الامتلاك وتجنب الندم والثقة المفرطة والتمثيلية والتنافر الإدراكي والمتاحية والاعزاء الذاتي ووهم السيطرة والمحافظة والسيطرة الذاتية والتفاؤل المفرط والتثبيت والإدراك المتأخر والحدائث وسلوك القطيع والإرساء والتعديل) في الموقف من المخاطرة إذ بلغت قيم معاملات بيتا لهذه التحيزات على الترتيب (-0.273، 0.082، -0.143، 0.008، 0.149، 0.003، 0.124، 0.466، 0.339، 0.074، -0.026، 0.173، 0.102، 0.107، -0.092، 0.003، 0.061، 0.174، -0.112، 0.298، -0.041). وقد بلغت قيمة (F) المحسوبة (6.3) وهي أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (2.95) عند مستوى معنوية (1%) ما يدل على معنوية نموذج الانحدار المتعدد الخاص بهذه الفرضية، أما معامل التحديد فقد بلغ (0.492). وتدعم هذه النتيجة صحة الفرضية الفرعية البديلة (3).

الجدول (3-45) ملخص قيم معاملات الانحدار المتعدد و (R2) و قيمة F للفرضية الرئيسية السابعة

قيمة R ² & F	معاملات الانحدار	المسارات الانحدارية	الفرضية الرئيسية السابعة
R ² = 0.447 F= 3.27	0.159-	التأطير	الفرضية الفرعية 1
	0.081	المحاسبة الذهنية	
	0.014-	تجنب الخسارة	
	0.123	الوضع الراهن	
	0.152	تجنب الغموض	
	0.022-	أثر الامتلاك	
	0.164-	تجنب الندم	
	0.220	الثقة المفرطة	
	0.591	التمثيلية	
	0.047	التنافر الادراكي	
	0.075	المتاحية	
	0.097-	الاعزاء الذاتي	
	0.060	وهم السيطرة	
	0.051-	المحافظة	
	0.116-	السيطرة الذاتية	
	0.051-	التفاؤل المفرط	
	0.138	التثبيت	
	0.026-	الادراك المتأخر	
0.044-	الحدثة		
0.093	سلوك القطيع		
0.060-	الارساء والتعديل		
R ² = 0.533 F= 4.6	0.212	التأطير	الفرضية الفرعية 2
	0.037	المحاسبة الذهنية	
	0.044-	تجنب الخسارة	
	0.056-	الوضع الراهن	
	0.178	تجنب الغموض	
	0.028-	أثر الامتلاك	
	0.057-	تجنب الندم	
	0.205	الثقة المفرطة	
	0.118	التمثيلية	
	0.092-	التنافر الادراكي	
	0.030-	المتاحية	
	0.096-	الاعزاء الذاتي	
	0.038	وهم السيطرة	
0.044-	المحافظة		

	0.067	السيطرة الذاتية	
	0.134	التفاؤل المفرط	
	0.123	التثبيت	
	0.031	الادراك المتأخر	
	0.077-	الحدائة	
	0.217	سلوك القطيع	
	0.040	الارساء والتعديل	
R ² = 0.524 F= 4.4	0.273-	التأطير	الفرضية الفرعية 3
	0.082-	المحاسبة الذهنية	
	0.143-	تجنب الخسارة	
	0.008-	الوضع الراهن	
	0.149	تجنب الغموض	
	0.003	أثر الامتلاك	
	0.124	تجنب الندم	
	0.466	الثقة المفرطة	
	0.399	التمثيلية	
	0.074-	التنافر الادراكي	
	0.026-	المتاحية	
	0.173-	الاعزاء الذاتي	
	0.102	وهم السيطرة	
	0.107	المحافظة	
	0.092-	السيطرة الذاتية	
	0.003-	التفاؤل المفرط	
	0.061	التثبيت	
	0.174	الادراك المتأخر	
	0.112-	الحدائة	
	0.298	سلوك القطيع	
0.041-	الارساء والتعديل		

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

وبذلك فقد تم اثبات فرضيات الوجود البديلة الرئيسية السبع وأن للتحيزات الادراكية أثرا معنويا على عملية اتخاذ القرار بابعادها المختلفة وهذا الاثر يظهر بشكل منفرد لكل تحيز من التحيزات وبشكل جمعي للتحيزات مجتمعة على اتخاذ القرار الاستثماري.

3-4 المبحث الرابع: اختبار كفاءة السوق

يتم في هذا المبحث اختبار الفرضية الرئيسية الثامنة المرتبطة بالكفاءة نصف القوية للسوق عبر دراسة حدث إعلان الأرباح من ناحية محتوى المعلومات وسرعة وموضوعية انعكاسها على عوائد الاسهم عبر اكتشاف مدى تحقق العوائد غير العادية (العائد غير العادية) والمتمثلة بالفرق بين العائد المتوقع والعائد المتوقع للمدة المستخدمة في الدراسة والمكونة من 25 مشاهدة أسبوعية منها 12 مشاهدة قبل تاريخ الإعلان ومشاهدة تاريخ الإعلان و 12 مشاهدة بعد تاريخ الإعلان.

والجدير بالذكر إن اختبار الكفاءة يعتمد على نوع المعلومة المعلن عنها. فإذا كانت ايجابية فينبغي أن تستجيب لها الاسعار السوقية بشكل ايجابي عبر إظهار عوائد غير عادية موجبة قبل وأثناء تاريخ الإعلان عن الحدث وتتقدم هذه العوائد غير العادية (تصبح صفرا) بعد تاريخ الإعلان. أما إذا كانت العوائد غير العادية سالبة أو متقلبة (سالبة وموجبة) قبل تاريخ الإعلان وليست صفرية بعد تاريخ الإعلان فهذا معناه استجابة غير موضوعية للمحتوى المعلوماتي للحدث وان السوق غير كفوءة في الاستجابة. أما إذا كانت المعلومة سلبية فينبغي أن تستجيب لها الاسعار السوقية بشكل سلبي عبر إظهار عوائد غير عادية سالبة قبل وأثناء تاريخ الإعلان وتتقدم العوائد غير العادية بعد تاريخ الإعلان. أما إذا كانت العوائد غير العادية موجبة أو متقلبة قبل تاريخ الإعلان وليست صفرية بعده فهذا معناه استجابة ليست كاملة وسريعة وأنها متحيزة لمعلومات الحدث وان السوق غير كفوءة. أما بخصوص العائد غير العادي فيتم حسابه على وفق الخطوات الآتية:

استخراج عائد السهم الرأسمالي الفعلي للمشاهدة عبر استعمال معادلة العائد الآتية: 1-

$$r = \frac{p2 - p1}{p1}$$

إذ أن $p1$ هو سعر السهم للمدة السابقة و $p2$ سعر السهم للمدة الحالية. مع ملاحظة عدم استخدام عائد المقسوم بسبب عدم توزيع مقسومات ارباح للمدة التي يتم دراستها لذلك تم تعويضها بمقدار صفر.

2- استخراج العائد المتوقع باستعمال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM

$$r = r^f + (Rm - r^f)\beta$$

إذ أن r^f تمثل سعر الفائدة خالي من المخاطرة والذي يحدده البنك المركزي العراقي على اذونات الخزينة لثلاثة اشهر والبالغ (4.5%) اعتمادا على قيمة هذا العائد في تاريخ أول مشاهدة (www.cbi-iq.net). و B تمثل بيتا والتي تم استخراجها بطريقة المعدل المتحرك ولعشرين مشاهدة تبدأ من الأسبوع الثاني عشر قبل تاريخ الإعلان رجوعا لمدة عشرين أسبوع وتنتهي بالأسبوع الثاني عشر بعد تاريخ الإعلان. و Rm هي عائد السوق.

3- استخراج العائد غير العادي المتمثل بالفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع

$$excesse = r - r^{\wedge}$$

4- استخراج العائد غير العادي المتراكم والمتمثل بمراكمة العوائد غير العادية للاسهم قيد الدراسة طوال مدة المعاينة.

ويظهر الجدول (3-46) نوع الإعلان فيما اذا كان ايجابيا أو سلبيا اعتمادا على ما حققت المصارف من أرباح في السنة المنتهية 2012/12/31 مقارنة مع ما حققته المصارف في السنة المنتهية 2011/12/31.

الجدول (3-46): الأرباح السنوية للمصارف عينة الدراسة للاعوام 2011 و 2012

نوع الإعلان	نسبة الزيادة (النقص) في الأرباح	الأرباح في 2012/12/31	الأرباح في 2011/21/31	المصارف
سلبى	(%86)	1313870000	9422527000	الاستثمار
ايجابي	%1690	25280166000	14946067	الائتمان
ايجابي	%455	40050712030	7209761469	كوردستان
ايجابي	%212	23481000000	7510757990	أشور
ايجابي	%191	29314000000	10069797454	الخليج
ايجابي	%156	19157506613	7458424196	دار السلام
ايجابي	%112	20105708185	9488437535	الاقتصاد
ايجابي	%39	55818323000	40095751000	المتحد
ايجابي	%28	5877045000	4591947696	بابل
ايجابي	%16	23000000000	19910214000	بغداد

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على تقارير سوق العراق للاوراق المالية

ويتبين من الجدول أن جميع الإعلانات كانت ايجابية عدا اعلان مصرف الاستثمار الذي كان سلبيا فقد كانت الأرباح المسجلة عام 2012 أقل من الأرباح عام 2011. بينما المصارف الاخرى جميعا كانت اعلاناتها ايجابية محققة أرباح عام 2012 تتجاوز ما حققته عام 2011. وقد حقق مصرف الائتمان أعلى نسبة زيادة بلغت %1690 يأتي بعده مصرفي كردستان وأشور.

3-4-1 مصرف الاستثمار

يظهر الجدول (3-47) العوائد الفعلية للسهم والسوق والبيتا والعوائد المتوقعة والعوائد غير العادية والمتراكمة لمصرف الاستثمار ولمدة 12 أسبوعا قبل الإعلان و 12 أسبوعا بعد الإعلان. ويتبين من العمود الثاني في الجدول أن العوائد الفعلية للمدة التي تسبق الإعلان تراوحت بين العائدات الموجبة والسالبة. وبلغ أعلى عائد قبل الإعلان في الأسبوع الرابع (0.04041). أما أقل عائد فقد كان في الأسبوع الحادي عشر قبل الإعلان وبلغ (-0.05829). وأصبح العائد موجبا قبل تأريخ الإعلان بأسبوع اعتمادا على معلومات ايجابية قد تكون وصلت للمستثمرين. أما في تأريخ الإعلان فقد كان العائد سالبا بمقدار (-0.02) ليظهر أن المعلومات الايجابية السابقة للاعلان لم تكن بالمستوى المتوقع من الدقة. وأستمر سالبا حتى الأسبوع الرابع بعد الإعلان محققا خسائر للسهم. واستمر العائد متذبذبا بين الايجاب والسلب حتى الأسبوع الثاني عشر بعد الإعلان. ويظهر من العمود الرابع العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. ويبين الجدول أن العوائد المتوقعة كانت

موجبة لجميع الاسابيع قبل وعند وبعد الإعلان مما يشير الى تفاؤل أو ثقة مفرطة بمستقبل الشركة. أما العمود الخامس فيظهر العائد غير العادي والذي يمثل الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع والذي يظهر عوائد غير عادية سلبية لمدة الدراسة جميعا عدا الأسبوع التاسع بعد الإعلان مما يشير الى أخطاء كبيرة في تقدير العوائد المتوقعة من قبل المستثمرين. وبلغ العائد غير العادي في تأريخ الإعلان (-0.0705) ليوافق الاتجاه العام السالب السابق للفائض وهذا يظهر انعكاسا صحيحا لمعلومات الإعلان. ويبين العمود السادس العائد غير العادي المتراكم والذي يظهر تراكما سالبا مستمرا ليصل في آخر مشاهدة الى ما يقارب (-122%). ولا يمكن تفسير سلوك العائد هذا ضمن نظرية كفاءة الاسواق التي تفترض أن المعلومة يجب أن تنعكس مباشرة على اسعار الاسهم ومن ثم ينبغي أن يكون العائد غير العادي صفراً عند تأريخ الاعلان وبعد هذا التأريخ. فكفاءة السوق تعني أن تكون العوائد غير العادية سالبة قبل وأثناء الاعلان وصفريّة بعد أسبوع الاعلان وذلك لأن الاعلان سلبيا. وما دام هذا لم يتحقق فهذا معناه استجابة سوقية غير كفوءة معلوماتيا. لذلك فإن العائد غير العادي السالب يمكن تفسيره بأسباب ترتبط بطبيعة المستثمرين وطريقة تفسيرهم للمعلومة ومدى تأثرهم بالعوامل النفسية أو الاجتماعية.

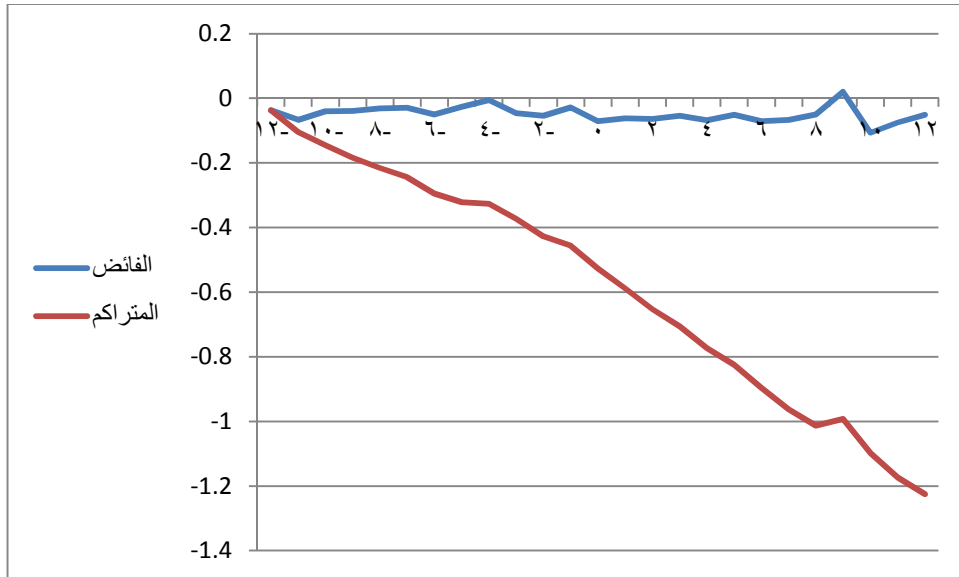
الجدول (3-47): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف الاستثمار وعائد السوق والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

المشاهدة	العائد المتحقق	عائد السوق	البيتا	العائد المتوقع	العائد غير العادي	المتراكم
-12	-0.02639	0.000325	0.769106	0.01064	-0.03703	-0.03703
-11	-0.05829	0	0.797732	0.009102	-0.06739	-0.10442
-10	-0.00995	0.015056	0.483093	0.030534	-0.04048	-0.14491
-9	0	0.025019	0.301383	0.038978	-0.03898	-0.18389
-8	0	-0.00151	0.284137	0.031785	-0.03179	-0.21567
-7	0.00995	0.000755	0.138205	0.038885	-0.02893	-0.24461
-6	-0.03015	-0.0069	0.475244	0.020336	-0.05049	-0.2951
-5	-0.01026	-0.0112	0.518399	0.015864	-0.02612	-0.32122
-4	0.04041	-0.01271	-0.02111	0.046218	-0.00581	-0.32702
-3	-0.00995	-0.01911	0.131141	0.036592	-0.04654	-0.37357
-2	-0.01005	0.016603	0.046017	0.043693	-0.05374	-0.42731
-1	0.020001	-0.0094	-0.06845	0.048724	-0.02872	-0.45603
0	-0.02	0.012519	-0.16926	0.050498	-0.0705	-0.52653
1	-0.01015	-0.00459	-0.13443	0.051667	-0.06182	-0.58835
2	-0.01026	-8.7E-05	-0.18669	0.053417	-0.06367	-0.65202

-0.70567	-0.05365	0.053649	-0.18891	-0.00078	0	3
-0.77385	-0.06817	0.057809	-0.25817	-0.00461	-0.01036	4
-0.82495	-0.0511	0.061465	-0.32427	-0.00578	0.010363	5
-0.8959	-0.07095	0.060591	-0.40107	0.006125	-0.01036	6
-0.96284	-0.06693	0.066934	-0.37086	-0.01414	0	7
-1.01284	-0.05	0.060364	-0.34966	0.001061	0.010363	8
-0.99239	0.020451	0.058799	-0.30724	8.84E-05	0.079249	9
-1.09868	-0.10629	0.057499	-0.27452	-0.00053	-0.04879	10
-1.1738	-0.07512	0.065073	-0.42516	-0.00221	-0.01005	11
-1.22482	-0.05102	0.061074	-0.37882	0.002567	0.01005	12

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على تقارير سوق العراق للاوراق المالية

أما الشكل (3-4) فيعرض البيانات السابقة لمصرف الاستثمار بيانيا. إذ يظهر من الشكل أن منحنى العوائد غير العادية كان سالبا في جميع الاوقات قبل الإعلان وعنده وبعده. ويظهر منحنى العائد غير العادي المتراكم اتجاها سلبيا إذ بلغ في الأسبوع الثاني عشر فائض عوائد غير عادية متراكمة (-122.4%). مما يؤكد عدم مطابقة النتائج مع فرضيات السوق الكفاءة الخاصة بعدم امكانية تحقيق عائد غير عادي.



الشكل (3-4): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف الاستثمار

3-4-2 مصرف الائتمان

يظهر الجدول (3-48) العوائد الفعلية للسهم والسوق والبيتا والعوائد المتوقعة والعوائد غير العادية والمتراكمة لمصرف الائتمان ولمدة 12 أسبوعا قبل الإعلان و أسبوع الإعلان و 12 أسبوعا بعد الإعلان. ويتبين من العمود الثاني في الجدول أن العوائد الفعلية للمدة التي تسبق الإعلان كانت موجبة على الاغلب متأثرة بتسرب معلومات ايجابية عن الشركة ولكنها تغيرت قبل أسبوعين من الإعلان وصارت سالبة. وبلغ أعلى عائد قبل الإعلان في الأسبوع السابع (0.09531). أما في تأريخ الإعلان فقد كان العائد سالبا بمقدار (-0.18893) ليظهر أن المعلومات الايجابية السابقة للإعلان لم تكن بالمستوى المتوقع من الدقة. وأستمر سالبا في الاسابيع اللاحقة للإعلان عدا الثالث والسابع والتاسع بعد الإعلان. وأستمر الانخفاض بعد الأسبوع التاسع حتى الأسبوع الثاني عشر بعد الإعلان. ويظهر من العمود الرابع العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. ويبين الجدول أن العوائد المتوقعة كانت موجبة لجميع المشاهدات قبل الإعلان ولكنها تحولت في تأريخ الاعلان الى السالب متأثرة بارتفاع قيمة معامل البيتّا. أما العمود الخامس فيظهر العائد غير العادي والذي يمثل الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع والذي يظهر عوائد غير عادية سالبة قبل الإعلان حتى وصلت الى اقصى انخفاض يوم الإعلان (-0.158) وما بعده (-0.159). ولكن يتحول الى الموجب في الاسابيع الثالث والسابع والتاسع والحادي عشر والثاني عشر. لقد كان تذبذب العوائد غير العادية كبيرا ما يشير الى فشل كبير في توقعات المستثمرين عن عائد السهم بشكل عام. وهذا لا يظهر انعكاسا صحيحا لمعلومات الإعلان لان الاعلان كان ايجابيا جدا فالمصرف ضاعف من ارباحه بشكل كبير وبنسبة (1960%) عن السنة السابقة لتصل ارباحه الى أكثر من (25) مليار دينار. لذلك فإن استجابة الاسعار السوقية لسهم هذا المصرف غير موضوعية (متحيزة) بسبب العوائد غير العادية المتقلبة قبل الاعلان والعائد غير العادي السالب في اسبوع الاعلان وهي استجابة غير صحيحة نسبة لمحتوى المعلومة بسبب العوائد غير العادية غير الصفرية بعد الاعلان. وكان المفترض اذا كانت السوق كفوءة أن تكون العوائد غير العادية موجبة قبل وأثناء اسبوع الاعلان لتصبح صفرية بعد اسبوع الاعلان ولكن ذلك لم يحدث بل بالعكس كانت العائدات غير العادية سالبة بتأريخ الاعلان فهذا يعني أن السوق غير كفوءة من الناحية المعلوماتية. وقد يعود ذلك لاسباب غير تلك المرتبطة بالمعلومات مثل المواقف والاتجاهات لدى المستثمرين في تحديد مستوى العائد المتوقع. لذلك فإن العائد غير العادي السالب يمكن تفسيره بأسباب لا ترتبط بموضوعية المعلومات ولكن بطبيعة المستثمرين وطريقة تفسيرهم للمعلومة ومدى تأثرهم بالعوامل النفسية أو الاجتماعية. وان المعلومات التي سبقت الإعلان عبرت عن عوائد غير عادية سلبية قد تفسرها تسرب معلومات غير جيدة عن المصرف سببت انخفاض العوائد قبل الإعلان وعند الإعلان بشكل كبير.

الجدول (3-48): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف الائتمان وعائد السوق والبيتا والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

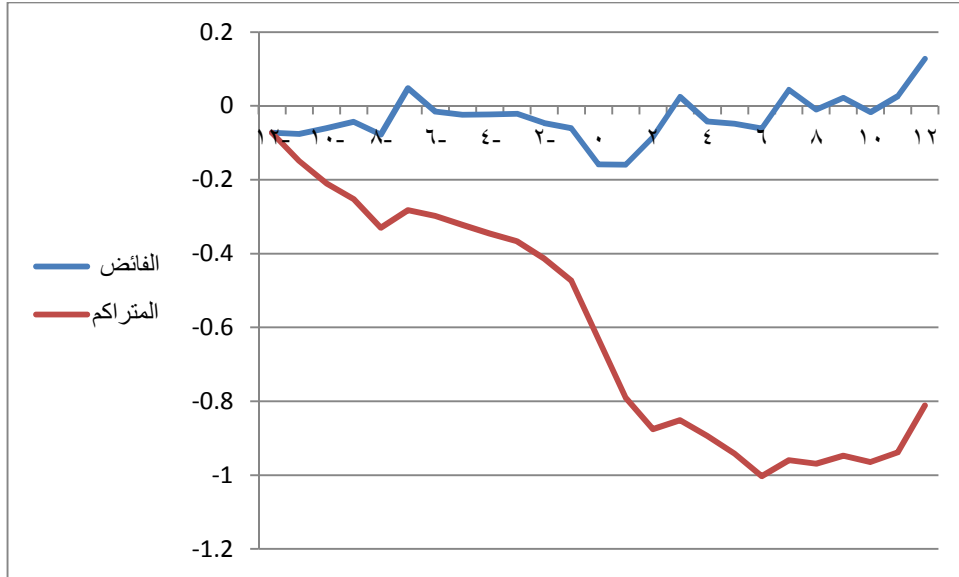
المتراكم	العائد غير العادي	العائد المتوقع	البيتا	عائد السوق	العائد المتحقق	
-0.07298	-0.07286	0.072984	-0.50984	-0.00989	0.000122	-12
-0.14873	-0.07574	0.076085	-0.47934	-0.01985	0.00034	-11

-0.20935	-0.06062	0.060623	-0.23371	-0.02185	0	-10
-0.25238	-0.04303	0.048603	-0.05036	-0.02656	0.005571	-9
-0.33033	-0.07795	0.049775	-0.36418	0.031889	-0.02817	-8
-0.28251	0.047816	0.047494	-0.07103	0.00989	0.09531	-7
-0.29792	-0.0154	0.041045	0.209905	0.026157	0.025642	-6
-0.3219	-0.02399	0.036565	0.205458	0.003945	0.012579	-5
-0.34532	-0.02341	0.035837	0.178606	-0.0063	0.012423	-4
-0.36667	-0.02135	0.038491	0.143043	-0.00051	0.017136	-3
-0.41316	-0.04649	0.039184	0.133243	0.001349	-0.00731	-2
-0.47336	-0.0602	0.025366	0.33377	-0.01382	-0.03483	-1
-0.63162	-0.15827	-0.03066	1.190917	-0.01853	-0.18893	0
-0.79063	-0.159	0.003832	0.999722	0.00382	-0.15517	1
-0.87506	-0.08443	0.010327	0.843466	0.003892	-0.07411	2
-0.8509	0.024157	0.006148	0.771383	-0.00537	0.030305	3
-0.89347	-0.04256	0.012259	0.737527	0.000607	-0.03031	4
-0.94172	-0.04825	0.013019	0.677986	-0.00217	-0.03523	5
-1.00271	-0.06099	-0.00488	0.867318	-0.01251	-0.06587	6
-0.95904	0.043661	0.010182	0.890033	0.00588	0.053843	7
-0.96905	-0.01	-0.00626	0.913907	-0.01109	-0.01626	8
-0.94729	0.021754	-0.00147	1.123013	0.003621	0.020285	9
-0.96482	-0.01753	-0.01929	1.382522	-0.0015	-0.03681	10
-0.93896	0.025861	-0.04691	1.995533	-0.00106	-0.02105	11
-0.81107	0.127892	-0.10268	3.288246	8.84E-05	0.025211	12

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على تقارير سوق العراق للاوراق المالية

أما الشكل (3-5) فيعرض البيانات السابقة لمصرف الائتمان بيانيا. إذ يظهر من الشكل أن منحنى العوائد غير العادية كان سالبا في المشاهدات جميعا قبل الإعلان واستمر بالاتجاه السالب عند وبعد الاعلان عدا بعض الاسبوع المشار لها سابقا. ويظهر منحنى العائد غير العادي المتراكم اتجاها سلبيًا إذ بلغ في الأسبوع الثاني عشر فائض عوائد غير عادية متراكمة ما يقارب (-81%). مما يؤكد عدم مطابقة النتائج مع فرضيات السوق الكفاءة الخاصة بعدم امكانية تحقيق عائد غير عادي بعد ظهور المعلومة

العامّة. ومن ثمّ عدم سلوك الاسعار والعائد وفقا للنظرية المالية التقليدية ويتطلب ذلك استدعاء عوامل مؤثرة اخرى ابرزها العوامل النفسية والاجتماعية ومجموعة التحيزات التي قد يعاني منها المستثمر عند قرار شراء أو بيع الاسهم ومن ثمّ التأثير في أسعارها أو عوائدها. فكفاءة السوق تفترض أنه يسير بشكل عقلاني وان الأسواق تضع تنبؤات غير منحازة للمستقبل.



الشكل (3-5): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف الائتمان

3-4-3 مصرف كردستان

يظهر الجدول (3-49) أن العوائد الفعلية لمصرف كردستان للمدة التي تسبق الإعلان تميل لان تكون سالبة لاغلب المشاهدات عدا الاسبوع الثالث والسادس والسابع قبل الإعلان. وظهرت الاشارات السلبية عن السهم والمصرف قبل الإعلان بأسبوعين. وبلغ أقل عائد (-0.04681) في الأسبوع التاسع قبل الإعلان. بينما أعلى العائدات قبل الإعلان كان في الأسبوع السادس وبلغ (0.1746) وهو عائد عالي نسبيا ويسير عكس الاتجاه العام لعائدات المشاهدات الاخرى. أما في تأريخ الإعلان فقد حقق السهم عائدا موجبا بلغ (0.015936). ورغم ايجابية العائد الا انه أقل بكثير من العائد المتوقع الذي بلغ (0.055754). ولكن في الأسبوع الأول بعد الإعلان عاد ليصبح العائد سالبا ليحقق السهم خسائر اخرى واستمر الانخفاض حتى الأسبوع السادس ليحقق بعدها عائدا ايجابيا كبيرا نسبيا بلغ (0.119048) لينخفض مرة اخرى محققا عائدات سالبة. ويظهر من العمود الرابع العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. ويبين الجدول أن العوائد المتوقعة لجميع المشاهدات كانت موجبة عدا الاسبوع الخامس قبل الاعلان. أما العمود الخامس فيظهر العائد غير العادي والذي يظهر عوائد غير عادية سلبية لجميع المشاهدات عدا الاسبوعين الخامس والسادس قبل الإعلان والسابع بعد الإعلان. ويلاحظ أن هذا العائد غير العادي السالب لا يظهر اتجاها واضحا فيرتفع احيانا وينخفض اخرى ولكن يبقى سالبا مما يشير الى فشل في توقعات المستثمرين عن عائد السهم قبل الإعلان. وبلغ العائد غير العادي في تأريخ الإعلان إذ بلغ (-0.03178). وهذا لا يظهر انعكاسا صحيحا لمعلومات الإعلان لان الاعلان كان ايجابيا جدا فالمصرف زاد من ارباحه بنسبة (45%) عن السنة السابقة لتصل ارباحه الى أكثر من (40) مليار دينار. لذلك فإن استجابة الاسعار السوقية لسهم هذا المصرف غير موضوعية

(متحيزة) بسبب العوائد غير العادية المتقلبة قبل الاعلان والعائد غير العادي السالب في اسبوع الاعلان وهي استجابة غير صحيحة نسبة لمحتوى المعلومة بسبب العوائد غير العادية غير الصفريه بعد الاعلان. وكان المفترض اذا كانت السوق كفوءة أن تكون العوائد غير العادية موجبة قبل وأثناء اسبوع الاعلان لتصبح صفريه بعد اسبوع الاعلان ولكن ذلك لم يحصل بل بالعكس كانت العائدات غير العادية سالبة بتاريخ الاعلان فهذا يعني أن السوق غير كفوءة من الناحية المعلوماتية وقد يعود ذلك لاسباب ترتبط بخطأ تقدير المستثمرين لمستقبل السهم أو للامكانات المستقبلية للشركة من قبل المستثمرين. إذ لا يمكن تفسير سلوك العائد هذا ضمن نظرية كفاءة الاسواق التي تفترض أن المعلومة يجب أن تنعكس مباشرة على اسعار الاسهم وتنعكس بشكل دقيق. فالانعكاس ليس موضوعيا نسبة الى نوع الإعلان لذلك فإن العائد غير العادي السالب يمكن تفسيره بأسباب لا ترتبط بموضوعية المعلومات ولكن بطبيعة المستثمرين وطريقة تفسيرهم للمعلومة ومدى تأثرهم بالعوامل النفسية أو الاجتماعية التي تسبب التحيزات الإدراكية لهم. وان المعلومات التي سبقت الإعلان عبرت عن عوائد غير عادية سلبية قد تفسرها تسرب معلومات غير جيدة عن المصرف سببت انخفاض العوائد قبل الإعلان وبعده بشكل عام. وهذا يناقض افتراضات السوق الكفوءة المتعلقة بعدم امكانية تحقيق عوائد غير عادية يوم الإعلان وأن العوائد في هذا التاريخ وبعده ينبغي أن تكون صفرا أو قريبة جدا من الصفر.

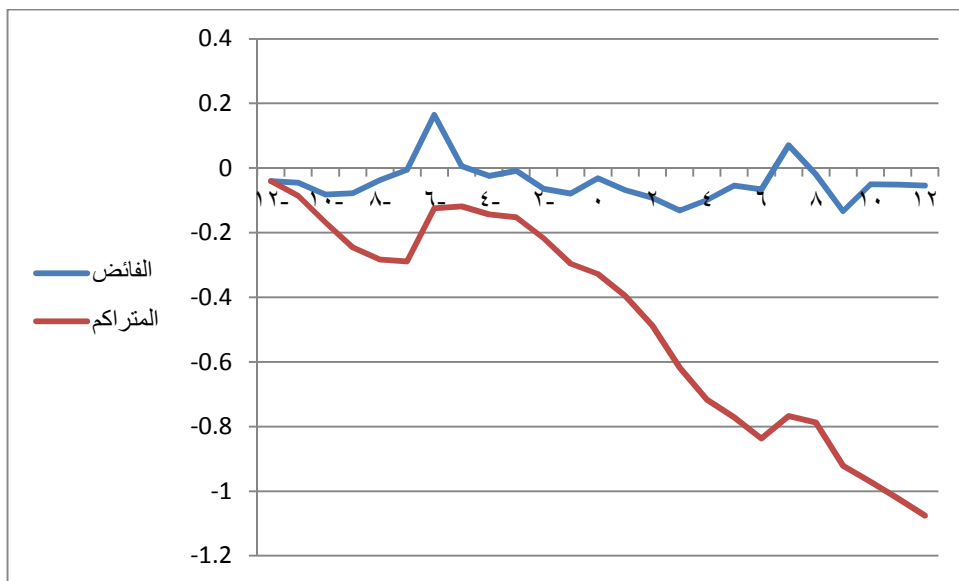
الجدول (3-49): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف كردستان وعائد السوق والبيتا والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

المتراكم	العائد غير العادي	العائد المتوقع	البيتا	عائد السوق	العائد المتحقق	
-0.0404	-0.0404	0.028153	0.342076	-0.00425	-0.01224	-12
-0.08546	-0.04506	0.028394	0.34042	-0.00378	-0.01667	-11
-0.16792	-0.08246	0.035851	0.230672	0.005339	-0.04661	-10
-0.24556	-0.07764	0.030831	0.287582	-0.00427	-0.04681	-9
-0.28308	-0.03752	0.033071	0.343099	0.010231	-0.00444	-8
-0.28901	-0.00593	0.028256	0.36875	-0.00041	0.022321	-7
-0.12428	0.164729	0.009944	0.856392	0.004065	0.174672	-6
-0.11901	0.005276	-0.00899	0.555421	-0.05221	-0.00372	-5
-0.14345	-0.02444	0.024443	0.451667	-0.00051	0	-4
-0.1524	-0.00895	0.020148	0.358024	-0.02441	0.011194	-3
-0.217	-0.06459	0.024001	0.382734	-0.00986	-0.04059	-2
-0.29555	-0.07855	0.043934	-0.11404	0.054347	-0.03462	-1
-0.32732	-0.03178	0.047712	-0.0606	0.000251	0.015936	0

-0.39512	-0.0678	0.052109	-0.14303	-0.0047	-0.01569	1
-0.48721	-0.09209	0.052254	-0.1621	0.000253	-0.03984	2
-0.61841	-0.1312	0.052364	-0.15196	-0.00346	-0.07884	3
-0.717	-0.09858	0.05354	-0.18906	-0.00017	-0.04505	4
-0.77114	-0.05414	0.058859	-0.2041	-0.0229	0.004717	5
-0.83731	-0.06617	0.05209	-0.12553	-0.01148	-0.01408	6
-0.76718	0.070137	0.048911	-0.08691	0	0.119048	7
-0.78706	-0.01988	0.048453	-0.07601	-0.00044	0.028571	8
-0.92075	-0.13369	0.052837	-0.24129	0.012519	-0.08085	9
-0.97065	-0.04991	0.054537	-0.19573	-0.00372	0.00463	10
-1.02177	-0.05112	0.054654	-0.20506	-0.00208	0.003533	11
-1.07571	-0.05393	0.05436	-0.19917	-0.002	0.000429	12

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على تقارير سوق العراق للاوراق المالية

أما الشكل (3-6) فيعرض البيانات السابقة لمصرف كردستان بيانيا. إذ يظهر من الشكل أن منحنى العوائد غير العادية كان متذبذبا بين السالب والموجب للاسابيع قبل وبعد الإعلان. ويظهر منحنى العائد غير العادي المتراكم تصاعدا سلبيا إذ بلغ في الأسبوع الثاني عشر فائض عوائد غير عادية متراكمة (-107.5%). مما يؤكد عدم مطابقة النتائج مع فرضيات السوق الكفاءة الخاصة بعدم امكانية تحقيق عائد غير عادي. وأن للعوامل النفسية والتحيزات الادراكية دورا في تحديد اسعار وعوائد الاسهم.



الشكل (3-6): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف كردستان

3-4-4 مصرف آشور

يظهر الجدول (3-50) أن العوائد الفعلية لمصرف آشور للمدة التي تسبق الإعلان كانت موجبة على الاغلب متأثرة بتسرب معلومات ايجابية عن الشركة. وبلغ أعلى عائد قبل الإعلان في الأسبوع السابع (0.05782) وانخفض ليصبح سالبا بعدها لثلاثة اسابيع متواصلة ثم عاد وارتفع واصبح موجبا لثلاثة اسابيع قبل الإعلان. أما في تأريخ الإعلان فقد كان العائد سالبا بمقدار (-0.10661). ولكن في الأسبوع الأول بعد الإعلان عاد ليصبح العائد موجبا متأثرا بالانخفاض الكبير لأسبوع الإعلان ليعود ويصبح سالبا بعدها ليحقق السهم خسائر اخرى بعد الإعلان عدا الأسبوعين الخامس والعاشر كانت العوائد بها موجبة ولكن دون أن تعوض الخسائر الكبيرة للسهم يوم الإعلان. واستمر الانخفاض بعد الأسبوع السابع حتى الأسبوع الثاني عشر بعد الإعلان. ويظهر من العمود الرابع العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. ويبين الجدول أن العوائد المتوقعة لجميع المشاهدات كانت موجبة. أما العمود الخامس فيظهر العائد غير العادي والذي يظهر عوائد غير عادية سلبية للمشاهدات عدا الاسابيع الثاني والثالث والسابع والتاسع قبل الإعلان والأسبوع العاشر بعد الإعلان. ويلاحظ أن هذا العائد غير العادي السالب كان بسبب الانخفاض الكبير في العوائد المتحققة والذي يشير الى تفاؤل مفرط تجاه مستقبل السهم والشركة. مما يؤكد الفشل في توقعات المستثمرين عن عائد السهم بشكل عام. وبلغ العائد غير العادي في تأريخ الإعلان (-0.1506) ليوافق الاتجاه السالب السابق للفائض وهذا لا يظهر انعكاسا صحيحا لمعلومات الإعلان. ويلاحظ أن استجابة الاسعار السوقية لسهم المصرف غير موضوعية ابدأ (متحيزة) بسبب العوائد غير العادية المتقلبة قبل تأريخ الاعلان والعائد غير العادي السالب في اسبوع الاعلان. لذلك تعد هذه الاستجابة غير دقيقة بسبب البوقي غير الصفرية التي تناقض افتراض كفاءة الاسواق. فالمصرف حقق حدثا ايجابيا بزيادة مستوى الارباح عن السنة السابقة بنسبة (212%) وكان انعكاس المعلومة غير صحيح على اسعار الاسهم. وقد يعود ذلك لاسباب غير تلك المرتبطة بالمعلومات مثل التقدير الخاطئ لمستقبل السهم أو الامكانات المستقبلية للشركة من قبل المستثمرين. إذ لا يمكن تفسير سلوك العائد هذا ضمن نظرية كفاءة الاسواق فالانعكاس ليس موضوعيا نسبة الى نوع الإعلان لذلك فإن العائد غير العادي السالب يمكن تفسيره بأسباب لا ترتبط بموضوعية تفسير المعلومات ولكن بطبيعة المستثمرين وطريقة تفسيرهم للمعلومة ومدى تأثرهم بالعوامل النفسية أو الاجتماعية والتحيزات الإدراكية.

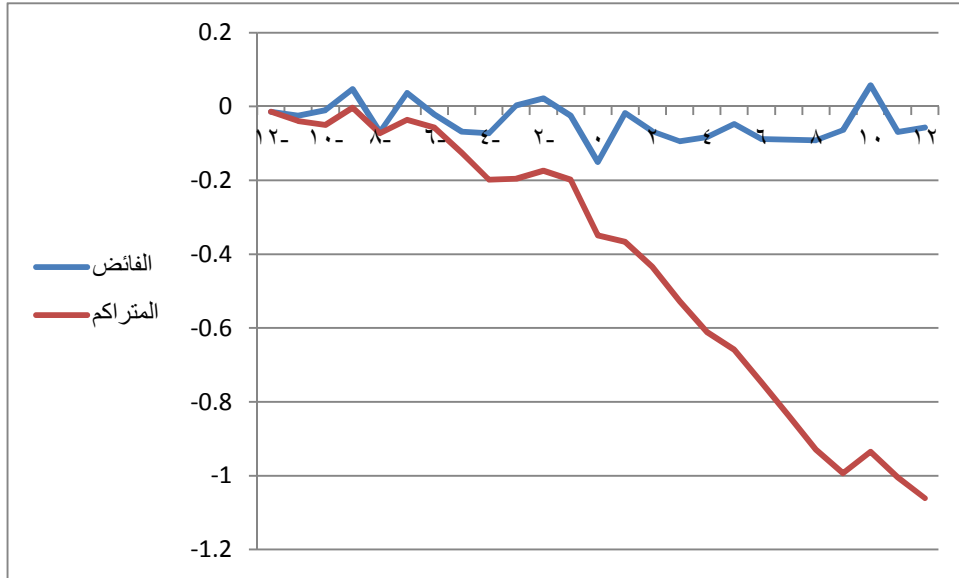
الجدول (3-50): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف آشور وعائد السوق والبيتا والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

المتراكم	العائد غير العادي	العائد المتوقع	البيتا	عائد السوق	العائد المتحقق	
-0.0146	-0.0146	0.023173	0.505727	0.001841	0.008574	-12
-0.03932	-0.02472	0.024723	0.453968	0.000334	0	-11
-0.04978	-0.01046	0.022727	0.476391	-0.00175	0.01227	-10
-0.0032	0.04658	0.024038	0.459017	-0.00067	0.070618	-9

-0.07245	-0.06925	0.022731	0.499492	0.000417	-0.04652	-8
-0.03606	0.036396	0.021424	0.460899	-0.00615	0.05782	-7
-0.05712	-0.02106	0.021064	0.481471	-0.00471	0	-6
-0.12559	-0.06847	0.022487	0.432369	-0.00707	-0.04599	-5
-0.19843	-0.07284	0.024637	0.477755	0.002379	-0.0482	-4
-0.19544	0.002991	0.021401	0.433818	-0.0094	0.024391	-3
-0.17371	0.021734	0.025334	0.443439	0.000651	0.047068	-2
-0.19847	-0.02476	0.047487	0.407605	0.051101	0.022728	-1
-0.3491	-0.15063	0.044023	0.088645	0.033981	-0.10661	0
-0.36684	-0.01774	0.042436	0.047184	-0.00935	0.024693	1
-0.43418	-0.06734	0.06734	-0.42889	-0.00709	0	2
-0.52816	-0.09398	0.069284	-0.47781	-0.00582	-0.02469	3
-0.61096	-0.0828	0.070223	-0.32064	-0.03366	-0.01258	4
-0.65886	-0.0479	0.060478	-0.38411	0.004704	0.012579	5
-0.74733	-0.08847	0.063155	-0.37217	-0.00378	-0.02532	6
-0.83724	-0.08991	0.063932	-0.46216	0.004035	-0.02598	7
-0.92884	-0.0916	0.06493	-0.4759	0.003121	-0.02667	8
-0.99292	-0.06409	0.064086	-0.47111	0.004488	0	9
-0.9354	0.057526	0.045128	-0.00632	0.024659	0.102654	10
-1.00436	-0.06896	0.044268	0.018401	0.005233	-0.02469	11
-1.06109	-0.05674	0.044986	0.000351	0.004734	-0.01175	12

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على تقارير سوق العراق للاوراق المالية

أما الشكل (3-7) فيعرض البيانات السابقة لمصرف آشور بيانيا. إذ يظهر من الشكل أن منحني العوائد غير العادية كان سالبا في أغلب الاوقات قبل الإعلان ووصل الانخفاض الى اقصاه يوم الإعلان وأستمر بعد الإعلان ميالا للجانب السالب بشكل عام. ويظهر منحني العائد غير العادي المتراكم اتجاها سلبيا إذ بلغ في الأسبوع الثاني عشر فائض عوائد غير عادية متراكمة (-106.1%). ما يؤكد عدم مطابقة النتائج مع فرضيات السوق الكفاءة الخاصة بعدم امكانية تحقيق عائد غير عادي. وتتدخل هنا العوامل النفسية والادراكية لتفسير تغيرات الاسعار وتأثير التحيزات في قرارات المستثمرين.



الشكل (3-7): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف آشور

5-4-3 مصرف الخليج

يظهر من الجدول (3-51) أن العوائد الفعلية لمصرف الخليج للمدة التي تسبق الإعلان تراوحت بين العائدات الموجبة والسالبة ولاسيما في الاسبوع الاربعة التي تسبق الإعلان. وبلغ أعلى عائد قبل الإعلان في الاسبوع السادس (0.03149). أما أقل عائد فقد كان في الاسبوع الثالث قبل الإعلان وبلغ (-0.02985). وأصبح العائد موجبا قبل تأريخ الإعلان بأسبوع. أما في تأريخ الإعلان فقد انخفض العائد بشكل كبير ليصل الى (-0.186). وأستمر سالبا حتى الاسبوع الثالث بعد الإعلان محققا خسائر كبيرة للسهم وبعد ذلك كان العائد يميل الى الموجب ليخفف من مستوى الخسائر السابقة. ويظهر من العمود الرابع العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. ويبين الجدول أن العوائد المتوقعة كانت موجبة للاسابيع جميعها قبل وعند الإعلان وتحولت الى موجبة بعد الاعلان متأثرة بتحول حساسية السهم للسوق من السالب الى الموجب. أما العمود الخامس فيظهر العائد غير العادي والذي يظهر عوائد غير عادية سالبة لجميع المشاهدات قبل الاعلان وعند الاعلان لتتحول الى الاتجاه الموجب بعد تأريخ الاعلان مما يشير الى أخطاء في تقدير العوائد المتوقعة من لدن المستثمرين. وبلغ العائد غير العادي في تأريخ الإعلان (-0.0898) وهو يمثل خسارة في يوم الإعلان. وهذا لا يظهر انعكاسا صحيحا لمعلومات الإعلان لان الاعلان كان ايجابيا فالمصرف زاد من ارباحه بنسبة (191%) عن السنة السابقة لتصل ارباحه الى أكثر من (29) مليار دينار. لذلك فإن استجابة الاسعار السوقية لسهم هذا المصرف غير موضوعية (متحيزة) بسبب العوائد غير العادية المتقلبة قبل الاعلان والعائد غير العادي السالب في اسبوع الاعلان وهي استجابة غير صحيحة نسبة لمحتوى المعلومة لان العوائد غير العادية كانت غير صفرية بعد الاعلان. وكان المفترض اذا كانت السوق كفوءة أن تكون العوائد غير العادية موجبة قبل وأثناء اسبوع الاعلان لتصبح صفرية بعد اسبوع الاعلان ولكن ذلك لم يحصل بل بالعكس كانت العائدات غير العادية سالبة بتأريخ الاعلان وموجبة بعد تأريخ الاعلان فهذا يعني أن السوق غير كفوءة من الناحية المعلوماتية وقد يعود ذلك لاسباب ترتبط بتقدير المستثمرين لمستقبل السهم. إذ لا يمكن

تفسير سلوك العائد هذا ضمن نظرية كفاءة الاسواق التي تفترض أن المعلومة يجب أن تنعكس مباشرة على اسعار الاسهم وتنعكس بشكل دقيق. فالانعكاس ليس موضوعيا نسبة الى نوع الإعلان لذلك فإن العائد غير العادي السالب يمكن تفسيره بأسباب لا ترتبط بموضوعية المعلومات ولكن بطبيعة المستثمرين وطريقة تفسيرهم للمعلومة ومدى تأثرهم بالعوامل النفسية أو الاجتماعية التي تسبب التحيزات الإدراكية لهم. وان المعلومات التي سبقت الإعلان عبرت عن عوائد غير عادية سلبية قد تفسرها تسرب معلومات غير جيدة عن المصرف سببت انخفاض العوائد قبل الإعلان وبعده بشكل عام. وهذا يناقض افتراضات السوق الكفاءة المتعلقة بعدم امكانية تحقيق عوائد غير عادية يوم الإعلان وأن العوائد في هذا التاريخ وبعده ينبغي أن تكون صفر أو قريبة جدا من الصفر.

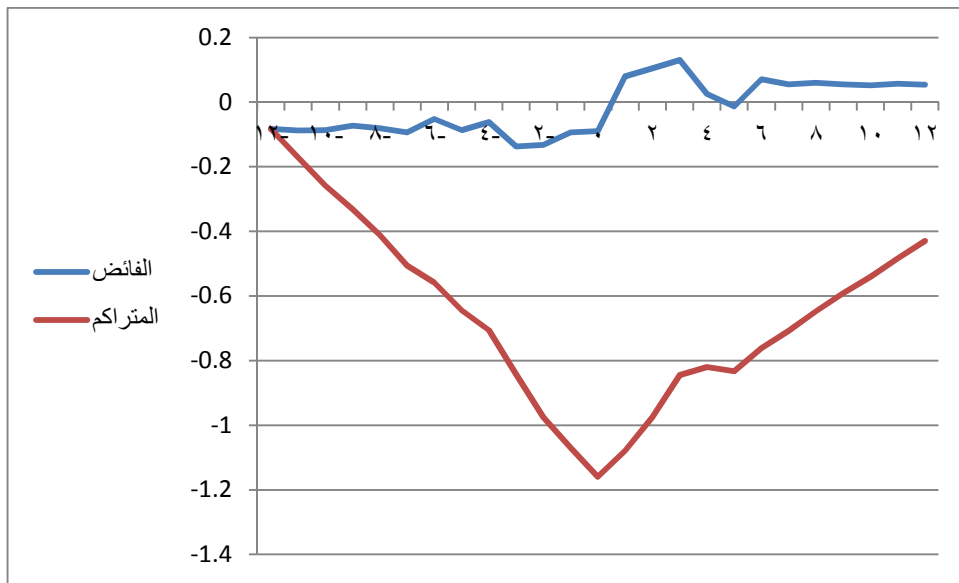
الجدول (3-51): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف الخليج وعائد السوق والبيتا والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

المشاهدة	العائد المتحقق	عائد السوق	بيتا	العائد المتوقع	العائد غير العادي	المتراكم
-12	-0.00769	0.003673	-0.74084	0.075617	-0.08331	-0.08331
-11	-0.00775	-0.00325	-0.72513	0.079991	-0.08774	-0.17105
-10	-0.00781	0.000585	-0.76748	0.079088	-0.0869	-0.25795
-9	0.007874	0.001419	-0.83004	0.081174	-0.0733	-0.33125
-8	0	0.000667	-0.80768	0.080807	-0.08081	-0.41206
-7	-0.00781	-0.00067	-0.90259	0.086219	-0.09403	-0.50609
-6	0.031496	0.006486	-0.99796	0.083436	-0.05194	-0.55803
-5	0	0.003723	-1.00609	0.086529	-0.08653	-0.64456
-4	0.022901	0.002968	-0.94096	0.08455	-0.06165	-0.70621
-3	-0.02985	0.00591	-1.58717	0.107042	-0.13689	-0.8431
-2	-0.01538	-0.00558	-1.42948	0.117305	-0.13269	-0.97579
-1	0.007813	-0.00025	-1.24979	0.101549	-0.09374	-1.06953
0	-0.18605	-0.04083	1.645585	-0.09624	-0.0898	-1.15933
1	-0.01905	-0.01643	2.340025	-0.09874	0.079695	-1.07963
2	-0.00971	-0.00533	3.157368	-0.11392	0.104208	-0.97543
3	-0.0098	-0.01119	3.293683	-0.14008	0.130278	-0.84515
4	0.009901	0.022262	2.659579	-0.01547	0.025374	-0.81977
5	0	0.029802	2.098291	0.01311	-0.01311	-0.83288
6	0.019608	0.003527	2.321806	-0.05129	0.070899	-0.76198
7	0	0.002512	2.341247	-0.05448	0.054475	-0.70751
8	-0.01923	-0.00857	2.325059	-0.07955	0.060314	-0.6472
9	0.009804	0.006557	2.339361	-0.04493	0.054735	-0.59246
10	0.004856	0.00578	2.340544	-0.0468	0.051652	-0.54081

-0.48431	0.056502	-0.05263	2.340697	0.00329	0.003872	11
-0.42994	0.054366	-0.04999	2.344184	0.00448	0.00438	12

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على تقارير سوق العراق للاوراق المالية

أما الشكل (3-8) فيعرض البيانات السابقة لمصرف الخليج بيانيا. إذ يظهر من الشكل أن منحني العوائد غير العادية كان سالبا قبل الإعلان ويوم الإعلان وتحول الى الموجب بعد الإعلان. ويظهر منحني العائد غير العادي المتراكم اتجاها سالبا ولكن متذبذبا صعودا وانخفاضا إذ بلغ في الأسبوع الثاني عشر فائض عوائد غير عادية متراكمة (-42.99%). ما يؤكد عدم مطابقة النتائج مع فرضيات السوق الكفاءة الخاصة بعدم امكانية تحقيق عائد غير عادي. ومن ثم يظهر اهمية عدّ العوامل النفسية والتحيزات الادراكية للمستثمرين عند تقدير اسعار وعوائد الاسهم.



الشكل (3-8): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف الخليج

6-4-3 مصرف دار السلام

يظهر الجدول (3-52) أن العوائد الفعلية لمصرف دار السلام للمدة التي تسبق الإعلان ولغاية الأسبوع العاشر قبل الإعلان كان بين الصفر والسالب. وبدأت العوائد بالتناقص حتى وصلت اقصاها في أسبوع الإعلان إذ بلغ العائد (-0.48719) وهو انخفاض كبير في العائد لا يمكن تبريره عبر الإعلان أو تأثير المعلومة. وبلغ أقل عائد قبل الإعلان (-0.13409) في الأسبوع الأول قبل الإعلان. بينما أعلى العائدات قبل الإعلان كان في الأسبوع الحادي عشر وبلغ (0.003328) وهو عائد صغير نسبيا ويسير عكس الاتجاه العام لعائدات المشاهدات الاخرى. ولكن في الأسبوع الأول بعد الإعلان عاد ليصبح العائد موجبا متأثرا بالانخفاض الكبير غير المبرر لأسبوع الإعلان وليعود ويتذبذب بعدها بين العوائد السالبة والموجبة ليحقق السهم خسائر اخرى بعد الإعلان عدا الأسبوع الرابع والسادس والسابع كانت العوائد بها موجبة ولكن دون أن تعوض الخسائر الكبيرة للسهم يوم الإعلان. واستمر الانخفاض بعد الأسبوع السابع حتى الأسبوع الثاني عشر بعد الإعلان. ويظهر من العمود الرابع العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج

تسعير الموجودات الرأسمالية. ويبين الجدول أن العوائد المتوقعة للمشاهدات كانت متذبذبة بين السالب والموجب. أما العمود الخامس فيظهر العائد غير العادي والذي يظهر عوائد غير عادية متذبذبة قبل وبعد الاعلان. ويلاحظ أن هذا العائد غير عادي. وبلغ العائد غير العادي في تأريخ الاعلان (0.1368) وهذا يظهر انعكاسا صحيحا لمعلومات الاعلان ولكن استمرار ايجابية العوائد غير العادية لا يتوافق مع فرضيات كفاءة السوق. ولان الاعلان كان ايجابيا فالمصرف زاد من ارباحه بنسبة (156%) عن السنة السابقة لتصل ارباحه الى أكثر من (19) مليار دينار. لذلك فإن استجابة الاسعار السوقية لسهم هذا المصرف غير موضوعية (متحيزة) بسبب العوائد غير العادية المتقلبة قبل الاعلان والعائد غير العادي الموجب في اسبوع الاعلان وهي استجابة صحيحة نسبة لمحتوى المعلومة ولكن العوائد غير العادية كانت غير صفرية بعد الاعلان. وكان المفترض اذا كانت السوق كفوءة أن تكون العوائد غير العادية موجبة قبل وأثناء اسبوع الاعلان لتصبح صفرية بعد اسبوع الاعلان ولكن ذلك لم يحصل بل بالعكس كانت العائدات غير العادية موجبة بتأريخ الاعلان وموجبة بعد تأريخ الاعلان فهذا يعني أن السوق غير كفوءة من الناحية المعلوماتية وقد يعود ذلك لاسباب ترتبط بتقدير المستثمرين لمستقبل السهم. إذ لا يمكن تفسير سلوك العائد هذا ضمن نظرية كفاءة الاسواق التي تفترض أن المعلومة يجب أن تنعكس مباشرة على اسعار الاسهم وتنعكس بشكل دقيق. ويمكن تفسير ذلك بأسباب لا ترتبط بموضوعية المعلومات ولكن بطبيعة المستثمرين وطريقة تفسيرهم للمعلومة ومدى تأثرهم بالعوامل النفسية أو الاجتماعية التي تسبب التحيزات الادراكية.

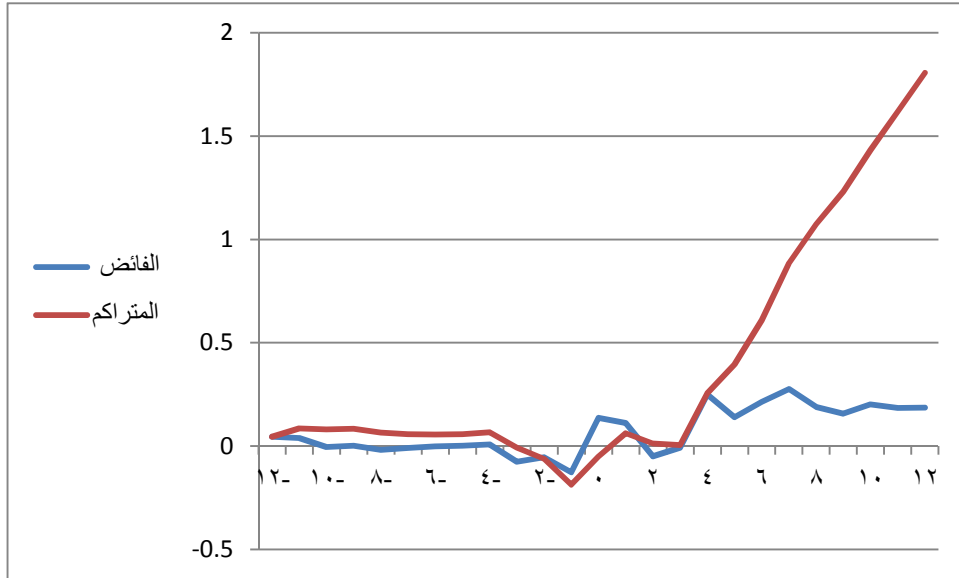
الجدول (3-52): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف دار السلام وعائد السوق والبيتا والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

العائد المتحقق	عائد السوق	البيتا	العائد المتوقع	العائد غير العادي	المتراكم
-12	0.002382	1.979486	-0.04384	0.046218	0.046218
-11	0.003328	1.791809	-0.03578	0.039109	0.085327
-10	-0.00333	1.013628	0.000825	-0.00415	0.081174
-9	0	0.994643	-0.00292	0.002917	0.084091
-8	-0.01681	0.982665	0.001438	-0.01824	0.065846
-7	0	0.983609	0.008195	-0.0082	0.057651
-6	0	1.038378	0.001113	-0.00111	0.056538
-5	0	1.292703	-0.00177	0.001773	0.05831
-4	-0.0068	1.273835	-0.01578	0.008974	0.067284
-3	-0.08175	1.257082	-0.00703	-0.07472	-0.00744
-2	-0.05716	1.191732	-0.00346	-0.0537	-0.06114

-0.18675	-0.12562	-0.00847	1.240006	0.001875	-0.13409	-1
-0.04992	0.136831	-0.62402	5.579052	-0.07492	-0.48719	0
0.062462	0.112386	-0.10511	5.356759	0.016977	0.007273	1
0.013251	-0.04921	-0.04176	4.604368	0.026157	-0.09097	2
0.005689	-0.00756	-0.14659	4.666618	0.003945	-0.15415	3
0.255553	0.249865	-0.18706	4.708967	-0.00428	0.062801	4
0.395333	0.139779	-0.17518	4.682605	-0.00202	-0.0354	5
0.609071	0.213738	-0.16109	4.721294	0.001348	0.052644	6
0.884793	0.275722	-0.15509	4.824963	0.003529	0.120628	7
1.074057	0.189264	-0.19687	4.776591	-0.00564	-0.0076	8
1.231433	0.157376	-0.20426	4.744523	-0.00754	-0.04688	9
1.433442	0.202009	-0.25964	4.465723	-0.02322	-0.05763	10
1.61903	0.185589	-0.1941	4.406209	-0.00926	-0.00851	11
1.805159	0.186129	-0.19261	4.329601	-0.00988	-0.00648	12

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على تقارير سوق العراق للاوراق المالية

أما الشكل (3-9) فيعرض البيانات السابقة لمصرف دار السلام بيانيا. إذ يظهر من الشكل أن منحنى العوائد غير العادية تقلب بين السالب والموجب للأسابيع قبل وبعد الإعلان ولكن كان ميالا للجانب الموجب أكثر أما عند تأريخ الإعلان فقد كان العائد غير العادي بأعلى مستوياته. ويظهر منحنى العائد غير العادي المتراكم تصاعدا ايجابيا إذ بلغ في الأسبوع الثاني عشر فائض عوائد غير عادية متراكمة (180.5%). مما يؤكد عدم مطابقة النتائج مع فرضيات السوق الكفاءة الخاصة بعدم امكانية تحقيق عائد غير عادي. ويؤكد ذلك اهمية اعتبار التحيزات الادراكية المؤثرة في قرارات شراء وبيع الاسهم للمستثمرين.



الشكل (3-9): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف دار السلام

3-4-7 مصرف الاقتصاد

يظهر الجدول (3-53) أن العوائد الفعلية لمصرف الاقتصاد للمدة التي تسبق الإعلان تميل لان تكون سالبة لغاية الأسبوع الثاني قبل الإعلان بينما بلغ العائد الفعلي لأسبوع قبل الإعلان صفراً. وأن النصف الاقرب من المشاهدات لتأريخ الإعلان كانت عائداته سالبة مما قد يشير الى تداول بعض الاشارات السلبية عن السهم والمصرف قبل الإعلان. وبلغ أقل عائد (-0.04255) في الأسبوع الحادي عشر قبل الإعلان. بينما أعلى العائدات قبل الإعلان كان في الأسبوع التاسع وبلغ (0.04301). أما في تأريخ الإعلان فقد حقق السهم عائدا موجبا بلغ (0.01087). ورغم ايجابية العائد الا انه أقل بكثير من العائد المتوقع الذي بلغ (0.063449). وبعد أسبوعين من الإعلان عاد ليصبح العائد سالبا ليحقق السهم خسائر اخرى واستمر الانخفاض حتى الأسبوع الثاني عشر رغم بعض الارتفاعات البسيطة التي تخللت هذه المدة في الاسابيع السادس والعاشر بعد الإعلان. ويظهر من العمود الرابع العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. أما العمود الخامس فيظهر العائد غير العادي والذي يبين عوائد غير عادية سالبة للمشاهدات الخمس والعشرين جميعا عدا الاسبوعين التاسع والعاشر قبل الاعلان. ويلاحظ أن هذا العائد غير العادي السالب لا يظهر اتجاها واضحا فيرتفع احيانا وينخفض اخرى ولكن يبقى سالبا مما يشير الى فشل توقعات المستثمرين عن عائد السهم قبل الإعلان. وبلغ العائد غير العادي في تأريخ الإعلان (-0.04) وهذا لا يظهر انعكاسا صحيحا لمعلومات الإعلان. إذ لا يظهر انعكاسا صحيحا لمعلومات الإعلان لان الاعلان كان ايجابيا فالمصرف زاد من ارباحه بنسبة (112%) عن السنة السابقة لتصل ارباحه الى أكثر من (20) مليار دينار. لذلك فإن استجابة الاسعار السوقية لسهم هذا المصرف غير موضوعية (متحيزة) بسبب العوائد غير العادية المتقلبة قبل الاعلان والعائد غير العادي السالب في اسبوع الاعلان وهي استجابة غير صحيحة نسبة لمحتوى المعلومة لان العوائد غير العادية كانت غير صفرية بعد الاعلان. وكان المفترض اذا كانت السوق كفوءة أن تكون العوائد غير العادية موجبة قبل وأثناء اسبوع الاعلان لتصبح صفرية بعد اسبوع الاعلان ولكن ذلك لم يحصل بل بالعكس

كانت العائدات غير العادية سالبة بتاريخ الاعلان وبعد تأريخ الاعلان فهذا يعني أن السوق غير كفوءة من الناحية المعلوماتية وقد يعود ذلك لاسباب ترتبط بتقدير المستثمرين لمستقبل السهم. إذ لا يمكن تفسير سلوك العائد هذا ضمن نظرية كفاءة الاسواق التي تفترض أن المعلومة يجب أن تنعكس مباشرة على اسعار الاسهم وتنعكس بشكل دقيق. فالانعكاس ليس موضوعيا نسبة الى نوع الإعلان لذلك فإن العائد غير العادي السالب يمكن تفسيره بأسباب لا ترتبط بموضوعية المعلومات ولكن بطبيعة المستثمرين وطريقة تفسيرهم للمعلومة ومدى تأثيرهم بالتحيزات الادراكية. وهذا يناقض افتراضات السوق الكفوءة المتعلقة بعدم امكانية تحقيق عوائد غير عادية يوم الإعلان وأن العوائد في هذا التأريخ وبعده ينبغي أن تكون صفرا أو قريبة جدا من الصفر.

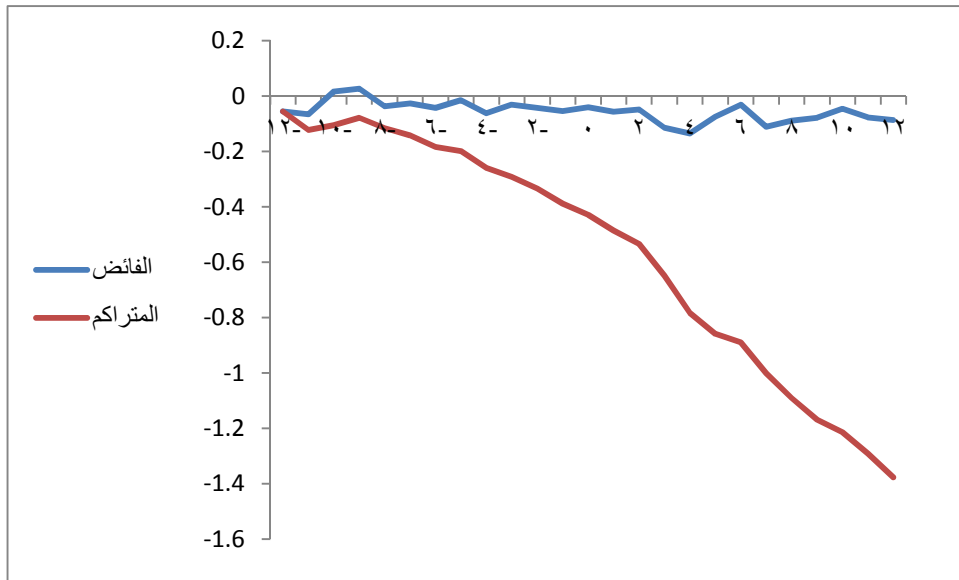
الجدول (3-53): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف الاقتصاد وعائد السوق والبيتا والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

المتراكم	العائد غير العادي	العائد المتوقع	البيتا	عائد السوق	العائد المتحقق	
-0.05578	-0.05578	0.021967	0.537089	0.002115	-0.03381	-12
-0.12188	-0.0661	0.023549	0.491295	0.001337	-0.04255	-11
-0.10518	0.016697	0.016636	0.647111	0.001169	0.033333	-10
-0.078	0.027188	0.015822	0.664395	0.001084	0.043011	-9
-0.11509	-0.03709	0.037092	0.184978	0.002247	0	-8
-0.14169	-0.0266	0.036907	0.199739	0.00448	0.010309	-7
-0.18396	-0.04227	0.032067	0.326298	0.005366	-0.0102	-6
-0.19844	-0.01448	0.024792	0.49716	0.004354	0.010309	-5
-0.26051	-0.06207	0.031457	0.339153	0.00507	-0.03061	-4
-0.29201	-0.0315	0.020975	0.566721	0.002607	-0.01053	-3
-0.33413	-0.04212	0.020842	0.529188	-0.00065	-0.02128	-2
-0.38886	-0.05473	0.054728	-0.10123	-0.0511	0	-1
-0.42886	-0.04	0.050873	-0.1276	-0.00103	0.01087	0
-0.48549	-0.05662	0.056624	-0.18924	-0.01643	0	1
-0.5338	-0.04832	0.05907	-0.24191	-0.01316	0.010753	2
-0.64833	-0.11452	0.040055	-0.66848	0.052397	-0.07447	3
-0.78398	-0.13565	0.078177	-0.63721	-0.00707	-0.05747	4
-0.85905	-0.07507	0.075074	-0.68239	0.000928	0	5

6	0.036585	0.006473	-0.59282	0.067839	-0.03125	-0.8903
7	-0.03529	-0.01273	-0.52553	0.075341	-0.11064	-1.00094
8	-0.0122	-0.02466	-0.45388	0.076617	-0.08881	-1.08975
9	-0.01235	-0.00506	-0.43262	0.066656	-0.079	-1.16875
10	0.0125	0.011906	-0.40186	0.058299	-0.0458	-1.21455
11	-0.01235	-0.00095	-0.42422	0.064493	-0.07684	-1.29139
12	-0.02144	-0.00015	-0.43404	0.064595	-0.08603	-1.37742

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا تقارير سوق العراق للاوراق المالية

أما الشكل (3-10) فيعرض البيانات السابقة لمصرف الاقتصاد بيانيا. إذ يظهر من الشكل أن منحنى العوائد غير العادية كان سالبا في أغلب الاسبوع قبل وبعد الإعلان وفي أسبوع الاعلان ويظهر منحنى العائد غير العادي المتراكم تصاعدا سلبيا إذ بلغ في الأسبوع الثاني عشر فائض عوائد غير عادية متراكمة (-116.8%). مما يؤكد عدم مطابقة النتائج مع فرضيات السوق الكفاءة الخاصة بعدم امكانية تحقيق عائد غير عادي. وأن التحيزات الادراكية تلعب دورا مؤثرا في عملية اتخاذ قرارات شراء وبيع الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية.



الشكل (3-10): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف الاقتصاد

8-4-3 مصرف المتحد

يظهر الجدول (3-54) أن العوائد الفعلية للمصرف المتحد للمدة التي تسبق الإعلان تراوحت بين العائدات الموجبة والسالبة ولاسيما في الاسبوع الاربعة التي تسبق الإعلان. وبلغ أعلى عائد قبل الإعلان في الأسبوع الرابع (0.04939). أما أقل عائد فقد كان في الأسبوع التاسع قبل الإعلان وبلغ (-)

0.03659). وأصبح العائد موجبا قبل تأريخ الإعلان بأسبوعين ولكنه تحول الى السالب قبل أسبوع من الإعلان. أما في تأريخ الإعلان فقد كان العائد سالبا بمقدار (-0.21706) ليظهر أن المعلومات الايجابية السابقة للإعلان لم تكن بالمستوى المتوقع من الدقة. وأستمر سالبا في حتى الأسبوع الخامس بعد الإعلان محققا خسائر كبيرة للسهم ولم يكن العائد موجبا بعد الإعلان إلا في الأسبوع السادس. ويظهر من العمود الرابع العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. ويبين الجدول أن العوائد المتوقعة كانت متذبذبة بين الموجب والسالب لجميع الاسابيع قبل وعند وبعد الإعلان. أما العمود الخامس فيظهر العائد غير العادي والذي يبين عوائد غير عادية متذبذبة قبل تأريخ الاعلان بينما بلغ العائد غير العادي في تأريخ الإعلان (-0.2757) وهو يمثل خسارة كبيرة يوم الإعلان. وهذا لا يظهر انعكاسا صحيحا لمعلومات الإعلان لان الاعلان كان ايجابيا فالمصرف زاد من ارباحه بنسبة (39%) عن السنة السابقة لتصل ارباحه الى أكثر من (55) مليار دينار. لذلك فإن استجابة الاسعار السوقية لسهم هذا المصرف غير موضوعية (متحيزة) بسبب العوائد غير العادية المتقلبة قبل الاعلان والعائد غير العادي السالب في اسبوع الاعلان وهي استجابة غير صحيحة نسبة لمحتوى المعلومة لان العوائد غير العادية كانت غير صفرية بعد الاعلان. وكان المفترض اذا كانت السوق كفوءة أن تكون العوائد غير العادية موجبة قبل وأثناء اسبوع الاعلان لتصبح صفرية بعد اسبوع الاعلان ولكن ذلك لم يحصل بل حصل العكس وكانت العائدات غير العادية سالبة بتأريخ الاعلان وبعد تأريخ الاعلان فهذا يعني أن السوق غير كفوءة من الناحية المعلوماتية. إذ لا يمكن تفسير سلوك العائد هذا ضمن نظرية كفاءة الاسواق التي تقترض أن المعلومة يجب أن تنعكس مباشرة على اسعار الاسهم وتنعكس بشكل دقيق. فالانعكاس ليس موضوعيا نسبة الى نوع الإعلان لذلك فإن العائد غير العادي السالب يمكن تفسيره بأسباب لا ترتبط بموضوعية المعلومات ولكن بطبيعة المستثمرين وطريقة تفسيرهم للمعلومة ومدى تأثرهم بالعوامل النفسية أو الاجتماعية التي تسبب التحيزات الادراكية.

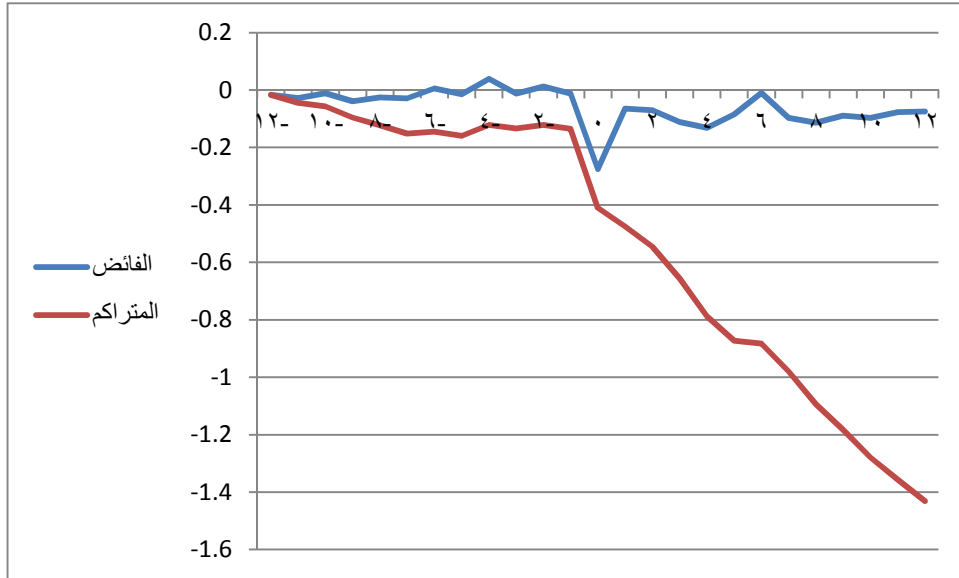
الجدول (3-54): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف المتحد وعائد السوق والبيتا والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

المشاهدة	العائد المتحقق	عائد السوق	البيتا	العائد المتوقع	العائد غير العادي	المتراكم
-12	-0.02244	0.003428	1.219545	-0.0057	-0.01674	-0.01674
-11	-0.02899	0.005377	1.155077	-0.00077	-0.02822	-0.04496
-10	-0.0178	0.001154	1.168781	-0.00625	-0.01156	-0.05652
-9	-0.03659	0.006816	1.102067	0.002919	-0.03951	-0.09603
-8	-0.01881	-0.00156	0.808796	0.007345	-0.02615	-0.12218
-7	-0.01917	-0.00123	0.754811	0.010105	-0.02927	-0.15146
-6	0.01917	0.0063	0.821738	0.013199	0.005971	-0.14549
-5	0	0.002607	0.721737	0.014403	-0.0144	-0.15989

-0.12141	0.038478	0.010915	0.764362	0.000407	0.049393	-4
-0.13361	-0.0122	-0.01838	0.65236	-0.05216	-0.03058	-3
-0.12187	0.011742	0.0128	0.64204	-0.00515	0.024541	-2
-0.1345	-0.01263	0.006549	0.597975	-0.0193	-0.00608	-1
-0.41026	-0.27576	0.058694	-0.59453	0.021967	-0.21706	0
-0.47473	-0.06447	0.056867	-0.48577	0.02057	-0.0076	1
-0.54475	-0.07003	0.062363	-0.43814	0.00537	-0.00766	2
-0.6561	-0.11134	0.080088	-0.75175	-0.00168	-0.03125	3
-0.78752	-0.13142	0.08263	-0.72274	-0.00707	-0.04879	4
-0.87243	-0.08491	0.076545	-0.71576	0.000928	-0.00837	5
-0.88305	-0.01062	0.067782	-0.59132	0.006473	0.057158	6
-0.97972	-0.09667	0.080667	-0.71157	-0.00512	-0.016	7
-1.09335	-0.11363	0.080842	-0.68129	-0.00761	-0.03279	8
-1.18253	-0.08918	0.089182	-0.69671	-0.01842	0	9
-1.28005	-0.09751	0.089145	-0.69044	-0.01894	-0.00837	10
-1.35693	-0.07688	0.068446	-0.62748	0.007635	-0.00844	11
-1.43125	-0.07432	0.074322	-0.62255	-0.0021	0	12

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على تقارير سوق العراق للاوراق المالية

أما الشكل (3-11) فيعرض البيانات السابقة لمصرف المتحد بيانيا. إذ يظهر من الشكل أن منحنى العوائد غير العادية كان سالبا في كثير من الاوقات قبل الإعلان وبلغ اقصى خسائره يوم الإعلان وبعد الإعلان كان سالبا لجميع الاسبوع. ويظهر منحنى العائد غير العادي المتراكم اتجاها سلبيا مستمرا إذ بلغ في الأسبوع الثاني عشر فائض عوائد غير عادية متراكمة (-143.1%). مما يؤكد عدم مطابقة النتائج مع فرضيات السوق الكفاءة الخاصة بعدم امكانية تحقيق عائد غير عادي.



الشكل (3-11): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف المتحد

9-4-3 مصرف بابل

يظهر الجدول (3-55) أن العوائد الفعلية لمصرف بابل للمدة التي تسبق الإعلان تظهر تذبذب في العوائد بين تحقيق عوائد ايجابية وسلبية. إذ بلغ أعلى عائد ايجابي (0.024369) في الأسبوع السابع قبل الإعلان بينما حقق السهم أقل عائد في الأسبوع الحادي عشر قبل الإعلان إذ بلغ (-0.0438). وتتراوح باقي العوائد بين الرقمين. وظهرت اشارات ايجابية عن السهم والمصرف في الأسبوع السابق للإعلان. أما في تأريخ الإعلان فقد حقق السهم عائدا سالبا بلغ (-0.01493). واستمر العائد سالبا للأسبوع الأول بعد الإعلان ولكن عاد موجبا لاكثر الاسابيع بعد الإعلان وإن كانت هذه العوائد الايجابية لم تعوض الخسائر السابقة للسهم. ويظهر من العمود الرابع العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الراسمالية. ويبين الجدول أن العوائد المتوقعة لجميع المشاهدات كانت متذبذبة لهذ المدة من الدراسة. أما العمود الخامس فيظهر العائد غير العادي من العوائد والذي يظهر عوائد غير عادية متذبذبة للمشاهدات الخمس والعشرين جميعا. مما يشير الى فشل في توقعات المستثمرين عن عائد السهم قبل الإعلان. وبلغ العائد غير العادي في تأريخ الإعلان إذ بلغ (-0.02534) وهو يمثل خسارة بتأريخ الإعلان. وهذا لا يظهر انعكاسا صحيحا لمعلومات الإعلان لان الاعلان كان ايجابيا فالمصرف زاد من ارباحه بنسبة (28%) عن السنة السابقة لتصل ارباحه الى أكثر من (5) مليار دينار. لذلك فإن استجابة الاسعار السوقية لسهم هذا المصرف غير موضوعية (متحيزة) بسبب العوائد غير العادية المتقلبة قبل الاعلان والعائد غير العادي السالب في اسبوع الاعلان وهي استجابة غير صحيحة نسبة لمحتوى المعلومة لان العوائد غير العادية كانت غير صفرية بعد الاعلان. وكان المفترض اذا كانت السوق كفوءة أن تكون العوائد غير العادية موجبة قبل وأثناء اسبوع الاعلان لتصبح صفرية بعد اسبوع الاعلان ولكن ذلك لم يحصل بل حصل العكس وكانت العائدات غير العادية سالبة بتأريخ الاعلان وبعد تأريخ الاعلان فهذا يعني أن السوق غير كفوءة من الناحية المعلوماتية. إذ لايمكن تفسير سلوك العائد هذا ضمن نظرية كفاءة الاسواق التي تفترض أن المعلومة يجب أن تنعكس مباشرة على اسعار الاسهم وتنعكس بشكل دقيق.

فالانعكاس ليس موضوعيا نسبة الى نوع الإعلان لذلك فإن العائد غير العادي السالب يمكن تفسيره بأسباب لا ترتبط بموضوعية المعلومات ولكن بطبيعة المستثمرين وطريقة تفسيرهم للمعلومة ومدى تأثرهم بالعوامل النفسية أو الاجتماعية التي تسبب التحيزات الإدراكية.

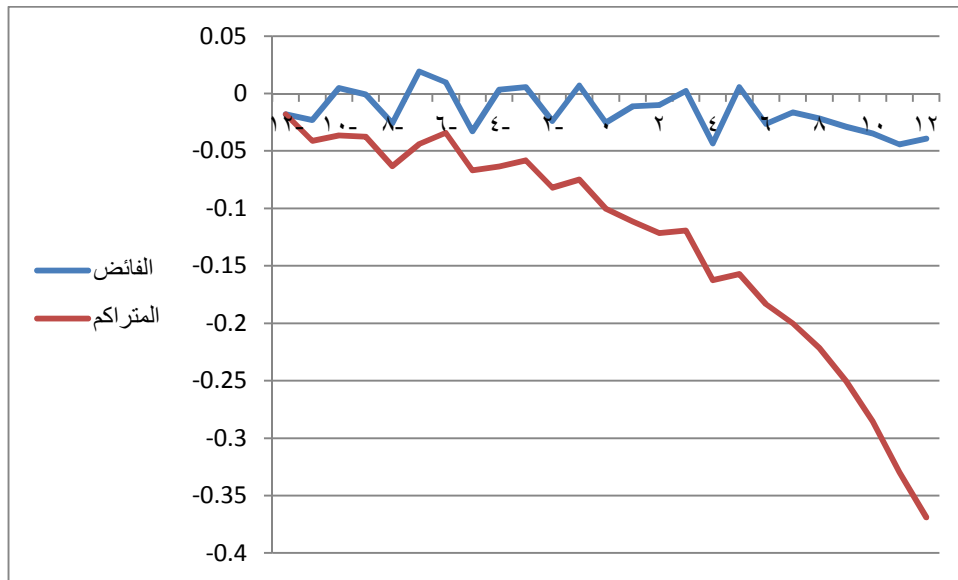
الجدول (3-55): العائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف بابل وعائد السوق والعائد غير العادي والعائد غير المتراكم

المتراكم	العائد غير العادي	العائد المتوقع	البيتا	عائد السوق	العائد المتحقق	
-0.01808	-0.01808	-0.0065	0.69037	-0.0296	-0.02458	-12
-0.04126	-0.02318	-0.02062	0.958054	-0.0235	-0.0438	-11
-0.03655	0.004705	0.0031	0.980733	0.002277	0.007805	-10
-0.03753	-0.00098	-0.01809	0.9815	-0.01927	-0.01906	-9
-0.06333	-0.0258	0.020124	0.906785	0.017567	-0.00568	-8
-0.04404	0.01929	0.005079	0.922123	0.001707	0.024369	-7
-0.03418	0.009858	-0.00064	0.880308	-0.00685	0.009217	-6
-0.06696	-0.03277	0.014254	0.836115	0.008227	-0.01852	-5
-0.06366	0.003293	-0.00892	0.740577	-0.0278	-0.00562	-4
-0.05816	0.005507	0.009419	0.759681	-0.00184	0.014926	-3
-0.08205	-0.02389	0.008967	0.794818	-0.00033	-0.01493	-2
-0.0751	0.00695	0.007976	0.828924	0.000334	0.014926	-1
-0.10044	-0.02534	0.01041	0.810782	0.002337	-0.01493	0
-0.11157	-0.01114	0.007369	0.810686	-0.00142	-0.00377	1
-0.12149	-0.00992	0.015567	0.668959	0.001001	0.005644	2
-0.1192	0.002291	0.019974	0.644225	0.006153	0.022264	3
-0.16259	-0.04339	0.034173	0.311346	0.010226	-0.00922	4
-0.15705	0.005542	0.020053	0.586411	0.002458	0.025596	5
-0.18343	-0.02638	0.013668	0.619447	-0.00558	-0.01272	6
-0.19999	-0.01656	0.014728	0.669043	-0.00025	-0.00183	7
-0.22164	-0.02165	0.025304	0.595912	0.011948	0.003656	8
-0.25058	-0.02894	0.034403	0.232121	-0.00065	0.00546	9

10	0.015845	-0.04836	-0.06082	0.050678	-0.03483	-0.28542
11	0.01879	-0.03358	-0.22976	0.063055	-0.04426	-0.32968
12	0.0236	-0.02248	-0.26483	0.06287	-0.03927	-0.36895

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على تقارير سوق العراق للاوراق المالية

أما الشكل (3-12) فيعرض البيانات السابقة لمصرف بابل بيانياً. إذ يظهر من الشكل أن منحني العوائد غير العادية تقلب بين السالب والموجب للأسابيع قبل وبعد الإعلان ولكن ميل للجانب السالب أكثر أما عند تأريخ الإعلان فكان سالبا ويظهر منحني العائد غير العادي المتراكم تذبذباً خلال المدة ولكنه كان سالبا بشكل عام إذ بلغ في الأسبوع الثاني عشر بعد الإعلان فائض عوائد غير عادية متراكمة بلغ (-36.89%). مما يؤكد عدم مطابقة النتائج مع فرضيات السوق الكفاءة الخاصة بعدم امكانية تحقيق عائد غير عادي.



الشكل (3-12): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف بابل

10-4-3 مصرف بغداد

يظهر الجدول (3-56) أن هناك تذبذب في عوائد مصرف بغداد للمدة التي تسبق الإعلان بين تحقيق عوائد ايجابية وسلبية إذ بلغ أعلى عائد ايجابي (0.06148) في الأسبوع السادس قبل الإعلان بينما حقق السهم أقل عائد في الأسبوع الذي يسبق الإعلان مباشرة إذ بلغ (-0.063903). وباقي العوائد تتراوح بين الرقمين. وحقق السهم الخسارة الاكبر بيوم الإعلان إذ بلغ العائد (-0.20803). وهي خسارة غير مبررة في أسبوع الإعلان لان الإعلان كان يعبر عن ارباح ومما يؤكد أن الخسارة غير مبررة هي عودة ارتفاع العائد في الأسبوع اللاحق للإعلان. مع ذلك فان الانخفاض استمر لاسابيع بعد الإعلان وكان التوجه العام للعوائد هو الانخفاض خلال المشاهدات الخمس والعشرين. ويظهر من العمود الرابع العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الراسمالية. ويبين الجدول أن العائدات المتوقعة لجميع

المشاهدات قبل الاعلان كانت موجبة. أما العمود الرابع فيظهر العائد غير العادي من العوائد والذي يظهر عوائد غير عادية متذبذبة للمدة التي سبقت تأريخ الإعلان والمدة اللاحقة لتأريخ الإعلان. ولكن في تأريخ الإعلان كان العائد غير العادي سالبا وبشكل كبير بلغ (-0.21842) وهذا يظهر انعكاسا غير صحيح للمعلومة اذ لم يكن موضوعيا نسبة الى نوع الإعلان لان المصرف أعلن عن زيادة في الارباح عن العام السابق بنسبة (16%) فقد حقق ارباحا تتجاوز (23) مليار دينار. لذلك فإن العائد غير العادي السالب يمكن تفسيره بأسباب لا ترتبط بموضوعية المعلومات ولكن بطريقة تفسير المستثمرين للمعلومة ومدى تأثره بالعوامل الاخرى النفسية أو الاجتماعية.

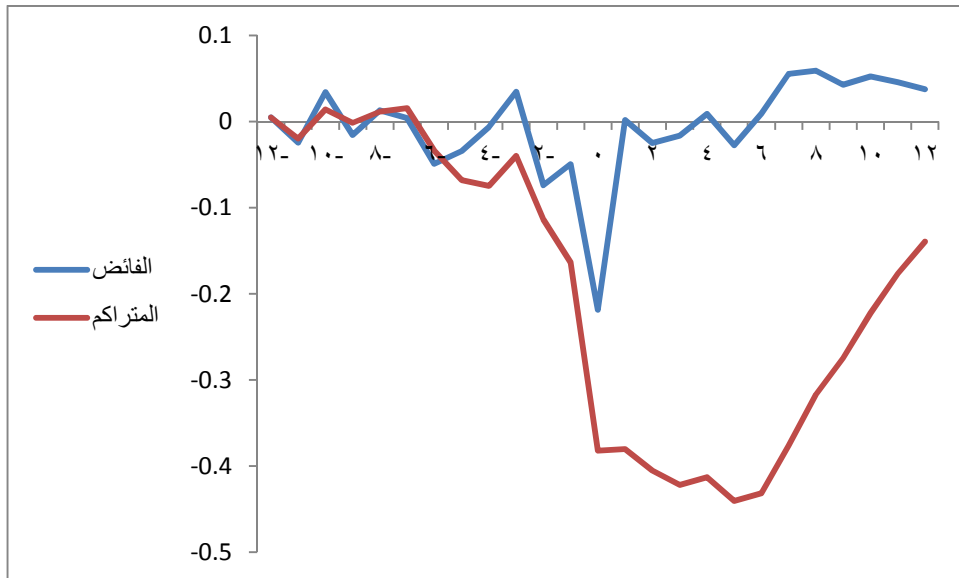
الجدول (3-56): العائد الفعلي والمنتوق لسهم مصرف بغداد وعائد السوق والبيتا والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

المتراكم	العائد غير العادي	العائد المتوقع	البيتا	عائد السوق	العائد المتحقق	
0.00457	0.00457	0.024558	0.50103	0.42%	0.029128	-12
-0.01992	-0.02449	0.024489	0.501267	0.41%	0	-11
0.014167	0.034087	0.024285	0.500984	0.37%	0.058372	-10
-0.00144	-0.01561	0.025867	0.496202	0.64%	0.010257	-9
0.011449	0.012892	0.0222	0.500266	-0.06%	0.035091	-8
0.01534	0.003891	0.025237	0.50037	0.55%	0.029128	-7
-0.03379	-0.04913	0.019997	0.501613	-0.48%	-0.02913	-6
-0.06802	-0.03423	0.02433	0.480392	0.20%	-0.0099	-5
-0.07463	-0.00661	0.026317	0.493222	0.71%	0.019705	-4
-0.04002	0.03461	0.026875	0.438467	0.37%	0.061485	-3
-0.11398	-0.07396	0.036575	0.137252	-1.64%	-0.03739	-2
-0.16359	-0.04961	-0.0143	0.719172	-3.75%	-0.0639	-1
-0.38201	-0.21842	0.010387	0.745032	-0.15%	-0.20803	0
-0.38023	0.001771	0.029	0.765443	2.41%	0.030772	1
-0.40519	-0.02496	0.012765	0.758684	0.25%	-0.0122	2
-0.4217	-0.01651	0.00416	0.78719	-0.69%	-0.01235	3
-0.41277	0.008933	-0.00893	1.144902	-0.21%	0	4
-0.44048	-0.02771	0.002551	1.128908	0.74%	-0.02516	5

-0.43138	0.009095	-0.0349	1.49363	-0.85%	-0.02581	6
-0.37617	0.055214	-0.04223	1.931116	-0.02%	0.012987	7
-0.31704	0.059127	-0.0527	1.770161	-1.02%	0.006431	8
-0.27453	0.042515	-0.06849	1.48064	-3.16%	-0.02598	9
-0.22244	0.052089	-0.01972	1.384071	-0.18%	0.032365	10
-0.17674	0.045694	-0.00819	1.468784	0.88%	0.037504	11
-0.13928	0.037468	-0.00725	1.515905	1.05%	0.030214	12

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على تقارير سوق العراق للاوراق المالية

أما الشكل (3-13) فيعرض البيانات السابقة بيانيا. إذ يظهر من الشكل أن منحنى العوائد غير العادية تقلب بين السالب والموجب للأسابيع قبل وبعد الإعلان ويظهر منحنى العائد غير العادي المتراكم تصاعدا سلبيا إذ بلغ في الأسبوع الثاني عشر عوائد غير عادية متراكمة (-13.9%) مما يؤكد عدم مطابقة النتائج مع فرضيات السوق الكفاءة الخاصة بعدم امكانية تحقيق عائد غير عادي بعد الاعلان عن الحدث. ومن ثمّ عدم سلوك الاسعار والعائد وفقا للنظرية المالية التقليدية ويتطلب ذلك استدعاء عوامل مؤثرة اخرى ابرزها العوامل النفسية والاجتماعية ومجموعة التحيزات التي قد يعاني منها المستثمر عند قرار شراء أو بيع الاسهم ومن ثمّ التأثير في أسعارها أو عوائدها. فكفاءة السوق تفترض أنه يسير بشكل عقلاني وان الأسواق تضع تنبؤات غير منحازة للمستقبل.



الشكل (3-13): العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم لسهم مصرف بغداد

11-4-3 العائد غير العادي المتراكم لمجموع المصارف

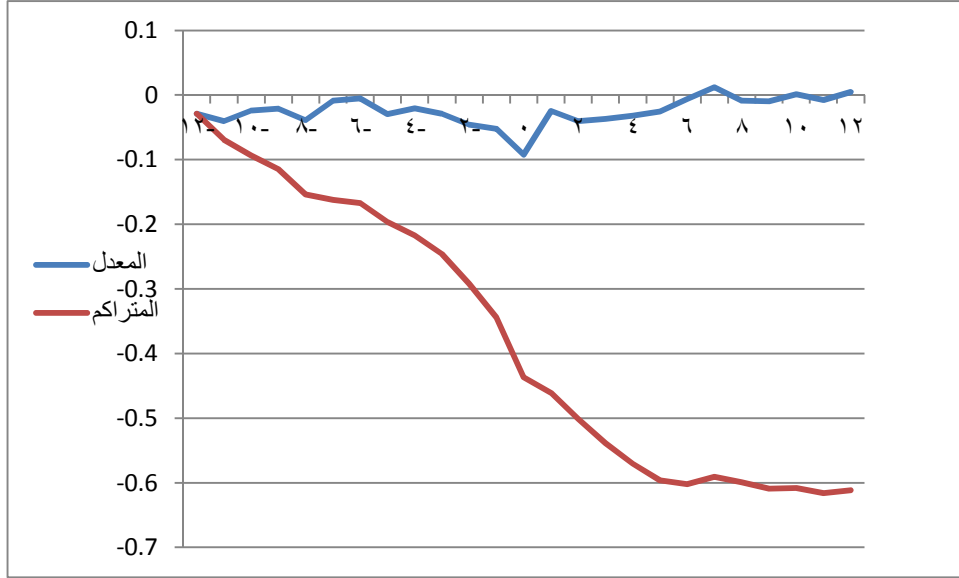
يظهر من الجدول (3-57) العوائد غير العادية للمصارف عينة الدراسة مع معدلات العائد غير العادي للمصارف وللمدد المبحوثة ويظهر ايضا العائد غير العادي المتراكم للمعدلات. ويتبين من الجدول أن مصرفا واحدا فقط حقق معدلا فائضا ايجابيا هو مصرف دار السلام الذي حقق فائضا ايجابيا بلغ (0.0722). أما باقي المصارف فقد حققت جميعها فائض سالب والخسارة الاكبر كانت من نصيب مصرف المتحد وبلغت (-0.05725)، ثم الاقتصاد (-0.0551) والاستثمار (-0.04899)، وكردستان (-0.04303)، وآشور (-0.04244)، والائتمان (-0.03244)، والخليج (-0.0172)، وبابل (-0.01476)، وأخيرا مصرف بغداد (-0.00557). كما يظهر من الجدول معدلات العائد غير العادي لمجموع المصارف ولجميع المدد قبل الإعلان وعنده وبعد الإعلان. ويلاحظ أن أغلب المدد كانت بمعدل فائض سالب ولكن أقل معدل كان في تأريخ الإعلان إذ بلغ (-0.0923)، وهذا يشير الى انعكاس سريع للمعلومة ولكن دون أن يعبر عن محتوى هذه المعلومة ورغم التأثير الكبير للعوائد يوم الإعلان الا أن ظهور معدل فائض سالب غير طبيعي بتأريخ الإعلان يظهر تناقضا كبيرا مع افتراضات نظرية كفاءة الاسواق التي تفترض اقتراب العائد غير العادي من الصفر عند تأريخ الإعلان باعتبار توفر المعلومة للجميع ولا يوجد ما يستدعي تحقق العائد غير العادي سوى عوامل لا ترتبط بمحتوى المعلومة مثل العوامل النفسية المرتبطة بالتفاؤل والتشاؤم أو العوامل الاجتماعية مثل سلوك القطيع وغيرها من التحيزات الادراكية الاخرى التي يعاني منها المستثمرون.

الجدول (3-57): معدلات العائد غير العادي والمتراكم للمصارف عينة الدراسة

المشاهدة	بغداد	الاقتصاد	كردستان	بابل	دار السلام	أشور	الانتمان	الاستثمار	المتحد	الخليج	المعدل	المتراكم
-12	0.00457	-0.05578	-0.0404	-0.01808	0.046218	-0.0146	-0.07286	-0.03703	-0.01674	-0.08331	-0.0288	-0.0288
-11	-0.02449	-0.0661	-0.04506	-0.02318	0.039109	-0.02472	-0.07574	-0.06739	-0.02822	-0.08774	-0.04035	-0.06915
-10	0.034087	0.016697	-0.08246	0.004705	-0.00415	-0.01046	-0.06062	-0.04048	-0.01156	-0.0869	-0.02411	-0.09327
-9	-0.01561	0.027188	-0.07764	-0.00098	0.002917	0.04658	-0.04303	-0.03898	-0.03951	-0.0733	-0.02124	-0.11451
-8	0.012892	-0.03709	-0.03752	-0.0258	-0.01824	-0.06925	-0.07795	-0.03179	-0.02615	-0.08081	-0.03917	-0.15368
-7	0.003891	-0.0266	-0.00593	0.01929	-0.0082	0.036396	0.047816	-0.02893	-0.02927	-0.09403	-0.00856	-0.16223
-6	-0.04913	-0.04227	0.164729	0.009858	-0.00111	-0.02106	-0.0154	-0.05049	0.005971	-0.05194	-0.00508	-0.16732
-5	-0.03423	-0.01448	0.005276	-0.03277	0.001773	-0.06847	-0.02399	-0.02612	-0.0144	-0.08653	-0.02939	-0.19671
-4	-0.00661	-0.06207	-0.02444	0.003293	0.008974	-0.07284	-0.02341	-0.00581	0.038478	-0.06165	-0.02061	-0.21732
-3	0.03461	-0.0315	-0.00895	0.005507	-0.07472	0.002991	-0.02135	-0.04654	-0.0122	-0.13689	-0.02891	-0.24623
-2	-0.07396	-0.04212	-0.06459	-0.02389	-0.0537	0.021734	-0.04649	-0.05374	0.011742	-0.13269	-0.04577	-0.292
-1	-0.04961	-0.05473	-0.07855	0.00695	-0.12562	-0.02476	-0.0602	-0.02872	-0.01263	-0.09374	-0.05216	-0.34416
0	-0.21842	-0.04	-0.03178	-0.02534	0.136831	-0.15063	-0.15827	-0.0705	-0.27576	-0.0898	-0.09237	-0.43653
1	0.001771	-0.05662	-0.0678	-0.01114	0.112386	-0.01774	-0.159	-0.06182	-0.06447	0.079695	-0.02447	-0.461
2	-0.02496	-0.04832	-0.09209	-0.00992	-0.04921	-0.06734	-0.08443	-0.06367	-0.07003	0.104208	-0.04058	-0.50158
3	-0.01651	-0.11452	-0.1312	0.002291	-0.00756	-0.09398	0.024157	-0.05365	-0.11134	0.130278	-0.0372	-0.53878
4	0.008933	-0.13565	-0.09858	-0.04339	0.249865	-0.0828	-0.04256	-0.06817	-0.13142	0.025374	-0.03184	-0.57062
5	-0.02771	-0.07507	-0.05414	0.005542	0.139779	-0.0479	-0.04825	-0.0511	-0.08491	-0.01311	-0.02569	-0.59631
6	0.009095	-0.03125	-0.06617	-0.02638	0.213738	-0.08847	-0.06099	-0.07095	-0.01062	0.070899	-0.00611	-0.60242
7	0.055214	-0.11064	0.070137	-0.01656	0.275722	-0.08991	0.043661	-0.06693	-0.09667	0.054475	0.011851	-0.59057
8	0.059127	-0.08881	-0.01988	-0.02165	0.189264	-0.0916	-0.01	-0.05	-0.11363	0.060314	-0.00869	-0.59926
9	0.042515	-0.079	-0.13369	-0.02894	0.157376	-0.06409	0.021754	0.020451	-0.08918	0.054735	-0.00981	-0.60906
10	0.052089	-0.0458	-0.04991	-0.03483	0.202009	0.057526	-0.01753	-0.10629	-0.09751	0.051652	0.001141	-0.60792
11	0.045694	-0.07684	-0.05112	-0.04426	0.185589	-0.06896	0.025861	-0.07512	-0.07688	0.056502	-0.00795	-0.61588
12	0.037468	-0.08603	-0.05393	-0.03927	0.186129	-0.05674	0.127892	-0.05102	-0.07432	0.054366	0.004454	-0.61142
	-0.00557	-0.0551	-0.04303	-0.01476	0.072206	-0.04244	-0.03244	-0.04899	-0.05725	-0.0172	-0.02446	

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على تقارير سوق العراق للاوراق المالية

أما الشكل (3-14) فيبين معدلات العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم ويظهر من الشكل أن العائد غير العادي المتراكم سالب يثبت عدم توافق مع افتراضات كفاءة الاسواق. فقد بلغ العائد غير العادي المتراكم (-0.61142).



الشكل (3-14): معدل العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للمصارف عينة الدراسة

وتعد هذه خسارة كبيرة لقطاع المصارف الذي يعدّ القطاع الأكثر تداولاً في السوق مما يؤكد الاختبارات التي قدمها (Barber&Odean,2000) والتي تثبت أن زيادة التداول لا تعني بالضرورة زيادة العائد فتكرار التداول غالباً ما يرتبط بالثقة المفرطة أو الاعتماد على معلومات شخصية غير دقيقة أو حسب المنظور الآخر اتخاذ سلوك القطيع الذي يسهم في تشويه القيمة الحقيقية للسهم بالارتفاع والانخفاض. كما أن الإصرار على التداول بأسهم المصارف رغم انخفاض عوائدها قد يشير إلى ميل للاعتماد على المعلومات المتوفرة دون إطالة البحث عن المعلومات الجديدة التي قد تغير من موازين اختيار الأوراق المالية (تحيز المتاحية). أو أن تأكيدهم على أن أسهم المصارف هي الأكثر جذباً للمستثمرين نتيجة للرباح السابقة التي حققتها المصارف قد يمنعهم من التعرف إلى أسهم أخرى قد تتغير عوائدها إيجاباً ومن ثمّ يمنعهم من تنويع المحفظة الذي يسبب الكثير من المخاطرة (تحيز التثبيت). وقد يفسر الالتزام بأسهم المصارف تفاؤلاً غير موضوعي يؤدي إلى الإصرار على التعامل بهذه الأسهم (تحيز التفاؤل المفرط) وهذا التفاؤل المبالغ به ينتج عنه تقديرات مبالغاً للعائد المتوقع ومن ثمّ تأتي النتائج عكسية تسبب خسائر غير مبررة.

ينبغي ملاحظة أن الخسائر تراكمت لمدة طويلة تصل إلى أكثر من ستة أشهر مع ذلك هناك أصرار على التداول المفرط دون الاقتناع بما تظهره النتائج الفعلية المستمرة بالتناقض خلال المدة وهذا قد يفسره تحيز (التنافر الإدراكي). وجميع ما سبق من النتائج لا يؤكد الفرضية الرئيسية الثامنة بل يخالفها تماماً. وبذلك فإن سوق العراق للأوراق المالية لا يعد كفاءة بالشكل نصف القوي من الكفاءة.

12-4-3 العلاقة بين العائد والمخاطرة والحجم

يظهر الجدول (3-58) العائد والمخاطرة الكلية والنظامية وغير النظامية وحجم المصارف مقاسا بالقيمة السوقية لها. وقد تم ترتيب المصارف حسب قيمتها السوقية من المصرف الاكبر وهو المصرف المتحد الذي بلغت قيمته السوقية (554) مليار دينار الى المصرف الاصغر وهو مصرف آشور بقيمة (58.696) مليار دينار. والغرض من وجود هذا الجدول هو بيان ما اذا كانت المخاطرة هي الدالة الوحيدة للعائد كما تقترح النظرية المالية التقليدية أم أن هناك متغيرات أخرى لا ترتبط بالمخاطرة مثل التحيزات الإدراكية الخاصة بالعوامل النفسية والاجتماعية التي تؤثر في قرارات المستثمرين. ويبين الجدول أيضا تباين السهم والسوق والبيتا والمخاطرة النظامية وغير النظامية للسهم وعائد السهم لغرض اكتشاف العلاقات الاحصائية بين العائد والمخاطرة وحجم المصرف بهدف اختبار الفرضية المرتبطة بكفاءة السوق ومدى عقلانية المستثمر.

الجدول (3-58): العائد والمخاطرة الكلية والنظامية وغير النظامية وحجم المصارف

المصارف	المخاطرة الكلية	تباين السوق	مربع البيتا	المخاطرة النظامية	المخاطرة غير النظامية	العائد	حجم المصرف بالآلاف الملايين
المتحد	0.002357	0.00021	0.4276	0.000089	0.002267	- 0.01666	554
الانثمنان	0.003537	0.00018	1.2963	0.000233	0.003303	- 0.01581	325
كوردستان	0.00294	0.000303	0.05775	0.000018	0.002922	- 0.0038	282
بغداد	0.002791	0.000163	2.611	0.000425	0.002366	-0.00226	177
دارالسلام	0.01209	0.000313	19.568	0.006124	0.005966	- 0.03783	128
الخليج	0.001567	0.000159	5.4042	0.000859	0.000708	- 0.00791	98.753
الاستثمار	0.000713	0.000098	0.09125	0.000001	0.000703	- 0.00379	94
بابل	0.000315	0.000263	0.02385	0.000006	0.000309	0.000696	81
الاقتصاد	0.000782	0.000288	0.16061	0.000046	0.000735	- 0.00827	80
آشور	0.001862	0.000246	0.00076	0.000000	0.001862	- 0.00062	58.696

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على تقارير سوق العراق للاوراق المالية

أما الجدول (3-59) فيظهر مصفوفة الارتباط لمعدلات العائد والمخاطرة الكلية والنظامية وغير النظامية وحجم المصارف. ويتبين أن علاقة الارتباط بين العائد والمخاطرة الكلية كان سالبا بقيمة (-0.89) وبلغت قيمة t المطلقة المحسوبة (5.16) وهي أكبر من قيمة t الجدولية البالغة (2.764) بمستوى معنوية (1%) كما بلغت قيمة معامل الارتباط بين العائد والمخاطرة غير النظامية (-0.81) وبقية t مطلقة محسوبة بلغت (3.65) بمستوى المعنوية نفسها. وتشير هذه النتيجة الى علاقات لا تتوافق مع

نظريات المالية التقليدية فهذه العلاقة خلاف ما تقتضيه عقلانية المستثمر المفترضة ويمكن تبرير ذلك بتحيز تجنب الخسارة الذي يجعل المستثمرين ميالين أكثر للمخاطرة في حالة الخسائر. فتعرض المستثمرين لخسائر مستمرة جعلهم أكثر بحثاً عن المخاطرة على أمل تعويض الخسائر السابقة. ومن ثم فإن المستثمر قد يميل أكثر لاتخاذ سلوك المخاطرة وذلك لأن المصارف تحقق خسائر وهو يحاول تجنب الخسارة الفعلية وهذا ما يجعل المخاطرة لا تعتمد على بالعائد المتوقع لدى المستثمر الذي يعاني من هذا التحيز مما يزيد من احتمالية تعرضه لمخاطرة أكبر من ناحية ضعف تنويع المحفظة وكثرة التداول. كما أن إغراء الاستثمارات السابقة قد يسبب الاحتفاظ بمحافظ غير متنوعة وغير كفوءة اعتماداً على توقعات تستند الى حدس تفاؤلي مبالغ به (تحيز التفاؤل المفرط). ويمكن القول أن الاحتفاظ بأسهم المصارف الخاسرة قد يفسر بمحاولة تجنب الاسهم الاكثر غموضاً لدى المستثمر حتى لو كانت تحقق عائداً أعلى (تحيز تجنب الغموض) فالألأفة المتحققة بين المستثمر والأسهم التي يحتفظ بها لمدد طويلة يمكن أن تجعله يحتفظ بهذه الاسهم رغم خسارتها المستمرة. إن الإصرار على الاحتفاظ بالأسهم الأكثر شهرة والأكثر تداولاً وجاذبية في السوق يمكن أن يعزى الى شعور بعدم الرغبة في الندم على قرار التخلي عن الاسهم الجذابة (تحيز تجنب الندم) مما يقوده الى سلوك مشابه للمستثمرين الآخرين في السوق من أجل الشعور بالعقلية الجمعية التي تخفف من ألم الندم الناتج عن التخلي عن أسهم قد تحقق له في المستقبل عوائد كبيرة. ويظهر من الجدول (3-59) أيضاً أن حجم المصرف لا يؤثر بشكل معنوي على مستوى المخاطرة المقبولة للمستثمر وهذا يخالف ما توصل اليه (Ritter,1988) بأن مخاطرة الشركات الصغيرة أكبر من مخاطرة الشركات الكبيرة ولكن يوافقه بأن العوائد التي تحققها الشركات الصغيرة أكبر من التي تحققها الشركات الكبيرة وهذا ما نلاحظه من الجدول (3-58) إذ أن مصرف بابل هو الوحيد الذي حقق معدل عائد ايجابي في المدة المبحوثة كما أن مصرف آشور حقق أقل الخسائر رغم أن المصرفين من فئة المصارف الاصغر نسبة لباقي المصارف. كما أن معدل العائد للمصارف الخمسة الكبيرة بلغ (-0.01527) وهي تحقق معدل خسارة أكبر من معدل الخسارة التي تحققها المصارف الخمسة الصغيرة بمعدل عائد (-0.0039). أن تحقيق المصارف الصغيرة لعوائد معدلة بالمخاطرة أكبر من المصارف الكبيرة يوافق ما توصلت اليه دراسة (Roll,1988).

الجدول (3-59): علاقات الارتباط بين العائد والمخاطرة الكلية وغير النظامية والحجم

الحجم	العائد	المخاطرة غير النظامية	المخاطرة الكلية	
0.063	0.88-	0.93	1	المخاطرة الكلية
0.287	0.81-	1	0.93	المخاطرة غير النظامية
0.269-	1	0.81-	0.88-	العائد
1	0.269-	0.287	0.063	الحجم

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على مخرجات الحاسبة الالكترونية

وبالنتيجة فإن ظهور بعض الحالات الشاذة التي لا يمكن أن تفسرها النظرية المالية التقليدية يقود للاهتمام بالعوامل النفسية والاجتماعية التي تسهم في ايجاد تفسيرات مقبولة يمكن منها زيادة قدرة المستثمرين على التنبؤ الدقيق واكتشاف الاتجاهات السوق المستقبلية عبر دمج المؤثرات الادراكية (التحيزات) مع نماذج قياس وتقدير عوائد الاوراق المالية.

الجدول (3-57): معدلات العائد غير العادي والمتراكم للمصارف عينة الدراسة

المشاهدة	بغداد	الاقتصاد	كردستان	بابل	دار السلام	آشور	الانتمان	الاستثمار	المتحد	الخليج	المعدل	المتراكم
-12	0.00457	-0.05578	-0.0404	-0.01808	0.046218	-0.0146	-0.07286	-0.03703	-0.01674	-0.08331	-0.0288	-0.0288
-11	-0.02449	-0.0661	-0.04506	-0.02318	0.039109	-0.02472	-0.07574	-0.06739	-0.02822	-0.08774	-0.04035	-0.06915
-10	0.034087	0.016697	-0.08246	0.004705	-0.00415	-0.01046	-0.06062	-0.04048	-0.01156	-0.0869	-0.02411	-0.09327
-9	-0.01561	0.027188	-0.07764	-0.00098	0.002917	0.04658	-0.04303	-0.03898	-0.03951	-0.0733	-0.02124	-0.11451
-8	0.012892	-0.03709	-0.03752	-0.0258	-0.01824	-0.06925	-0.07795	-0.03179	-0.02615	-0.08081	-0.03917	-0.15368
-7	0.003891	-0.0266	-0.00593	0.01929	-0.0082	0.036396	0.047816	-0.02893	-0.02927	-0.09403	-0.00856	-0.16223
-6	-0.04913	-0.04227	0.164729	0.009858	-0.00111	-0.02106	-0.0154	-0.05049	0.005971	-0.05194	-0.00508	-0.16732
-5	-0.03423	-0.01448	0.005276	-0.03277	0.001773	-0.06847	-0.02399	-0.02612	-0.0144	-0.08653	-0.02939	-0.19671
-4	-0.00661	-0.06207	-0.02444	0.003293	0.008974	-0.07284	-0.02341	-0.00581	0.038478	-0.06165	-0.02061	-0.21732
-3	0.03461	-0.0315	-0.00895	0.005507	-0.07472	0.002991	-0.02135	-0.04654	-0.0122	-0.13689	-0.02891	-0.24623
-2	-0.07396	-0.04212	-0.06459	-0.02389	-0.0537	0.021734	-0.04649	-0.05374	0.011742	-0.13269	-0.04577	-0.292
-1	-0.04961	-0.05473	-0.07855	0.00695	-0.12562	-0.02476	-0.0602	-0.02872	-0.01263	-0.09374	-0.05216	-0.34416
0	-0.21842	-0.04	-0.03178	-0.02534	0.136831	-0.15063	-0.15827	-0.0705	-0.27576	-0.0898	-0.09237	-0.43653
1	0.001771	-0.05662	-0.0678	-0.01114	0.112386	-0.01774	-0.159	-0.06182	-0.06447	0.079695	-0.02447	-0.461
2	-0.02496	-0.04832	-0.09209	-0.00992	-0.04921	-0.06734	-0.08443	-0.06367	-0.07003	0.104208	-0.04058	-0.50158
3	-0.01651	-0.11452	-0.1312	0.002291	-0.00756	-0.09398	0.024157	-0.05365	-0.11134	0.130278	-0.0372	-0.53878
4	0.008933	-0.13565	-0.09858	-0.04339	0.249865	-0.0828	-0.04256	-0.06817	-0.13142	0.025374	-0.03184	-0.57062
5	-0.02771	-0.07507	-0.05414	0.005542	0.139779	-0.0479	-0.04825	-0.0511	-0.08491	-0.01311	-0.02569	-0.59631
6	0.009095	-0.03125	-0.06617	-0.02638	0.213738	-0.08847	-0.06099	-0.07095	-0.01062	0.070899	-0.00611	-0.60242
7	0.055214	-0.11064	0.070137	-0.01656	0.275722	-0.08991	0.043661	-0.06693	-0.09667	0.054475	0.011851	-0.59057
8	0.059127	-0.08881	-0.01988	-0.02165	0.189264	-0.0916	-0.01	-0.05	-0.11363	0.060314	-0.00869	-0.59926
9	0.042515	-0.079	-0.13369	-0.02894	0.157376	-0.06409	0.021754	0.020451	-0.08918	0.054735	-0.00981	-0.60906
10	0.052089	-0.0458	-0.04991	-0.03483	0.202009	0.057526	-0.01753	-0.10629	-0.09751	0.051652	0.001141	-0.60792
11	0.045694	-0.07684	-0.05112	-0.04426	0.185589	-0.06896	0.025861	-0.07512	-0.07688	0.056502	-0.00795	-0.61588
12	0.037468	-0.08603	-0.05393	-0.03927	0.186129	-0.05674	0.127892	-0.05102	-0.07432	0.054366	0.004454	-0.61142
	-0.00557	-0.0551	-0.04303	-0.01476	0.072206	-0.04244	-0.03244	-0.04899	-0.05725	-0.0172	-0.02446	

الفصل الرابع

الاستنتاجات والتوصيات

المبحث الأول : الاستنتاجات

المبحث الثاني : التوصيات

4-1 المبحث الأول : الاستنتاجات

توصلت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات نوردتها بما يأتي:-

- 1) إن مدخل المالية السلوكية لم يأتِ لالغاء الدور الكبير والثورة الهائلة التي قدمتها النظريات المالية التقليدية للعلوم المالية ولكن هذا المدخل جاء مكملاً، معدلاً، ومكيفاً لهذه النظريات من أجل الوصول الى فهم أفضل لسلوك المستثمرين في الاسواق المالية ولتقديم تفسيرات مقبولة للحالات الشاذة جميعاً التي لم تستطع النظريات المالية التقليدية تفسيرها ضمن أطرها التحليلية وفروضها المتشددة عن عقلانية المستثمر وقوة عمليات المراجعة التي تفقد السوق دائماً لحالة التوازن وتساوي الاسعار السوقية مع القيمة الحقيقية للموجودات المالية. فالمالية السلوكية استندت الى ما توصلت له النظريات المالية التقليدية وأضافت لها مجموعة من العوامل السلوكية النفسية والاجتماعية لتوسعة قدرتها التحليلية وتدعيم النتائج النظرية والتطبيقية للاحداث التاريخية التي واجهت الاسواق المالية العالمية.
- 2) يتعرض المستثمرون في أسواق الاوراق المالية العالمية بشكل عام وسوق العراق بشكل خاص الى مخاطر متنوعة تتجاوز حدود تقلبات الاسعار والعوائد. فهناك مخاطر تكمن في داخل عقل المستثمر نفسه وفي طريقة تفكيره واسلوب معالجته للمعلومات والاعتقاد الخاطئ بامتلاك مواهب ومهارات قد لا يمتلكها فعلاً. فضلاً عن الاشارات والمواقف العاطفية والنفسية والاجتماعية التي تجعل المستثمر منحازاً عن العقلانية في اتخاذ أي من القرارات الاستثمارية الخاصة ببيع أو شراء الاوراق المالية.
- 3) رغم تعدد تكرار الحالات الشاذة في الاسواق المالية العالمية بين الفقاعات والازمات، الا أنه لا تزال عملية التنبؤ بحدوث الفقاعة أو الازمة أو أي من الحالات غير المرغوب بها في الاسواق المالية عملية صعبة ومعقدة وفاشلة في أغلب الاحيان والسبب في ذلك ضعف ادراك المستثمرين والمحللين لوجود العوامل النفسية والاجتماعية والعاطفية في دواخلهم والتي تسهم في تشكل وانفجار الفقاعة ومن ثم تحولها الى أزمة مالية خطيرة.
- 4) أحدثت نظرية الاحتمال ثورة كبيرة في الفكر المالي التقليدي نقلت معها الفلسفة المالية الى مستوى آخر يربطها مع العلوم والفلسفات الانسانية الاخرى مثل علم النفس والاجتماع والسياسة. ورغم أن النظرية قدمت قبل أكثر من ثلاثين عاماً الا أن الجدل والبحث العلمي ما زال مستمراً عن صلاحية هذه النظرية في تفسير الظواهر الشاذة التي عجزت النظرية المالية التقليدية عن تفسيرها بافتراضاتها الاساسية عن عقلانية المستثمر وكفاءة الاسواق.
- 5) لا يختلف المستثمرون عن غيرهم من الاشخاص من ناحية تأثرهم بمجموعة من التحيزات الادراكية التي تؤثر في سلوكهم وطريقة اتخاذهم للقرارات الاستثمارية. وتطوير كفاءة القرار وتحسين نتائجه مما يتطلب زيادة معرفة وادراك المستثمرين لابعاد القرار الاستثماري عبر دراسة وفهم التحيزات الادراكية ومدى تأثيرها فيهم.

- (6) تؤثر التحيزات المرتبطة بنظرية الاحتمال في ابعاد القرار الاستثماري جميعا ولكن تأثيرها في بعد ضعف تنوع المحفظة أكبر وأكثر وضوحا من تأثيرها في حجم التداول والموقف من المخاطرة.
- (7) يعاني المستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية من تحيز تجنب الغموض ومن ثم محاولة الابتعاد عن الاستثمارات في القطاعات غير المألوفة لديهم أو لدى مستشاريهم والاعتماد فقط على القطاعات الأكثر تداولاً والأكثر شهرة وجاذبية. وهذا قادهم الى ضعف تنوع المحافظ الاستثمارية وتعرضهم لمخاطرة كبيرة جراء ذلك.
- (8) إتمدت نظرية الاحتمال بالأساس على فكرة أن المستثمرين يحتفظوا بالاستثمارات الخاسرة طويلاً ويبيعون الرابحة منها سريعا لتجنب تحقق خسائر فعلية ما يضعف من أداء المحافظ الاستثمارية ويعرضها لمخاطرة ضعف التنوع. وقد أظهرت النتائج بأن المستثمرين في سوق العراق للاوراق المالية لديهم ميل واضح لتجنب الخسارة وهم ممكن أن يتحملوا مخاطرة أكبر فقط لتقليل الخسائر الفعلية وليس لزيادة الأرباح وهذا يتنافى مع منطق المالية التقليدية التي تقترح أن المستثمرين ممكن أن يتقبلوا مخاطرة أكبر فقط من أجل زيادة الأرباح.
- (9) هناك ميل لدى المستثمرين في سوق العراق للاوراق المالية لتحيز التأطير إذ يغير العديد منهم اجاباتهم اعتمادا على الشكل الذي يتم طرح السؤال به دون التركيز على محتواه ومضمونه. وهذا يسهم في التأثير في عملية اتخاذ القرار الاستثماري بابعادها المتعلقة بتنوع المحفظة وحجم وتكرار التداول والموقف تجاه المخاطرة وقد ساهم هذا الميل في زيادة المخاطرة التي يمكن أن يواجهها المستثمرون في السوق عند اتخاذ قرار بيع أو شراء الاسهم اعتمادا على شكل المعلومات المتوفرة لديهم.
- (10) يعاني المستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية من تحيز المحاسبة الذهنية ومن ثم عدم النظر الى أي استثمار كجزء من المحفظة الكلية ولكن ينظرون لكل استثمار بسهم معين على أنه منفصل عن الاستثمارات الأخرى في المحفظة وهذا أضعف كثيرا من تنوع محافظهم وزاد من مستوى المخاطرة التي يتعرضون لها.
- (11) يلعب تحيز تجنب الندم دورا مؤثرا في سلوك المستثمرين في سوق العراق للاوراق المالية. إذ غالبا مايميل المستثمرون للاستثمار بالاسهم الأكثر تداولاً في السوق لتجنب ألم الخسارة لاسيما حينما تكون الخسارة جماعية. ويسهم هذا التحيز في تحفيز تحيزات أخرى مثل سلوك القطيع. ويسبب هذا التحيز ضعف في تنوع المحفظة الاستثمارية وزيادة مخاطرتها.
- (12) إن تحيزات الوضع الراهن وأثر الامتلاك أقل تأثيرا في عملية اتخاذ القرار الاستثماري لدى المستثمرين وانخفاض هذين النوعين من التحيزات يعني أن تجنب الندم على الاغلب ينشأ من الندم على أخطاء عدم اتخاذ الفعل الصحيح Omission وليس على أخطاء اتخاذ القرار الخاطئ Commission.
- (13) رغم الفائدة التي تقدمها الموجهات في عملية اتخاذ القرار إذ تقلل من الجهد والوقت المبذول في العملية إلا أنها تسبب تحيزات منتظمة وخطيرة بسبب عدم قدرة

- المستثمرين على معالجة المعلومات بشكل دقيق ومن ثمّ عدم القدرة على اتخاذ القرار الامثل في ظروف المخاطرة وعدم التأكد.
- (14) يتباين وجود التحيزات المرتبطة بالموجهات لدى المستثمرين في سوق العراق للاوراق المالية فمنها من يظهر بشكل واضح ويقود لميل المستثمرين الى استخدام قاعدة الحكم المستندة على التجربة والخبرات السابقة دون الاعتماد على تحليل ملائم للمعلومات المتاحة ومنها ما يخف تأثيره في سلوكيات وقرارات المستثمرين.
- (15) أظهر المستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية ميلا كبيرا للافراط في الثقة بمعارفهم العامة من جهة وبقدراتهم ومهاراتهم الاستثمارية في التنبؤ من جهة اخرى. وهذا التحيز يقود المستثمرين غالبا للافراط في التداول والذي يؤدي بدوره لتعرضهم لمخاطرة تقلبات أسعار الاسهم. وظهر أن أثر الثقة المفرطة على حجم التداول أكبر من أثرها في ضعف تنويع المحافظ والموقف تجاه المخاطرة.
- (16) يميل المستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية لتحيز سلوك القطيع إذ يظهر المستثمرون سلوك غير عقلاني في تقليد سلوكيات الآخرين دون ملاحظة الاشارات الخاصة أو المعلومات التي تظهر بين الفينة والاخرى عن بعض الشركات والاسهم. ويرتبط هذا السلوك بتحيز تجنب الندم على اتخاذ قرار منفرد قد يضعف من ثقة المستثمر بنفسه إن جاءت النتائج معاكسة ومن ثمّ يميل لتفضيل السلوك الجماعي. وقد كان أثر سلوك القطيع في الموقف تجاه المخاطرة أكبر من أثره على ضعف التنويع وحجم التداول.
- (17) يظهر المستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية ميلا واضحا للاعتماد على العينات العشوائية الصغيرة عن احصاءات المجتمع وهذا يناقض قانون الاعداد الكبيرة التي تعبر عن المجتمع بشكل دقيق. إن الميل لتحيز التمثيلية يسبب ضعفا واضحا في تنويع المحفظة الاستثمارية إذ كان أثر تحيز التمثيلية على تنويع المحفظة أكبر من أثره في التداول والموقف تجاه المخاطرة.
- (18) يميل المستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية للاعتماد على ما يتوفر من المعلومات دون بذل جهد اضافي للحصول على معلومات أخرى. ويظهر تحيز المتاحية بشكل واضح لدى المستثمرين في السوق مما جعلهم يميلوا للاستثمار بالاسهم المثيرة للاهتمام اعتمادا على احجام تداولها وعائداتها اليومية. وهذا الميل يبعد المستثمرين عن فرص ربح اخرى قد تتوفر في استثمارات اخرى. وقد ظهر أن أثر تحيز المتاحية على تنويع المحفظة كان أكبر من أثرها على حجم التداول والموقف من المخاطرة.
- (19) يوجد ميل لدى المستثمرين في إعزاء نجاحاتهم في الاستثمار الى عوامل داخلية مثل مهاراتهم وقدراتهم الاستثمارية بينما غالبا ما يعززون اخفاقاتهم الى عوامل خارجية مثل الحظ السيء أو الظروف غير المسيطر عليها. وهذا ما قادهم الى اتخاذ قرارات استثمارية سيئة بخصوص ضعف تنويع المحفظة فقد كان أثر هذا التحيز في ضعف التنويع اكبر من اثره في التداول والموقف من المخاطرة.

(20) هناك ميل لدى المستثمرين في سوق العراق للاوراق المالية لتحسين الحكم على قدراتهم التنبؤية لحدث ما بعد حدوثه وليس قبل ذلك وهذا الادراك المتأخر يزيد من ثقتهم المفرطة بقدراتهم التنبؤية دون مبرر كافٍ لهذه الثقة ومن ثمّ تعريض انفسهم لمخاطرة ضعف تنويع المحفظة ويزيد من ميلهم لتحمل مخاطرة اضافية دون تعويض كافٍ من العوائد.

(21) يعتمد المستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية على ما يمتلكوا من معتقدات وثوابت سابقة ويقللوا من أهمية وقيمة كل ما يناقض هذه المعتقدات وقادهم ذلك الى الميل لظهور تحيز التثبيت مما ساهم في فقدانهم للكثير من المعلومات المهمة التي قد تعدل من معتقداتهم بالاتجاه الصحيح. وهم بذلك قد عرضوا انفسهم لمخاطرة اضافية لان هذا التحيز قد أثر بشكل واضح على ضعف تنويع محافظهم الاستثمارية كما أثر بشكل متوسط على حجم التداول وموقفهم من المخاطرة.

(22) يميل المستثمرون للافراط في التفاؤل عند اتخاذ القرارات الاستثمارية وهذا الميل قادهم الى وضع توقعات مستقبلية غير دقيقة عن السوق والقطاعات والشركات ومن ثمّ الافراط في التداول بمجموعة من الاسهم التي اعتقدوا انها ستحقق ارباح مستقبلية اعتمادا على ادائها الماضي وقد عرضهم هذا الوهم الى مخاطرة اضافية من ناحية تنويع المحفظة وحجم التداول والموقف تجاه المخاطر.

(23) نتيجة لعدم رغبة المستثمرين في إدراك خطأ القرارات الاستثمارية التي يتخذوها فقد أظهرو ميلا واضحا لتحيز التناثر الادراكي لذلك هم على الاغلب يقدمون تبريرات تبتعد كثيرا أو قليلا عن العقلانية لتجنب اكتشاف حقيقة نتائج قراراتهم ومن ثمّ تجنب الندم على هذه القرارات. وقد ساهم تقديم التبريرات غير الواقعية لنتائج القرار في ارتفاع معدل المخاطرة التي يتعرض لها المستثمرون نتيجة عدم تعلمهم من الاخطاء السابقة وهذا أدى الى ضعف تنويع المحفظة الاستثمارية وزيادة تداولاتهم في الاسهم الخاسرة لعدم ادراكهم للاخطاء السابقة عن هذه الاستثمارات وقد نتج عن ذلك ظهور سلوك البحث عن المخاطرة لدى المستثمرين.

(24) يعتقد المستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية بأن لديهم القدرة على السيطرة أو التأثير في النتائج المستقبلية. وهذا الاعتقاد ناتج عن تحيز وهم السيطرة الذي سبب عدم ادراكهم لمستوى المخاطرة الحقيقية التي يتعرضون لها عند عدم الاهتمام بزيادة تنويع المحفظة والاقتصار على نوع أو نوعين من الاسهم ما رفع من مستوى المخاطرة المقبول من قبلهم دون تعويض ملائم من العوائد.

(25) الصراع بين الرغبة والقدرة كان ظاهرا في قرارات المستثمرين فقد أظهروا ميلا واضحا لتحيز السيطرة الذاتية والاعتقاد بإمكانية تحقيق رغباتهم الاستثمارية دون التأكد من مستوى قدراتهم التنبؤية والتحليلية للمعلومات المتوفرة. وقد ساهم هذا التحيز في تحقيق خسائر واضحة للمستثمرين بسبب ضعف تنويع المحافظ الاستثمارية وتحول موقفهم تجاه المخاطرة الى موقف الباحث عنها.

- (26) لم يكن هناك ميل واضح لدى المستثمرين لمجموعة من التحيزات هي تحيز الارساء والتعديل وتحيز المحافظة وتحيز الحداثة. إذ لم يظهر أثر هذه التحيزات في سلوكيات المستثمرين وفي عملية اتخاذ القرار الاستثماري.
- (27) هناك رغبة لدى المستثمرين بعدم تنويع المحافظ الاستثمارية نتيجة لتأثرهم بمجموعة من التحيزات التي سبق ذكرها والتي ساهمت في عدم إدراكهم لمستوى المخاطرة المقبول والمبرر بالعائد الملائم.
- (28) يميل المستثمرون لزيادة التداول على أمل تحقيق ارباح اضافية او التقليل من الخسائر السابقة وقد أظهرت النتائج عكس المطلوب إذ أدى هذا التداول المفرط الى تعرضهم لمخاطرة اضافية دون تحقيق عائدات موازية.
- (29) أظهرت نتائج التحليل الاحصائي والمالي ميلا واضحا لدى المستثمرين لسلوك البحث عن المخاطرة ناتج من مجموعة التحيزات الادراكية التي سبق ذكرها والتي ساهمت في انحراف السلوك عن العقلانية التي تفترضها النظريات المالية التقليدية.
- (30) أظهرت نتائج التحليل المالي عدم كفاءة سوق العراق للاوراق المالية بالشكل نصف القوي وأن هناك حالات عدة من الشنوذ الذي لا يمكن تفسيره بأطار المدخل التقليدي للمالية. وقد نتج عن هذه الحالات تحقيق عوائد سلبية غير اعتيادية وتحقيق خسائر مستمرة رغم انتشار المعلومات بعد الاعلان عن الاحداث المهمة للشركات ووصول هذه المعلومات للجميع وأن كان وصولها سريعا الا أنها لاتعكس المضمون الفعلي للاعلان إن كان إعلانا ايجابيا أو سلبيا.
- (31) لا تظهر علاقات العائد والمخاطرة في سوق العراق للاوراق المالية بشكلها المعهود في افتراضات المالية التقليدية إذ تشير نتائج التحليل المالي الى وجود علاقة ارتباط سلبية وإن كانت بمعنوية منخفضة الا انها مؤشر على علاقة استثنائية تبين سلوكيات غير عقلانية لدى المستثمرين حينما يتحملوا مخاطرة اضافية رغم الخسائر المتكررة بسبب انخفاض العوائد بشكل مستمر. وهذا يشير الى سلوك يتحدى الفرضيات الاساسية لنظرية المنفعة المتوقعة ويثبت تأثر المستثمرين بشكل كبير بالتحيزات الادراكية التي تبعدهم قليلا او كثيرا عن اتخاذ القرارات الاستثمارية العقلانية.

4-2 المبحث الثاني : التوصيات

في ضوء الاستنتاجات المشار إليها في المبحث الأول من هذا الفصل توصي الدراسة بما يأتي:

- 1- رغم مرور أكثر من ثلاثين عاما على تقديم البرامج البحثية عن أثر التحيزات الإدراكية على قرارات المستثمرين في أسواق الاسهم إلا أن الجدل العلمي لا زال قائما ومستمرًا بحدته واختلافه. لذلك أصبح من الضروري زيادة اهتمام الباحثين بهذا المدخل الناشئ ومحاولة العمل على ايجاد اطار متكامل للنظرية المالية السلوكية يمكن عبره بناء نموذج عالمي يتفق عليه بتوحيد الفروض النظرية والتطبيقية وتحديد أهم المؤثرات النفسية والاجتماعية التي تقود الى انحراف المستثمر عن القرار العقلاني.
- 2- الخطوة الاولى في تجنب أي من التحيزات الإدراكية هي عبر الاعتراف بوجود هذه التحيزات. لذلك ينبغي على المستثمرين امتلاك معرفة وان كانت عامة عن العلوم النفسية والاجتماعية التي تؤثر بشكل مباشر في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية.
- 3- غالبا ما تعمل التحيزات الإدراكية على تشويش فكر المستثمر عن المستقبل وامكانية تحقيقه ومدى موافقته لرغبة المستثمر. ولتقليل الآثار السلبية للتحيزات الإدراكية ينبغي على المستثمرين تحديد الاهداف والقيود الاستثمارية بشكل واضح عبر وضع الاهداف الاستثمارية الواقعية من ناحية متطلبات العائد ومدى التسامح بالمخاطرة ومعرفة القيود المتنوعة مثل السيولة والافق الزمني والضرائب التي تعيق تحقيق هذه الاهداف.
- 4- تتعامل التحيزات الإدراكية غالبا مع الحدس والعاطفة والعوامل النفسية لذلك هي تبتعد بالمستثمر عن أساليب التحليل العلمي للبيانات ومن هنا ينبغي على المستثمر ولتقليل أثر التحيزات تطوير معايير استثمارية كمية يمكن عبرها تجنب الاستثمار اعتمادا على العواطف او الاشاعات او القصص او اي تحيز نفسي اخر. وقبل شراء أي من الاسهم يمكن للمستثمر ان يقارن خصائص الشركة التي يحاول الاستثمار بها مع المعايير التي وضعها.
- 5- تؤثر التحيزات الإدراكية سلبيا وبشكل أساسي في تنوع المحفظة الاستثمارية وتعرضها لمخاطر الاداء السيء. لذلك ينبغي على المستثمرين في سوق العراق للاوراق المالية إجراء مراجعة دورية لاصناف الموجودات وتنويعها بشكل جيد للتقليل من أثر ومخاطرة التحيزات الإدراكية عبر استقرار العائد وتقليل المخاطرة . فالتنوع المستمر والملائم يمكن ان يساعد المستثمرين على تجنب الخسائر الكبيرة ويحوظهم من التحيزات النفسية الخاصة بالارتباط العاطفي كما يجنبهم التحيزات لاسيما المرتبطة منها بالألفة.
- 6- 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 عبر المتابعة المستمرة لسلوك المستثمرين والتحليل المستمر للبيانات المتنوعة مع وضع التحيزات بالاعتبار لتجنب آثارها السيئة.
- 7- يسهم تحيز تجنب الغموض في تشجيع المستثمر على طلب علاوات أكبر للاستثمار في أنواع معينة من الموجودات (الموجودات الدولية أو ذات الرسملة السوقية الصغيرة).

- ولتخفيف الآثار السلبية لتحيز تجنب الغموض ينبغي على المستثمرين التعلم والتثقيف المستمر عن أصناف الموجودات ومدى إضافة مزايا التنوع لكل من هذه الموجودات في محفظة المستثمر لان الاستمرار في الابتعاد عن الشركات التي تبدو غامضة للمستثمر والاعتماد في بناء المحفظة الاستثمارية فقط على أسهم الشركات المألوفة لديه يعرضه لمشاكل كبيرة ترتبط بتنوع المحفظة وأدائها السيء.
- 8- الاحتفاظ بالاسهم الخاسرة لمدة طويلة يضر بثروة المستثمرين. ينبغي على كل مستثمر أن يعي هذه القاعدة لان هذا السلوك ناتج على الاغلب من تحيز تجنب الخسارة ومن ثم يقود الى النتيجة التي يسعى كل مستثمر لتجنبها. ولتقليل الآثار السلبية لتحيز تجنب الخسارة ينبغي على المستثمر أن يضع سقفا لحدود الخسارة المقبولة لاي من الموجودات في محفظته الاستثمارية والعمل على التخلص من الموجود المالي اذا انخفض سعره عن هذا السقف. ويمكن للمستثمرين تحديد هذا السقف عبر التعلم والمعرفة المكتسبة عن أداء الشركة ولمدد زمنية مقبولة وصالحة للتحليل المالي الاساسي والفني.
- 9- التأثير بالاطار أو الشكل الذي تطرح به أي المسألة والاعتماد على الإختيار غير المحايد من المشاكل الكبيرة التي يواجهها المستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية. ورغم صعوبة التخلص من الاطر التي تتشكل داخل كل انسان الا أن هناك مجموعة من الاساليب التي يمكن عبرها تخفيف الآثار السلبية لتحيز التأطير منها الاهتمام بالصورة الكبيرة دائما. أي البحث عن الاهداف بعيدة الأمد وعدم ترك الجزئيات والتفاصيل تقود المستثمر الى الابتعاد عن الطريق المؤدي لهذه الاهداف. ويمكن الاستفادة من أساليب التعلم المستمر وقراءة الحقائق بشكل كامل والاختيار المحايد للقرارات الاستثمارية. كل ذلك ممكن أن يسهم في التقليل من حدة هذا التحيز والآثار السلبية المرافقة له.
- 10- قد يؤدي الفصل بين الحسابات المالية ذهنيا الى تضارب النتائج وتشوش فكر المستثمر عن الارباح والخسائر الاجمالية المتحققة. ويمكن استخدام أساليب لتقليل حدة تحيز المحاسبة الذهنية أهمها استعمال الاساليب الرياضية والاحصائية للربط بين مخرجات الاستثمارات في المحفظة على سبيل المثال متابعة علاقات الارتباط بين عوائد الموجودات داخل المحفظة الاستثمارية وقياس أثر التغير في عوائد أي من الاسهم على عائد المحفظة الكلي بعدة الاولوية التي يجب أن يهتم بها أي مستثمر في السوق المالية فالتركيز على العائد الكلي للمحفظة يخفف كثيرا من الآثار السلبية لتحيز المحفظة الاستثمارية.
- 11- الندم من المشاعر العاطفية التي يعاني منها الأشخاص جميعا على اختلاف أهوائهم وينسب متفاوتة. والمحاولة المستمرة لتجنب الندم المتوقع من نتائج الاستثمار تسهم في جعل المستثمر مبالغا بالتحفظ عند اتخاذ القرار. ويمكن التقليل من الآثار السلبية لتحيز تجنب الندم عبر التركيز على زيادة التجربة والتعلم من القرارات السابقة مهما كانت نتيجتها واستخدام اساليب التحليل العلمية لمقدمات القرارات يسهم في التقليل من هذا الشعور ويمكن الاستفادة من الخبراء والمحللين الماليين عند اتخاذ القرار الاستثماري وتدعيم الثقة بالمهارات الذاتية والمقدرات الخاصة للمستثمر. كما أن المراجعة المستمرة لتنويع المحفظة يقود الى التقليل من آثار تجنب الندم.

12- من أهم التحيزات الإدراكية التي تؤثر سلباً في القرارات الاستثمارية هو تحيز الثقة المفرطة. وللتقليل من الآثار السلبية لهذا التحيز يمكن للمستثمرين العمل على المراجعة المستمرة لسجلات التداول الخاصة للسنوات الماضية قبل اتخاذ أي قرار استثماري اعتماداً على قدرة غير مبررة في تحديد الاستثمارات الواعدة. أن الثقة المفرطة تمنع المستثمر من الاستعداد للتغيرات المستقبلية في السوق وعمل المستثمرين الدائم في مراجعة وتعقب عوائد الاستثمارات بشكل دوري يقلل من الآثار السلبية لاهم نتائج الثقة المفرطة وهو التداول المفرط. كما يمكن للمستثمرين التقليل من الآثار السلبية لتحيز الثقة المفرطة عبر إجراء التقييمات الواقعية للمخاطر وعدم التقليل من أهمية مخاطر هبوط اسعار وعوائد الاسهم ويمكن مراجعة البحوث الاكاديمية والتطبيقية للتأكد من مخاطر الافراط في التداول.

13- إن تقليد ومحاكاة سلوك الآخرين من الظواهر الشائعة لدى الاشخاص بشكل عام ولدى المستثمرين بشكل خاص. وهذا السلوك يبعد المستثمر عن العقلانية في اتخاذ القرارات. لذلك ينبغي على المستثمرين دراسة سلوكيات الجماعة للتأكد من أن قراراته لم تكن نتيجة لتأثره بعقلية الجماعة. ويمكن القول بأن الثقة بالنفس وبالمعلومات الخاصة تقلل كثيراً من الآثار السلبية لتحيز سلوك القطيع. كما أن دراسة وتحليل اتجاهات السوق المالية ومعرفة مجموعة العوامل المؤثرة فيه يمكن أيضاً أن تقلل من حدة هذا التحيز.

14- غالباً ما يتجاهل المستثمرون الحقائق الإحصائية من أجل ارضاء رغباتهم في بناء وتشكيل النماذج الاستثمارية الخاصة بهم وهذا النوع من السلوك ينتج عن تحيز التمثيلية وهو يسبب مخاطرة كبيرة من ناحية تنوع المحفظة والتداول لذلك ولتقليل الآثار السلبية لهذا التحيز يمكن الاعتماد على المحللين والخبراء في تحديد حجم العينة الانسب الذي يمكن الاعتماد عليه كممثل طبيعي عن المجتمع لاتخاذ قرارات استثمارية أدق. ويمكن إجراء المقارنات الدورية المستمرة بين أداء الاسهم التي يحتفظ بها المستثمرون وأداء الاسهم الاخرى في السوق لمعرفة الاتجاهات الكلية للسوق والتعديل اعتماداً على هذه الاتجاهات، فضلاً عن استمرار التنوع الجيد للمحافظ الاستثمارية والذي دائماً ما يقلل المخاطرة التي يتعرض لها المستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية.

15- إن أغلب السلوكيات غير العقلانية ترتبط بميل المستثمرين للاستجابة الخاطئة للتنافر الإدراكي من أجل محاولة إزالة عدم الراحة النفسية الناتجة عن تغير العقائد الراسخة لذلك ينبغي إدراك والتخلي عن أو تعديل العقائد غير الصالحة اعتماداً على ما يتوفر من أدلة جديدة وإن خالفت المعتقدات السابقة. لذا على المستثمر فهم المصادر الأساسية التي سببت عدم الراحة النفسية واتخاذ النشاط العقلاني بعد ذلك عبر تحليل القرار ان كان سيئاً ومواجهة المشكلة التي سببت القرار السيء فهذا سيحسن من عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية على الامد البعيد.

16- من أجل تجاوز تحيز المتاحية يحتاج المستثمر للبحث الدقيق والتفكير العميق في القرارات الاستثمارية قبل تنفيذها عبر التركيز على النتائج بعيدة الامد ومقاومة سلوك التعقب اللاعقلاني والتأكيد غير المبرر على الاحداث القريبة أو المهمة فقط. ومن هنا ينبغي على المستثمر أن يمتلك التدريب المناسب والتجربة الخاصة بفترة المعلومات

وتفسير البيانات وتحديد مصدر المعلومات التي يرغب المستثمر باعتماده وعدم الانجرار الى الاسهم التي تحظى بتغطية إعلامية كبيرة لان البراهين البحثية أظهرت ضعف الاداء المستقبلي لمثل هذه الاسهم.

17- حينما يكون أداء القرارات الاستثمارية جيدا للمستثمر فإنه سيربط هذا الاداء غالبا بفطنته وذكائه الاستثماري. وحينما يحدث العكس يعمل المستثمر على تعزية نفسه بالاستنتاج الواهم بأن هناك أموراً خاطئة أخرى قد سببت الفشل. ومن الواضح أن كلا التصورين غير صحيحين بشكل تام. لذلك ينبغي على المستثمر فهم ودراسة مجموعة العوامل التي تقود السوق ومن ثم النظر الى كلا الارباح والخسائر بشكل موضوعي قدر الامكان وتحليل أسباب الفشل أو النجاح بعد عزل القرارات الناجحة عن الفاشلة. ويمكن استعمال التحليل البعدي للنتائج المتحققة بعد حصول الحدث بعده أداة ممتازة للتعلم رغم ما تكشفه من أخطاء الماضي الا أنها تقلل من الآثار السلبية لتحيز الاعزاء الذاتي. ويجب التأكد بأن الخطأ الكبير الوحيد هو الثقة المفرطة التي تؤدي الى تكرار الاخطاء السابقة نفسها.

18- من أهم الخطوات المطلوبة للتقليل من حدة تحيز الادراك المتأخر هو بالاعتراف اولا بوجود هذا التحيز. لانه بطبيعته يظهر بعد الحدث وليس قبله ولكنه يسهم في زيادة اعتقاد المستثمر بقدراته التنبؤية دون وجود مبرر حقيقي لذلك. ويمكن أن يقلل من حدة هذا التحيز تسجيل وتوثيق التنبؤات للاحداث المهمة التي تقود للنجاح أو الفشل في القرار الاستثماري. والاستفادة من هذا التوثيق لتطوير القدرات التنبؤية.

19- إن الاعتراف بوجود تحيز التثبيت من أهم الخطوات لتجنب هذا التحيز. كما أن على المستثمر أن يفهم ويدرك أن ظهور أدلة مناقضة لما يعتقد لايعني بالضرورة أن قراره الاستثماري لم يكن حكيماً. ويمكن التقليل من الآثار السلبية لتحيز التثبيت عبر التأكيد على المعلومات من مصادر متعددة داخل وخارج الشركة وبذل جهد مضاعف للاهتمام بالمعلومات التي تناقض ما يمتلكه المستثمر من معتقدات والاستفادة فذلك كفيل بالتقليل من تحيز التثبيت.

20- يسبب تحيز السيطرة الذاتية ضعف التخطيط للمستقبل وبالنتيجة عدم القدرة على تحقيق الاهداف بعيدة الامد. كما أنه يسهم في ضعف توازن المحفظة الاستثمارية. وللتقليل من الآثار السلبية لتحيز السيطرة الذاتية يمكن للمستثمر أن ينجز الاعمال عبر استشارة المحللين والخبراء عن امكانية نجاح القرار الاستثماري كما أن تجنب الاستثمار الحصري بالاسهم التي تدفع مقسومات ارباح فقط ممكن أن يساعد المستثمر على تنويع استثماراته ومن ثم تقليل مخاطرة ضعف تنويع المحفظة.

21- التفاؤل من الميزات المهمة التي يجب أن يمتلكها كل مستثمر في السوق المالية ولكن الافراط في التفاؤل ممكن أن يقود الى أخطاء كبيرة في اتخاذ القرارات الاستثمارية. وللتقليل من الآثار السلبية لتحيز التفاؤل المفرط ينبغي على المستثمرين عدم تجاهل أي نوع من الاستثمارات ممكن أن تساعد في تنويع المحفظة. كما أن الاهتمام بالعوامل المزاجية التي تسبب التفاؤل المفرط أو التشاؤم يساعد المستثمرين على اكتشاف ما اذا كان تفاؤلهم مشروعا أم متأثرا بالحالات المزاجية التي يشعرون بها. ولان هذا التحيز من

أهم أسباب نشوء الفقاعات لذلك فإن متابعة التصاعد المتزايد في السوق المالية قد يسهم في الكشف عن تشكل فقاعة ومن ثمّ عدم الانجرار وراء تحيز التفاؤل المفرط.

22- لا يمكن السيطرة على النتائج المستقبلية والتأثير فيها بأي حال من الأحوال. لذا ينبغي على المستثمرين في سوق العراق للاوراق المالية فهم واستيعاب هذه المسألة عندها سيدركون خطورة تحيز وهم السيطرة على تنويع المحافظ الاستثمارية. وللتقليل من حدة هذا التحيز على المستثمرين ادراك أن الاستثمار الناجح هو نشاط محتمل ليس الا وبالنتيجة عليهم ادراك مدى التعقيد في البيئة الاستثمارية وعدم الاستهانة بالتغيرات المتسارعة في هذه البيئة. ولتقليل الاثار السلبية لتحيز وهم السيطرة على المستثمرين الابتعاد عن كل ما يساعد على تحفيز هذا التحيز لاسيما اتخاذ القرارات على أساس عشوائي دون سند من الواقع الفعلي للبيئة الاستثمارية. كما أن تحليل الاستثمارات السابقة ومعرفة خطئها او صوابها اعتمادا على معرفة مدى المخاطرة التي عرض المستثمر لها نفسه يساعده على اتخاذ قرار عقلائي لا مبالغه فيه من ناحية امكانية السيطرة على نتائج القرار المستقبلية.

23- إن دراسة مدخل المالية السلوكية لا يعني بالضرورة التخلي عن المفاهيم والمبادئ والافتراضات الخاصة بالنظرية التقليدية لذلك ينبغي على المستثمرين الاستفادة من كل انواع المعلومات والتحليلات الاساسية والفنية الممكنة عند اتخاذ القرار دون عدّ نتائجها بشكل مطلق ودون التغاضي عن العوامل النفسية التي يمكن أن تؤثر في عقلانية اتخاذ القرار وتجعل المستثمر لا يستفيد من التحليلات السابقة ولا ينتفع بنصائح المستشارين والمحللين الماليين.

24- يمكن توظيف العلوم النفسية والاجتماعية في القطاعات المالية والاستثمارية الاكاديمية والتطبيقية منها عبر استخدام المتخصصين بعلم النفس والاجتماع للمساعدة في فهم وتفسير السلوكيات النفسية والاجتماعية للمستثمر في جميع الاقسام والكليات والمجمعات البحثية المتخصصة بالشؤون المالية والاستثمارية.

Books

- 1- Ackert , Lucy F . & Deaves , Richard " Behavioral Finance : psychology Decision – Making and Markets " . south – western . 2010 .
- 2- Aronson, Elliot, "The theory of cognitive dissonance: The evolution and vicissitudes of an idea", In Craig, McGarty (Eds.), "The message of social psychology" Blackwell Publishers, Oxford, 1997.
- 3- Aronson, Elliot, "The social animal", 10th Ed., Worth Publishers, New York, 2008.
- 4- Armor, D. A., & Taylor, S. E., "Situating optimism: Specific outcome expectancies and self-regulation", In M. P. Zanna (Ed.), "Advances in experimental social psychology", New York: Academic. 1998.
- 5- Ashcraft, M. H., " Cognition: Upper Saddle River", Pearson Education, 2006.
- 6- Baker, Kent H.& Nofsinger, John R., "Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets", John Wiley& Sons Inc., 2010.
- 7- Bandura, Albert, "Social Foundations of Thought Action: A Social Cognitive Theory", Prentice Hall, 1986.
- 8- -----, "Self- Efficacy Beliefs of Adolescents", Information Age Publisher, 2006.
- 9- Barberis , Nicholas , "Investors Seek Lessons in thinking " From James Pickford editor of " Mastering Investment " FT printice Hall 2002 .
- 10- Barberis, Nicholas& Thaler, Richard, " A Survey of Behavioral Finance", In G.M. Constantinides, M. Harris and R. Stulz (Eds), " Handbook of the Economics of Finance", Elsevier Science B.V., 2003.
- 11- Baron, Jonathan, "Thinking and Deciding", 4th Ed, Cambridge University Press, 2008.
- 12- Benartzi, Shlomo, and Thaler, Richard H., "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle", In Thaler, Richard (Eds), " Advances in Behavioral Finance", Volume II, Russell Sage Foundation, 2005.
- 13- Berlatsky, Noah, " The Global Financial Crisis", Gale, Cengage Learning, 2010.
- 14- Bodie ,zvi,Kane , Alex & Marcus , Alan J., " Investment " . 8th ed . McGraw – Hill 2009 .
- 15- Brown, Keith C.& Reilly, Frank K., "Analysis of Investments and Management of Portfolios", 9th, South-Western, 2009.
- 16- Burton, Edwin T. & Shah, Sunit, " Behavioral Finance: Understanding the Social, Cognitive and Economic Debates", John Wiley& Sons, 2013.
- 17- Camerer, Colin F., "Prospect Theory in the Wild: Evidence from the Field", In Kahneman, Daniel & Tversky, Amos (Eds), "Choices, Values, and Frames", Cambridge University Press, 2000.
- 18- Cecchetti, Stephen G.& Schoenholtz, Kermit L.& Fackler, James, "Money, Banking and Financial Market", 3rd, McGraw-Hill Irwin, 2011.

- 19- Chorafas, Dimitris N., " Financial Boom and Gloom: The Credit and Banking Crisis of 2007–2009 and Beyond", Palgrave Macmillan, CPI Antony Rowe, Chippenham and Eastbourne, Great Britain, 2009.
- 20- Copeland, Thomas E.& Weston, J. Fred& Shastri, Kuldeep, "Financial Theory and Corporate Policy", 4th Ed, Pearson-Addison Wesley, 2005.
- 21- Corner, Adam& Harris, Adam J.L. & Hahn, Ulrike, "Conservatism in belief revision and participant skepticism", In: Ohlsson, Stellan & Catrambone, Richard, (eds.) "Proceedings of the 32nd Annual Conference of the Cognitive Science Society", Cognitive Science Society: Austin, TX, 2010.
- 22- Das, Dilip K., " Financial Globalization Growth, Integration, Innovation and Crisis", CPI Antony Rowe, Chippenham and Eastbourne, Great Britain, 2010.
- 23- Dawkins, Richard, "The God delusion", Bantam Press, London, 2006.
- 24- De Bondt, Werner F.M.& Thaler, Richard, "Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective", In R. Jarrow& V. Maksimovic& W. T. Ziemba (Eds), "Handbook in Operation Research and Management Science", Vol. 9, Finance, Elsevier B. V., 1995.
- 25- Dent, Peter& Patreck, Michael& Xu, Ye, "Real Estate Property Market and Sustainable Behavior", Rout ledge, New York, 2012.
- 26- Dror, Itiel E.& Mackenzie, Peter A. F., "Cognitive Biases in Human Perception, Judgment, and Decision Making: Bridging Theory and the Real World", in "Criminal Investigation Failure" By Kim Rossmo, CRC Press, Taylor& Frances Group, 2009.
- 27- Edwards, Ward, "Conservatism in Human Information Processing", in Kahnman, etal, "Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Baises", Cambridge University Press, England, 1982.
- 28- Fabozzi, Frank J., "Institutional Investment", John Wiley& Sons, Inc., 2009.
- 29- Fabozzi, Frank J.& Modigliani, Franco& Jonse, Frank J., "Foundations of Financial Market and Institutions", 4th, Pearson, 2010.
- 30- Festinger, Leon, "A theory of cognitive dissonance", Stanford University Press, (1957).
- 31- Field, Andy, "Discovering Statistics Using SPSS", 3rd Ed, SAGE Publication Ltd., 2009.
- 32- Forsyth, Donelson R., " Self-Serving Bias", In Darity, William A. (Ed. 2), " International encyclopedia of the social sciences", Macmillan Reference, Detroit, 2008.
- 33- French, Douglas E., "Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money", 2nd Ed., Ludwig Von Mises Institute, 2009.
- 34- Gangadhar, V.& Babu, G. Ramesh, "Investment Management", Anmol Publications, Pvt. Ltd., 2006.
- 35- Gigerenzer, Grid& Engel, Christoph, "Heuristics and Law", Massachusetts Institute of Technology, 2006.
- 36- Gilovich, Thomas& Griffin, Dale& Kahneman, Daniel, " Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment", Cambridge University Press, 2002.

-
- 37- Gitman , Lawrence J. & Joehnk , Michael D. "Fundamentals of Investing "10th ed , Pearson . Addison .Wesley 2008 .
- 38- Gitman, Lawrence, "Principles of Managerial Finance", 12th, Pearson Prentice Hall, 2009.
- 39- Goldberg, J.& Von Nitzesch, R., "Behavioral Finance", John Wiley& Sons Ltd., 2001.
- 40- Griffin, E. "A first look at communication theory" 6th Ed., McGraw-Hill, 2006.
- 41- Haleston, Martie G.& Nettle, Daniel& Andrews, Paul W., "The Evolution of Cognitive Bias", In Buss, David M. (Eds), "The Handbook of Evolutionary Psychology", John Wiley& Sons, Inc., 2005.
- 42- Harms, Philipp, "International Investment, Political Risk, and Growth", Kluwer Academic Publishers, Boston, 2000.
- 43- Hawkins, J. M. & Allen, R., "The Oxford encyclopedic English Dictionary", Oxford University Press, 1991.
- 44- Hede, Peter, "Financial Decision-Making & Investor Behavior", bookboon.com, 2012.
- 45- Hens, Thorston& Rieger, Marc Oliver, "Financial Economics: A Concise Introduction to Classical and Behavioral Finance", Springer, Verlag , Berlin, 2010.
- 46- Hillier, David& Grinblatt, Mark& Titman, Sheridan, "Financial Markets and Corporate Strategy", 2nd, McGraw-Hill, 2012.
- 47- Hirschey , Mark & Nofsinger , John , " Investments :Analysis and Behavior " 2nd ed , McGraw – Hill Irwin 2010 .
- 48- Jordan, Bradford D. & Miller , Thomas , " Fundamental of Investment " 4th ed , McGraw – Hill Irwin 2008 .
- 49- Jungmann, Jens& Sagemann, Bernd, " Financial Crisis in Eastern Europe: Road to Recovery", Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden, 2011.
- 50- Kamaromi, Gyorgy, "Anatomy of Stock Market Bubbles", The ICAFI University Press, 2006.
- 51- Kahnman, Daniel& Slovic, Paul& Tversky, Amos, "Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases", Cambridge University Press, England, 1982.
- 52- Kaplan, Schweser, "Ethical and Professional Standards, Behavioral Finance and Private Wealth Management", Kaplan Inc., U. S., 2012.
- 53- Kindleberger, Charles P.& Aliber, Robert Z., "Manias, Panics, and Crashes A History of Financial Crises", 5th Ed., John Wiley & Sons, Inc., 2005.
- 54- 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.
- 55- Koch, Timothy W. & MacDonald, S. Scott, "Bank Management", 7th, South-Western, 2010.
- 56- Komaromi, Gyorgy, "Anatomy of Stock Market Bubbles", The ICAFI University Press, 2006.

- 57- Levy , Haim & Post ,thievery " Investment ". prentice Hall 2005 .
- 58- Littlejohn, Stephan W., & Foss, Karen A., "Theories of human communication", 8th Ed., CA: Thomson/Wadsworth, Belmont, 2005.
- 59- Mayo , Herbert B . " Introduction to Investment " 10th , South-Western, International Edition, 2010 .
- 60- Mishkin, Frederic S.& Eakins, Stanley G., "Financial Markets and Institutions", 7th, Prentice Hall, 2012.
- 61- Mitchell, Olivia S. & Utkus, Stephen P., "The role of company stock and retirement plan diversification", in O. S. Mitchell and K. Smetters (Eds), "The pension challenge: Risk transfers and Retirement Income Security", Oxford University Press, Oxford, UK, 2003.
- 62- Montier, James, "Behavioral Finance: Insight into Irrational Minds and Market", John Wiley& Sons, 2002.
- 63- O'Keefe, Daniel J., "Persuasion: Theory and research" 2nd ed., Sage Publication, Inc., 2002.
- 64- Otto, Philipp Erik, "Cognitive Finance: Behavioral Strategies of Spending, Saving and Investing", Vova Science Publisher, Inc., New York, 2010.
- 65- Palta, Mari, " Quantitative Methods in population health: Extensions of ordinary regression", Wiley – IEEE, 2003.
- 66- Parikh, Parag, "Value Investing and Behavioral Finance: Insights into Indian Stock Market Realities", Tata McGraw Hill, New Delhi, 2009.
- 67- Paulos, John Allen, "A Mathematician Plays the Stock Market", Basic Book Publisher, 2003.
- 68- Pohl, R. F. "Hindsight bias". In R. F. Pohl (Ed.), "Cognitive illusions: A handbook on fallacies and biases in thinking, judgment and memory" ,Hove, Psychology Press, UK, 2004.
- 69- Pompian , Michael M. " Behavioral Finance and wealth management " . John Wiley. & Sons', 2006 .
- 70- Poulton, E. C., "Behavioral Decision Theory: A New Approach", Cambridge University Press, 1994.
- 71- Prast, Henriette, "Psychology in Financial Markets", In Paul Wilmott (Eds), "The Best of Wilmott: Incorporating the Quantitative Finance Review", John Wiley& Sons. Ltd., 2005.
- 72- Ross, Stephan A.& Westerfield, Randolph W.& Jaff, Jeffrey& Jordan, Bradford D., "Modern Financial Management", 8th, McGraw-Hill,2008.
- 73- Ross, Stephan A. & Westerfield, Randolph W.& Jaff, Jeffrey, "Corporate Finance", 9th, McGraw Hill, 2010.
- 74- Schade, Christian& Koellinger, Philipp, "Heuristics, Biases, and the Behavior of Entrepreneurs", From Book "Entrepreneurship: The Engine of Growth" Edited by Maria Minitti, Volume 1, Praeger, Westport, London, 2007.
- 75- Schindler, Mark, "Rumors in Financial Market: Insights into Behavioral Finance", John Wiley& Sons Ltd., 2007.
- 76- Sedikides, Constantine; Strube, Michael J., "Self evaluation: To thine own self be good, to thine own self be sure, to thine own self be true, and to thine

- own self be better", from Zanna, Mark P. (Ed), "Advances in experimental social psychology", Vol. 29, San Diego, CA, US: Academic Press, 1997.
- 77- Sharma, Shalendra D., "The Asian Financial Crisis: Crisis, reform and recovery", Manchester University Press, 2003.
- 78- Shefrin, Hershey, "Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing ", Oxford University Press Inc., New York, 2002.
- 79- Sheng, Andrew, "From Asian to Global Financial Crisis: An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s", Cambridge University Press, New York, 2009.
- 80- Shleifer, Andrei, "Inefficient Market: An Introduction to Behavioral Finance", Oxford University Press Inc., New York, 2000.
- 81- Siegel, Jeremy, "Stock for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies", 4th Ed., McGraw Hill, 2008
- 82- Skinner, Bernard F. "Science and Human Behavior", Sinner Foundation, Cambridge, 2005.
- 83- Sornette, Didier, "Why Stock Markets Crash: Critical Events in Complex Financial Systems", Princeton University Press, 2003a.
- 84- Thaler, Richard H. "Advances in Behavioral Finance" Volume 2, Russell Sage Foundation, New Jersey, 2005.
- 85- Thomas, Lloyd B., "The Financial Crisis and Federal Reserve Policy", Palgrave Macmillan, United States of America, 2011.
- 86- Van Horn, James, "Financial Management and Policy", 12th, Prentice-Hall of India, 2004.
- 87- Vohs, Kathleen D., & Luce, Mary Frances, "Judgment and decision making",. In Roy F. Baumeister and Eli J. Finkel (Eds.) "Advanced Social Psychology: The state of science", Oxford University Press, 2010.
- 88- Wadson, Nigel, "Cognitive Aspects of Entrepreneurship: Decision-Making and Attitudes To Risk", From Book "The Oxford Handbook of Entrepreneurship", Edited by Basu, Ahuradha & Casson, Mark & Wadson, Nigel & Yeung, Bernard, Oxford Handbook in Business and Management, 2008.
- 89- Wickens, Christopher D. & Hollands, Justin G., "Engineering Psychology and Human Performance", 3rd edition, Upper Saddle River, Prentice-Hall, 2000.
- 90- Wit, Bob Di & Meyer, Ron, "Strategic Synthesis" 3ed, South-Western, 2010.
- 91- Yadkowsky, Eliezer, "Cognitive Biases Potentially Affecting Judgment of Global Risks", In Nick Bostrom & Milam Cirkovic (Ed.), "In Global Catastrophic Risks", Oxford University Press, New York, 2008.
- 92- Yazdipour, Rossoul, "Advances in Entrepreneurial Finance: With Applications From Behavioral Finance and Economics", Springer, 2011.

periodical

- 93- 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.
- 94- Alghalith, Moawia & Floros, Christos & Dukharan, Marla , "Testing dominant theories and assumptions in behavioral finance" , *The Journal of Risk Finance*, Vol. 13, No. 3, 2012 .
- 95- Alloy, Lauren B., & Ahrens, Anthony H., " Depression and pessimism for the future: Biased use of statistically relevant information in predictions for self versus others", *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 52, No. 2, 1987.
- 96- Anderson Eric T.& Simester Duncan I., "Effects of \$9 price endings on retail sales: Evidence from field experiments", *Quantitative Marketing and Economics*, Vol 1, No. 1, 2003.
- 97- Avery, Christopher& Zemsky, Peter, "Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Market", *Journal of American Economic Review*, Vol. 88, No. 4, 1998.
- 98- Baker, H. Kent& Nofsinger, John R., "Psychological Biases of Investors", *Financial Services Review*, Vol. 11, No. 2, 2002.
- 99- Baker, Malcolm & Wurgler, Jeffrey., "Investor Sentiment in Stock Market", *Journal of Economic Perspective*, Vol. 21, No. 2, 2007.
- 100- Baker, Malcolm& Bradley, Brendan&Wurgler, Jeffrey, "Benchmarks as Limits to Arbitrage: Understanding the Low-Volatility Anomaly", *Financial Analysts Journal*, Vol. 67, No. 1, 2011
- 101- Banerjee, Arindam, "Application of Behavioral Finance in Investment Decisions: An Overview", *The Management Accountant*, Vol.46 , No.10, 2011.
- 102- Bansal, Ravi& Yaron, Amir, " Risk for the Long Run: A Potential Resolution of Asset Pricing Puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 4, 2004.
- 103- Barber, Brad M. & Odean , Terrance, "The Courage of Misguided Convictions", *Financial Analysts Journal* Vol. 55, No. 6, 1999.
- 104- -----, "Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors", *Journal of Finance*, Vol. 55, no. 2, 2000.
- 105- -----, "Boys will be Boys : Gender , Overconfidence and common Stock Investment", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 1,2001.
- 106- Barberis, Nicholas, Shleifer, Andrei & Vishny, Robert, "A model of investor sentiment", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, No.3 , 1998.
- 107- Baron. Jonathan& Ritov, Ilana, "Omission bias, individual differences, and normality", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol. 94, No. 2004.
- 108- Benartzi, Shlomo, and Thaler, Richard H., "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, No. 1, 1995.
- 109- Benartzi, Shlomo&Thaler,Richard, " Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, No. 3, 2007.

- 110- Bernhardt, Dan & Campello, Murillo & Kutsoati, Edward, "Who herds?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 3, 2006.
- 111- Berstein, Daniel M. & Atance, Cristina & Meltzoff, Andrew N. & Loftus, Geoffrey R., "Hindsight Bias and Developing Theories of Mind", *Child Development*, Vol. 78, No. 4, 2007.
- 112- Berstein, Daniel M. & Erdfelder, Edgar & Meltzoff, Andrew N. & Peria, William & Loftus, Geoffrey R., "Hindsight Bias From 3 to 95 Years of Age", *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition*, Vol. 37, No. 2, 2011.
- 113- Best, Kirsty, "Celebrity.com: Internet Finance and Frenzy at the Millennium", *Consumption, Markets and Culture*, Vol. 8, No. 4, 2005.
- 114- Biais, Bruno & Weber, Martin, "Hindsight bias, risk perception, and investment performance", *Management Science*, Vol. 55, No. 1, 2009.
- 115- Bikhchandani & Sharma, "Herd Behavior in Financial Markets", *International Monetary Fund, IMF Staff Papers*, Vol. 47, No. 3, 2001.
- 116- Black, Fischer & Scholes, Myron, "The Pricing of Option and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, vol. 81, No. 3, 1973.
- 117- Blank, Hartmut, & Nestler, Steffen, "Cognitive process models of hindsight bias", *Social Cognition*, Vol 25, No. 1, 2007.
- 118- Boston, Nick & Ord, Toby, "The Reversal Test: Eliminating Status Quo Bias in Applied Ethics", *Journal of Ethics*, Vol. 116, No. 4, 2006.
- 119- Borensztein, Eduardo R. & Gelos, R. Gaston, "A Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds", *Working Paper, International Monetary Fund*, 2000.
- 120- Boudreaux, Denis O., "The Monthly Effect in International Stock Markets: Evidence and Implications", *Journal Of Financial And Strategic Decisions*, Vol. 8, N. 1, 1995.
- 121- Bracha, Anat & Brown, Donald J., "Active decision making: A theory of optimism bias", *Games and Economic Behavior*, Vol. 75, No. 1, 2012.
- 122- Brown, Gregory & Cliff, Michael, "Investor Sentiment and Asset Valuation", *The Journal of Business*, Vol. 78, No. 2, 2005.
- 123- Burmeister, Katrin & Schade, Christian, "Status Quo Bias Versus Variety Seeking: An Experimental Investigation into Situational and Individual Moderators", *Journal of Research and Management*, Vol. 1, No. 1, 2005.
- 124- Camerer, Colin F. & Hogarth, Robin M., "The Effect of Financial Incentives in Experiments: A Review and Capital-Labor Production Framework", *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 19, No. 1, 1999.
- 125- Campbell, Jennifer D., & Tesser, Abraham, "Motivational interpretations of hindsight bias: An individual difference analysis", *Journal of Personality*, Vol. 51, No. 4, 1983.
- 126- Chambers, John & Windschitl, Paul, "Biases in Social Comparative Judgment: The Role of Non-motivated Factors in Above-Average and comparative-Optimism Effect", *Psychological Bulletin*, Vol. 130, No. 5, 2004.
- 127- Campbell, Keith W. & Sedikides, Constantine, "Self-Threat Magnifies the self-serving bias: A meta-Analytic Integration", *Review of General Psychology*, Vol. 3, No. 1, 1999.
- 128- Campbell, Sean D. & Sharpe, Steven A., "Anchoring Bias in Consensus Forecast and its Effect on Market Price", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 44, No. 2, 2009.

- 129- Carli, Linda L., "Cognitive Reconstruction, Hindsight and Reaction to Victims and Perpetrators", *Personality and Social Psychology Bulletin*, Vol. 25, No.1, 1999.
- 130- Cesarini, David & Dawes, Christopher T. & Johannesson, Magnus & Lichtenstein, Paul, & Wallace, Bjorn, "Genetic Variation in Preferences for Giving and Risk Taking", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 124, No.2, 2009.
- 131- Chira, Inga & Adams, Michael & Thornton, Barry, "Behavioral Bias Within the Decision Making Process", *Journal of Business & Economics Research*, Vol. 6, No. 8, 2008.
- 132- Clarke, Roger G. & Statman, Meir, "The DJIA Crossed 652230", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 26, No. 2, 2000.
- 133- Cooper, Michael J. & McConnell, John J. & Ovtchinnikov, Alexei V., "The other January effect", *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, No. 2, 2006.
- 134- Cunningham, Lawrence A., " Behavioral Finance and investor Governance ", *Washington & Lee Law Review*, Vol. 59 ,No.1, 2002 .
- 135- Cutler, David & Poterba, James & Summers, Lawrence, "Speculative Dynamics", *Review of Economic Studies*, Vol. 58, No. 3, 1991.
- 136- Danial, Kent & Hirshleifer, David & Subrahmanyam, Avaniidhar, "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions", *Journal of Finance*, Vol. 53, No.6, 1998.
- 137- Davelaar, Eddy J. & Gottstein, Yonatan Goshen & Ashkenazi, Amir & Haarmann, Henk J. & Usher, Marius, "The Demise of Short-Term Memory Revisited: Empirical and Computational Investigations of Recency Effects", *Psychological Review*, Vol. 112, No. 1, 2005.
- 138- De Bondt, Werner F. & Thaler, Richard, "Does the Stock Market Overreaction?", *Journal of Finance*, vol.40 No. 3, 1985.
- 139- -----, "A portrait of the individual investor", *European Economic Review*, Vol. 42, No. 3, 1998.
- 140- -----, "Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality" *Journal of Finance*, Vol. 62, 1987.
- 141- Decamps, Jean-Paul & Lovo, Stefano, "Risk Aversion and Herd Behaviour in Financial Markets", *The Geneva Risk and Insurance Review*, Vol. 31, No.1, 2006.
- 142- De Long, J., Bradford & Shleifer, Andrei, "The Stock Market Bubble o 1929: Evidence from Closed-end Mutual Funds", *The Journal of Economic History*, Vol. 51, No. 3, 1991.
- 143- De Long, J. Bradford & Shleifer Andrei & Summers, Lawrence H., & Waldmann, Robert J., "Noise trader risk in financial markets", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No.4, 1990.
- 144- Deng , Isaiah & Deng, Pi-Sheng, "Cognitive Framing Illusions and Consumer Rationality", *The Open Management Journal*, Vol. 4, No. 1, 2011.
- 145- Devenow, Andrea & Welch, Ivo. "Rational herding in financial economics", *European Economic Review*, Vol. 40, No. 3, 1996.

- 146- Douks, John A.& McKnight, Phillip J., "European momentum strategies, information diffusion, and investor conservatism", *European Financial Management*, Vol. 11, No.3, 2005.
- 147- Duffy, Sean& Crawford, L. Elizabeth, "Primacy or recency effects in forming inductive categories", *Memory & Cognition*, Vol. 36, No.3, 2008.
- 148- Dupont, Dominique& Gabriel, Lee S., "The Endowment Effect, Status Quo, and Loss Aversion: Rational Alternative Explanation", *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 25, No.1, 2002.
- 149- Duval, Thomas Shelley& Silvia, Paul J., "Self-Awareness, Probability of Improvement, and the Self-Serving Bias", *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 82, No. 1, 2002.
- 150- Eguiluz, Víctor M.& Zimmermann, Martín G., " Transmission of Information and Herd Behavior: An Application to Financial Markets", *Physical Review Letters*, VOL. 85, No. 26, 2000.
- 151- Ellsberg, Daniel, "Risk, Ambiguity and the Savage Axioms" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 75, No. 4, 1961.
- 152- Entman, Robert M., "Framing Bias: Media in the Distribution of Power", *Journal of Communication*, Vol. 57, No. 1, 2007.
- 153- Epley, Nicholas& Gilovich, Thomas, "The Anchoring and Adjustment Heuristic", *Psychological Science*, Vol.17, No.4, 2006.
- 154- Ergin, Haluk, & Gul, Faruk, "A subjective theory of compound lotteries", *Journal of Economic Theory*, Vol. 144, No. 3, 2009.
- 155- Esch, Franz-Radolf& Schmitt, Bernd H.& Redler, Joern& Langner, Tobias, "The Brand Anchoring Effect: A Judgment Bias Resulting from Brand Awareness and Temporary Accessibility", *Advances in Consumer Research*, Vol.34, No.1, 2007.
- 156- Eysenck, Michael& Derakshan, Nazamin, "Cognitive biases for future negative events as a function of trait anxiety and social desirability", *Personality and Individual Differences*, Vol. 22, No.5, 1997.
- 157- Fama ,Eugene F. " Market efficiency , Long term . Returns and Behavioral Finance " . *Journal of Financial economics*, Vol. 49, No. 3, 1998.
- 158- -----,"Efficient Capital Markets: A review of Theory an Empirical Work", *Journal of Finance*, Vol. 31, No.1,1970.
- 159- -----, " Efficient Capital Markets II", *Journal of Finance*, Vol. 46, No.5, 1991.
- 160- Fama ,Eugene F.& French, Kenneth R., "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, 1992.
- 161- Fellner, Gerlinde & Krügel, Sebastian , "Judgmental overconfidence: Three measures one bias" , *Journal of Economic Psychology*, Vol. 33, No. 1, 2012.
- 162- Fisher, Kenneth L.& Statman, Meir, "Cognitive Biases in Market Forecasts: The frailty of forecasting", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 27, No. 1, 2000.
- 163- Festinger, Leon & Carlsmith, James M., "Cognitive consequences of forced compliance", *Journal of Abnormal and Social Psychology*, Vol. 58, No. 1, 1959.

- 164- Fischhoff, B., "Hindsight is not foresight: The effect of outcome knowledge on judgment under uncertainty", *Journal of Experimental Psychology*, Vol. 1, No. 3, 1975.
- 165- Fischhoff, B.& Lichtenstein, S.& Slovic, P., "Knowing With Certainty: The appropriateness of Extreme Confidence", *Journal of Experimental Psychology*, Vol. 3, No. 4, 1977.
- 166- Flyvbjerg, Bent,"Curbing Optimism Bias and Strategic Misrepresentation in Planning: Reference Class Forecasting in Practice", *European Planning Studies*, Vol. 16, No. 1, 2008.
- 167- Fox, Craig R. & Amos Tversky, "Ambiguity Aversion and Comparative Ignorance", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, No. 3, 1995.
- 168- Frankfurter, George M.& McGoun, Elton G. & Allen, Douglas E., "The Prescriptive Turn in Behavioral Finance", *Journal of Socio-Economics*, Vol. 33, No.4, 2004.
- 169- French, D. W., "Stock Returns and the Weekend Effect", *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, No.1, 1980.
- 170- Fuller , Russell ,"Behavioral Finance and source of Alpha", *Journal of pension plan Investing* , Vol.2 No.3 , 1998 .
- 171- Gal, David, "A psychological Law of Inertia and the Illusion of Loss Aversion", *Judgment and Decision Making*, Vol. 1, No. 1 2006.
- 172- George, Thomas J.& Hwang, Chuan-Yang, "The 52-Week High and Momentum Investing", *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 5, 2004.
- 173- Gervais, Simon& Odean, Terrance, "Learning to be Overconfidence", *The Review of Financial Studies*, Vol. 14, No. 1, 2001.
- 174- Gibbons, Michael R. & Hess, Patrick "Day of the Week Effects and Asset Returns", *Journal of Business*, Vol. 54, No. 4 1981.
- 175- Gigerenzer, Gerd& Hoffrage, U& Kleinbolting, H.," Probabilistic Mental Models: A Brunswikian Theory of Confidence", *Psychology Review*, Vol. 98, No. 4, 1991.
- 176- Gino, Francesca& Sharek, Zachariah& Moore, Don A., "Keeping the Illusion of Control Under Control: Ceiling, Floors and Imperfect Calibration", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol. 114, No. 2, 2011.
- 177- Goetzman, William N. & Kumar, Alok, "Equity Portfolio Diversification", *Review of Finance*, Vol. 12, No. 3, 2008.
- 178- Golden, James& Miliwicz, John& Paul, Herbbig, "Forecasting: Trials and Tribulations", *Management Decision*, Vol.32, No.1, 1994.
- 179- Goetzmann, William N.& Peles, Nadav, "Cognitive Dissonance and Mutual Fund Investors", *Journal of Financial Research*, Vol. 10, No.2, 1997.
- 180- Gultekin, Mustafa N.& Gultekin, N. Bulent, "Stock Market Seasonality: International Evidence", *Journal of Financial Economic*, Vol. 12, No. 4, 1983.
- 181- Hallahan, Kirk, "Seven Models of Framing: Implications for Public Relations", *Journal of Public Relation Research*, Vol. 11, No. 3, 1999,
- 182- Hanemann, Michael W., "Willingness to Pay and Willingness to Accept: How can They Differ", *American Economic Review*, Vol. 81, No.3, 1991.
- 183- Harley, Erin M., "Hindsight bias in legal decision making", *Social Cognition*, Vol, 25, No. 1, 2007.

- 184- Hart, William& Albarracín, Doloris& Eagly, Alic& Brechan, Inge& Lindberg, Mathew &Merrill, Lisa, "Feeling validated versus being correct: A meta-analysis of selective exposure to information", *Psychological Bulletin*, Vol. 135, No. 4, 2009.
- 185- 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.
- 186- Hernandez, Ivan& Preston, Jesse Lee , "Disfluency disrupts the Confirmation bias", *Journal of Experimental Social Psychology*, Vol. 49, No. 1, 2013.
- 187- Hertwig, Ralph& Fanselow, Carola& Hoffrage, Ulrich, "Hindsight bias: How knowledge and heuristics affect our reconstruction of the past", *Memory*, Vol.11, No. 4, 2003.
- 188- Hertwig, Ralph& Barron, Greg.& Weber, Elke U. & Erev, Ido, "Decisions from Experience and the Effect of Rare Events in Risky Choice", *Psychological Science*, Vol. 15, No. 8, 2004.
- 189- Hilbert, Martin, "Toward a Synthesis of Cognitive Biases: How Noisy Information Processing Can Bias Human Decision Making", *Psychological Bulletin*, Vol, 138, No.2, 2012.
- 190- Hirshleifer, David, "Investor Psychology and Asset Pricing", *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 4, 2001.
- 191- Hoehn, John P.& Randall, Allan, "A satisfactory Benefit Cost Indicator from Contingent Valuation", *Journal of Environment Mantel Planning and Management*, Vol. 14, No. 1, 1987.
- 192- Hoffrage, Ulrich& Hertwig, Ralph& Gigerenzer, Gerd, "Hindsight bias: A by-product of knowledge-updating?", *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, andCognition*, Vol. 26, No. 3, 2000.
- 193- Holzl, Erik& Kirchler, Erich& Rodler, Christa, "Hindsight Bias in Economic Expectations: I Knew All Along What I Want to Hear", *Journal of Applied Psychology*, Vol. 87, No. 3, 2002.
- 194- Hong, Harrison & Stein, Jeremy C., "Disagreement and Stock Market", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, No. 1, 2007.
- 195- Hon-Snir, Shlomit , "Stock Market Investors: Who Is More Rational, and Who Relies on Intuition?", *International Journal of Economics and Finance* Vol. 4, No. 5, 2012.
- 196- Hoorens, Vera, "Self-favoring biases for positive and negative characteristics: Independent phenomena?", *Journal of Social and Clinical Psychology*, Vol. 15, No. 1 1996.
- 197- Howard, Marc W.& Kahana, Michael J.& Wingfield, Arthur, "Aging and contextual binding: Modeling recency and lag recency effects with the temporal context model", *Psychonomic Bulletin & Review*, Vol. 13, No. 3, 2006.
- 198- Howcroft, Debra, "After the Gold rush: deconstructing the myths of the dot.com market", *Journal of Information Technology*, Vol. 16, No. 1, 2001.
- 199- Iç, Suleyman& Kahyaoglu, M. Burak, "Herd Behavior in BIST: An Application on Individual Stock Investors", *Journal of Business, Economic and Finance*, Vol. 2, No. 2, 2013.
- 200- Ilman, Jeffrey J.& Zeelenberg, Marcel, "Regret in Repeat Purchase Versus Switching Decisions: The Attenuating Role of Decision Justifiability", *Journal of Consumer Research*, Vol. 29, No. 1, 2002.

- 201- Jermias, Johnny, "Cognitive Dissonance and Resistance to Change: The Influence of Commitment Confirmation and Feedback on Judgment Usefulness of Accounting System" ,Accounting, Organization and Society, Vol. 26, No.2, 2001.
- 202- Johansson-Stenman, Olof& Svedsäter, Henrik, "Measuring hypothetical bias in choice experiments: The importance of cognitive consistency", Journal of Economic Analysis and Policy, Vol. 8, No. 1, 2008.
- 203- Johnson, Roy B., "Hindsight Bias and the Evaluation of Strategic Performance", Mountain Plains Journal of Business and Economics, General Research, Vol. 11, No. 1, 2010.
- 204- Jones, Martin& Sugden, Robert," Positive Confirmation Bias in the Acquisition of Information", Theory and Decision, Vol. 50, No. 1 , 2001.
- 205- Jones, Matt& Sieck, Winston R. "Learning Myopia: An Adaptive Recency Effect in Category Learning", Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition , Vol. 29, No. 4, 2003.
- 206- Juslin, Peter, "The Overconfidence Phenomenon as A Consequence of Informal Experimenter- Guided Selection of Almanac Items", Organizational Behavior and Human Decision Processes", Vol. 57, No.2, 1994.
- 207- Kahneman, Daniel, "Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics", The American Economic Review, Vol. 93, No. 5, 2003.
- 208- Kahneman, Daniel& Knetsch, Jack L.& Thaler, Richard H., "Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Biases", The Journal of Economic Perspective, Vol. 5, No. 1, 1991.
- 209- Kahnman, Daniel& Riepe, Mark, "Aspects of Investor Psychology", Journal of Portfolio Management, Vol. 24, No. 4, 1998.
- 210- Kahneman, Daniel & Tversky, Amos, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", Econometric, Vol. 47, No. 2, 1979.
- 211- Kahneman, Daniel & Tversky, Amos, "Choices, Values, and Frames," American Psychologist, Vol. 39, No.4, 1984.
- 212- Kaminsky, Graciela& Schmukler, Sergio, "What Trigger Market Jitter? A Chronicle of the Asian Crisis", Journal of International Money and Finance, Vol. 18, no. 4, 1999.
- 213- Kassin, Saul M.& Dror, Itiel E. & Kukucka, Jeff, "The forensic confirmation bias: Problems, perspectives, and proposed solutions", Journal of Applied Research in Memory and Cognition, Vol. 2, No. 1, 2013.
- 214- Kato, Kiyoshi& Schallheim, James S., "Seasonal and Anomalies in the Japanese Stock Market", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 20, No. 2, 1985.
- 215- Keim, Donald B., " The CAPM and Equity Return Regularities", Financail Analysts Journal, Vol. 42,No. 3, 1986.
- 216- -----, "Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence", Journal of Financial Economic, Vol. 12, No. 1, 1983.
- 217- Keller, Carmen& Siegrist, Michael& Gutscher, Heinz, "The Role of the Effect and Availability Heuristics in Risk Communication", Risk Analysis, Vol. 26, No. 3, 2006.
- 218- Kiyilar , Murat & Acar okan " Behavioral Finance and The study of the irrational Financial choices of credit card users " Annales Universitatis . Apulensis series oeconomica ,Vol. 11, No.1, 2009 .

- 219- 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.
- 220- Kocherlakoto, Narayana R., "The Equity Premium: It's Still a Puzzle", *Journal of Economic Literature*, Vol. 34, No. 1, 1996.
- 221- Konstantinidis, Anastasios & Katarachia, Androniki & Borovas, George & Voutsas, Maria E., "From Efficient Market Hypothesis to Behavioral Finance: Can Behavioral Finance Be the New Dominant Model for Investing", *Scientific Bulletin_ Economics Sciences*, Vol. 11, No. 2, 2012.
- 222- Krizan, Zlatan & Suls, Jerry, "Losing Sight of One Self in the Above-Average Effect", *Journal of Experimental Social Psychology*, Vol. 44, No. 4, 2008.
- 223- Kubberger, Anton & Schulte-Mecklenbeck, Michael & Perner, Josef, "Framing decisions: Hypothetical and real", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol. 89, No. 2, 2002.
- 224- Lakshminarayanan, Venkat R. & Chen, M. Keith & Santos, Laurie R., "The evolution of decision-making under risk: Framing effects in monkey risk preferences", *Journal of Experimental Social Psychology*, Vol. 47, No. 3, 2011.
- 225- Langdana, Farrokh, "Federal Reserve Policy From the Dot-Com Bubble to the "Subprime Mess": A Story of Two Ups and Two Downs", *Rutgers Business Law Journal*, Vol. 6, No. 1, 2009.
- 226- Langer, Ellen J., "The Illusion of Control", *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 32, No. 2, 1975.
- 227- LeBoeuf, Robyn A. & Shafir, Eldar, "Deep Thoughts and Shallow Frames: On the Susceptibility to Framing Effects", *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol. 16, No. 1, 2003.
- 228- Lerner, Jennifer & Small, Deborah A. & Loewenstein, George, "Heart Strings and purse Strings: Carryover Effect of Emotions on Economic Decision", *Psychology Science*, Vol. 15, No. 5, 2004.
- 229- Lewellen, Wilbur G. & Lease, Ronald C. & Scharbaum, Gary G., "Pattern of Investment Strategy and Behavior Among Individual Investors", *Journal of Business*, Vol. 50, No. 3, 1977.
- 230- Liberman, Varda & Tversky, Amos, "On the Evaluation of Probability Judgment: Calibration, Resolution and Monotonicity", *Psychological Bulletin*, Vol. 114, No. 1, 1993.
- 231- 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.
- 232- Lintner, John, "The Valuation of Risk Asset and the Selection of Risk, Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets" *Review of Economics and Statistics*, Vol. 47, No. 1, 1965.
- 233- List, John A., "Does Market Experience Eliminate Market Anomalies", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 1, 2003.

- 234- Loewenstein, George & Dunning, David & Van Boven, Leaf, "Mispredicting the Endowment Effect: Underestimation of Owners Selling Price by Buyers Agent", *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 51, No. 1, 2003.
- 235- Loomes, Graham, Sugden, Robert, "Regret theory: an alternative theory of rational choice under uncertainty", *Economic Journal*, Vol. 92, No.368 , 1982.
- 236- Lovallo. Dan & Kahneman, Daniel, "Delusions of Success. How Optimism Undermines Executive Decisions", *Harvard Business Review*, Vol. 81, No. 7, 2003.
- 237- Luo, Guo Ying, "Conservatism Bias Can Cause Asset Price Overreaction in A Competitive Security Market", *Trends and Development in Management Studies*, Vol. 1, No 1, 2012.
- 238- Luo, Guo Ying, "Conservatism bias in the presence of strategic interaction", *Quantitative Finance*, Vol. 13, No. 7, 2013.
- 239- Lu, Thomas, "Herd Behaviour, Bubbles and Crashes", *The Economic Journal*, Vol. 105, No. 431 1995.
- 240- Maddux, William & Hang, Haing & Falf, Carl & Adam, Hajo & Adair, Wendi & Endo, Yumi & Carmon, Ziv & Heine, Steven J., "For Whom is With Possessions More Painful? Cultural Differences in the Endowment Effect", *Psychology Science*, Vol. 21, No. 12, 2010.
- 241- Malkiel, Burton G., " The Efficient Market Hypotheses and its Critics", *Journal of Economic Perspective*, Vol. 17, No. 1, 2003.
- 242- Markowitz, Henry, " Portfolio Selection ", *Journal of finance* ,Vol. 7, No.1,1952.
- 243- Marsh, David M. & Hanlon, Teresa, " Seeing What We Want to See: Confirmation Bias in Animal Behavior Research", *Ethology, International Journal of Behavioral Biology*, Vol. 113, No. 11 , 2007.
- 244- Masatlioglu, Yusufan, "Rational Choice With Status Quo Bias", *Journal of Economic Theory*, Vol. 121, No. 1, 2005.
- 245- McKenna, Frank P., "It won't happen to me: Unrealistic optimism or illusion of control?", *British Journal of Psychology*, Vol. 84, No. 1, 1993.
- 246- Mehra, Rajnish. & Prescott, Edward., "The Equity Premium: A Puzzle", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 15, Issue 2, 1985.
- 247- Metin, Irem & Camgos, Selin, "The Advances in History of Cognitive Dissonance Theory", *International Journal of Humanities and Social Science*, Vol. 1, No. 6, 2011.
- 248- Michenaud, Sébastien & Solnik, Bruno, " Applying Regret Theory to Investment Choices: Currency Hedging Decisions", *Journal of International Money and Finance* , Vol. 27, No. 5, 2008.
- 249- Miller, Merton H. & Scholse, Myron S., "Dividends and Taxes: Some empirical Evidence", *Journal of Political Economy*, Vol. 90, No. 6, 1982.
- 250- Modigliani, Franco & Miler, Merton H., "The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment", *American Economic Review*, vol.48, No. 3, 1958.

- 251- Moore, Don A., "When Good= Better Than Average", *Judgment and Decision Making*, Vol. 2, No.5, 2007.
- 252- Morewedge, Cary K.& Shu, Lisa L.& Gilbert, Daniel T.& Wilson, Timothy, "Bad Riddance or Good Rubbish? Ownership and not Loss Aversion Causes the Endowment Effect", *Journal of Experimental Psychology*, Vol. 45, No.4, 2009.
- 253- Mukerji, Sujoy & Jean-Marc Tallon , "Ambiguity Aversion and Incompleteness of Financial Markets", *Review of Economic Studies*, Vol. 68, No.4, 2001.
- 254- Nestler, S. & Egloff, B., "Increased or reversed? The effect of surprise on hindsight bias depends on the hindsight component", *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition*, Vol. 35, No. 6, 2009.
- 255- Nevins, Dan, "Goals-based Investing: Integrating Traditional and Behavioral Finance", *The Journal of Wealth Management*, Vol. 6, No. 4, 2004.
- 256- Nicolau, Juan Luis, "Testing Reference Dependence, Loss Aversion and Diminishing Sensitivity in Spanish Tourism", *investigaciones económicas*, Vol. 32 ,No.2, 2008.
- 257- Northcraft Gregory B., Neale Margaret A., "Expert, amateurs, and real estate: an anchoring-and-adjustment perspective on property pricing decisions", *Organizational Behavior and Human Decision Process*, Vol. 39, No. 1, 1987.
- 258- Novemsky, Nathan& Kahneman, Daniel, "How Do Intentions Affect Loss Aversion?", *Journal of Marketing Research*, Vol. 42, No. 2, 2005.
- 259- Ortoleva Pietro, " Status Quo Bias, Multiple Priors and Uncertainty Aversion", *Journal of Game and Economic Behavior*, Vol. 69, No. 2 2010.
- 260- Otten,W., & van der Pligt, J., "Context effects in the measurement of comparative optimism in probability judgments", *Journal of Social and Clinical Psychology*, Vol. 15, No. 1, 1996.
- 261- Oskamp, Stuart, "Overconfidence in Case-Study Judgment", *Journal of Consulting Psychology*, Vol 29, No.3, 1965.
- 262- Odean, Terrance, "Do Investors Trade Too Much", *American Economic Review*, Vol. 89, No. 5, 1999.
- 263- Oechssler, Jorg& Roeder, Andreas& Schmitz, Patrick W.," Cognitive abilities and behavioral biases". *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 72, No. 1, 2009.
- 264- O'Hara, Maureen, "Bubbles: Some Perspectives (and Loose Talk) from History", *Review of Financial Studies*, Vol. 21, No.1, 2008.
- 265- Olsen, Robert A., "Desirability Bias Among Professional Investment Managers", *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol. 10, No. 1, 1997.
- 266- -----, "Toward A Theory of Behavioral Finance: Implications from the Natural Sciences", *Qualitative Research in Financial Market*, Vol.2, No. 2, 2010.
- 267- Patro , Archana, "Exploring the Herding Behaviour in Indian Mutul Fund Industry" , *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol. 4, No. 1, 2012.
- 268- Paudel, Jayash & Laux, Judy,"A Behavioral Approach To Stock Pricing", *The Journal of Applied Business Research*, Vol . 26, no. 3, 2010.
- 269- Pohl, Rudiger F.& Eisenhauer, Markus & Hardt, Oliver, "SARA, A cognitive process model to simulate the anchoring effect and hindsight bias", *Memory*, Vol.11, No. 4, 2003.

- 270- Prechter, Robert R., "Unconscious Herding Behavior as the Psychological Basis of Financial Market Trends and Patterns", *The Journal of Psychology and Financial Markets*, Vol. 2, No. 3, 2001.
- 271- 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.
- 272- Rabin, Matthew, "Inference by the Law of Small Numbers", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 3, 2002.
- 273- Rabin, Mathew & Schrag, Joel L., " First impressions matter: A model of conrmatory bias", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No, 1, 1999.
- 274- Reb, Jochen& Connolly, Terry, "Possession, Feelings of Ownership, and the Endowment Effect", *Journal of Judgment and Decision Making*, Vol. 2, No. 2, 2007.
- 275- Reinganum, Marc R., "The Anaomalous Stock Market Behavior of Small Firm in January: Emprical Tests of Loss Selling Effects", *Journal of Financail Economics* Vol.12, No.1, 1983.
- 276- Rietz, Thomas A., "The Equity Risk Premium: A Solution", *Journal of Monetary Economic*, Vol. 22, No. 1, 1988.
- 277- Ritter, Jay R., "The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the Turn of the Year", *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 3, 1988.
- 278- -----, " Behavioral Finance", *Pacific-Basin Finance Journal* Vol. 11, No. 4, 2003.
- 279- Roese, Neal J.& Olson, James M., "Counterfactuals, Causal Attributions, and the Hindsight Bias: A Conceptual Integration", *journal of experimental social psychology*, Vol. 32, No. 1, 1996.
- 280- Roll, Richard, "A Possible Explanations of the Small Firm Effect", *Journal of Finance*, Vol. 36, No. 4, 1981.
- 281- Roll, Richard, "The Turn -of- the -Year Effect: Anomaly or Risk Mismeasurement", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 9, No.1, 1988.
- 282- Rozeff, M. S. & Kinney, W. R., "Capital Market Seasonality: The Case of Stock Return", *Journal of Financial Economic*, Vol. 3, No. , 1976.
- 283- Russo, Edward J.& Schoemaker, Paul J. H., "Managing Over confidence", *Sloan Management Review*, Vol. 33, Num.2, 1992.
- 284- Sadi , Rasoul & Ghalibaf , Hassan & Rostami, Mohammad Reza , "Behavioral Finance: The Explanation of Investors' Personality and Perceptual Biases Effects on Financial Decisions" , *International Journal of Economics and Finance* Vol. 3, No. 5; October 2011.
- 285- Sahi, Shalini Kalra , "Neurofinance and investment behavior" , *Studies in Economics and Finance*, Vol.29, No. 4 , 2012.
- 286- Samuelson, William& Zeckhauser, Richard, "Status Quo Bias in Decision Making", *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 1, no. 1, 1988.
- 287- Scharfstein, David S. & Stein, Jeremy, "Herd Behavior and Investment", *American Economic Review*, Vol.80, No. 3, 1990.
- 288- Scheinkman, Jose& Xiong, Wei, "Overconfidence and Speculative Bubbles", *Journal of Political Economy*, Vol. 111, No. 6, 2003.
- 289- Schrager, James E& Madansky,Albert . " Behavioral Strategy: a foundational View" *Journal of Strategy and Management* Vol. 6 No1, 2013.
- 290- Sedikides, Constantine; Strube, Michael J., " The Multiply Motivated Self", *Personality and Social Psychology Bulletin*, Vol. 21, No. 12, 1995.

- 291- Seiler, Michael J.& Seiler, Vicky L.& Traub, Stefan& Harrison, David M. , "Regret Aversion and False Reference Points in Residential Real Estate", the Journal of Real Estate Research, Vol. 30, No. 4, 2008.
- 292- Sharp, William," Capital Asset Prices: A theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk" Journal of Finance Vol. 19, No.3,1964.
- 293- Shefrin, Hersh, "Behavioral Corporate Finance", Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, No. 3, 2001.
- 294- Shefrin, Hersh & Statman, Meir, "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers to Long: Theory and Evidence", Journal of Finance, Vol. 40, No. 3, 1985.
- 295- -----, "Behavioral Portfolio Theory", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 35, No. 2, 2000.
- 296- -----,"Explaining Investor Preference for Cash Dividend", Journal of Financial Economics, Vol. 13, No. 2,1984.
- 297- Shiller, Robert& Pound, John, "Survey evidence on the disposition of interest and information among investors", Journal of Economic Behavior and Organization, Vol. 12, No. 1, 1989.
- 298- Shleifer, Andrei& Summers, Lawrence H., "The Noise Trader Approach to Finance", Journal of Economic Perspective, Vol. 4, No. 2, 1990.
- 299- Shleifer, Andrei& Vishny, Robert, "Fire Sales in Finance and Macroeconomics", Journal of Economic Perspectives, Vol. 25, No. 1, 2011.
- 300- Shleifer, Andrei& Vishny, Robert, "The limits of arbitrage", Journal of Finance, Vol. 52, No. 1, 1997.
- 301- Sikstrom, Sverker, "The Isolation, Primacy, and Recency Effects Predicted by an Adaptive LTD/LTP Threshold in Postsynaptic Cells", Cognitive Science, Vol. 30, No. 1, 2006.
- 302- Slovic, Paul& Finucane, Mellissa L.& Peters, Ellen & MacGregor, Donald G. "Risk as analysis and risk as feelings: Some thoughts about affect, reason, risk, and rationality", RiskAnalysis,Vol.24, No. 2, 2004.
- 303- Smirlock, Michael& Starks, Laura, "Day of the Week and Intraday Effects in Stock Returns," Journal of Financial Economics, Vol. 17, No. 1 , 1986.
- 304- Strack, Frits& Mussweiler, Thomas, "Explaining the Enigmatic Anchoring Effect: Mechanisms of Selective Accessibility", Journal of Personality and Social Psychology, Vol. 73, No. 3, 1997.
- 305- Sundali , James A.& Stone , Gregory R.& Guerrero, Federico L., " The Effect of Setting Goals and Emotions on Asset Allocation Decisions" , Managerial Finance, Vol. 38, No. 1, 2012 .
- 306- Svedsater, Henrik, "Economic Valuation of the Environment: How Citizens Make Sense of Contingent Valuation Questions", Journal of Land Economic, Vol. 79, No.1, 2003.
- 307- Svenson, Ola, "Are We All Less Risky and More Skillful Than Our Fellow Drivers?", Acta Psychologica, North-Holland Publishing Company , Vol. 47, No.2, 1981.

- 308- Tavor, Tchai, "The Hindsight Bias Effect in Short-Term Investment Decision-Making", *Universal Journal of Management and Social Sciences*, Vol. 2, No.11, 2012.
- 309- Taylor, Shelley E. & Brown, Jonathon D., " Illusion and Well-Being: A Social Psychology Perspective on Mental Health", *Psychological Bulletin*, Vol. 103, No.2, 1988.
- 310- Thaler, Richard H., "Toward A Positive Theory of Consumer Choice", *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 1, No. 1, 1980.
- 311- -----, "Anomalies: The Winner's Curse", *The Journal of Economic Perspective*, Vol. 2, No. 1, 1988.
- 312- -----, " Mental Accounting Matters", *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol. 12, No.3,1999.
- 313- Tovar, Patricia, "The Effect of Loss Aversion on Trade Policy: Theory and Evidence", *Journal of International Economics*, Vol. 78, NO. 1, 2009.
- 314- Tversky, Amos, "Elimination By Aspects: A Theory of Choice", *Psychological Review*, Vol. 79, No. , 1972.
- 315- Tversky, Amos& Kahneman, Daniel, "The Belief in the Law of Small Number", *Psychological Bulletin*, Vol. 67, No. 1, 1971.
- 316- -----, "Availability: A Heuristic for Judgment Frequency and Probability", *Cognitive Psychology*, Vol. 5, No. 2, 1973.
- 317- -----, "Judgment Under Uncertainty: Heuristic and Biases", *Science, New Series*, Vol. 185, No. 4157, 1974.
- 318- -----, "The Framing of Decisions and the Psychology of Choice", *Science, New Series*, Vol. 211, No. 4481, 1981.
- 319- -----, " Rational Choice and the Framing of Decisions", *The Journal of Business*, Vol. 59, No. 4, 1986.
- 320- Ulussever, Talat& Guranyumusak, Ibrahim & Kar,Muhsin, "The Day-of-the-Week Effect in the Saudi Stock Exchange: A Non-Linear Garch Analysis", *Journal of Economic and Social Studies*, Vol. 1, No. 1, 2011.
- 321- Van De Ven, Niels& Zeelenberg, Marcel& Van Dijk, Eric, "Buying and Selling Exchange Goods Outcome Information, Curiosity and the Endowment Effect", *Journal of Economic Psychology*, Vol. 26, No. 3, 2005.
- 322- Varian, Hal R., "The Arbitrage Principle in Financial Economics", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 1, No. 2, 1987.
- 323- Wason, Peter C., " On the failure to eliminate hypotheses in a conceptual task", *Quarterly Journal of Psychology*, Vol. 12, No. 3 1960.
- 324- Weinstein, Neil D., "Unrealistic Optimism About Future Events" *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 39, No. 5, 1980.
- 325- Weinstein, Neil D. & Klein, W. M., "Unrealistic optimism: Presentand future", *Journal of Social and Clinical Psychology*, Vol. 15, No. 1, 1996.
- 326- Weston, Drew& Pavel S. Blagov& Keith, Harenski& Clint, Kilts & Stephan, Hamann, "Neural Bases of Motivated Reasoning: An fMRI Study of Emotional Constraints on Partisan Political Judgement in the 2004 U.S. Presidential Election", *Journal of Cognitive Neuroscience*, Vol. 18, No.11, 2006.
- 327- White, Lawrence J."Preventing Bubbles: What Role for Financial Regulation?", *Cato Journal*, Vol. 31, No. 3 2011.
- 328- Windschitl, Paul D. & Conybeare, Daniel & Krizan, Zlatan," Direct-Comparison Judgment: When and Why Above-and Below-Average Effect Reverse", *Journal of Experimental Psychology*, Vol.137, No. 1, 2008.

- 329- Zakay, Dan & Tsal, Yehoshua, "The Impact of Using Forced Decision Making Strategies on Post-Decisional Confidence", *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol. 6, No.1, 1993.
- 330- Zamir, Eyal& Ritov, Ilana, "Loss Aversion, Omission Bias, and the Burden of Proof in Civil Litigation", *The Journal of Legal Studies*, Vol. 41, No. 1, 2012.
- 331- Zeelenberg, Marcel, "Anticipated Regret, Expected Feedback and Behavioral Decision Making", *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol. 12, No. 2, 1999.
- 332- Zeelenberg, Marcel & Pieters, Rik, "Consequences of regret aversion in real life: The case of the Dutch postcode lottery", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol. 93, No. 2, 2004.
- 333- Zhang, Ying& Fishbach, Ayelet, "The Role of Anticipated Emotions in Endowment Effect", *Journal of Consumer Psychology*, Vol. 15, No.4, 2005.
- 334- Zheng, Robert& Zhou, Bei, "Recency Effect on Problem Solving in Interactive Multimedia Learning", *Educational Technology & Society*, Vol. 9, No. 2, 2006.

Enternet

- 335- تقارير البنك المركزي العراقي (www.cbi-iq.net/isxportal).
- 336- تقارير سوق العراق للاوراق المالية (www.isx-iq.net/isxportal).
- 337- Ackert, Lucy F.& Charupat, Narat& Church, Bryan K.& Deaves, Richard, " An Experimental Examination of the House Money Effect in a Multi-Period Setting" , Working Paper, 13, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2003.
- 338- Akerlof, George A.& Dickens, William T., "The Economics Consequences of Cognitive Dissonance", Presented by Coase Team 87, 2012.
- 339- Alevy, Jonathan E.& Haigh, Michael S. & List, John A., " Information Cascades with Financial Market Professionals: An Experimental Study", Paper presented at the NCR-134 Conference on Applied Commodity Price Analysis, Forecasting, and Market Risk Management St. Louis, Missouri, 2003.
- 340- Alvia, Liza& Sulistiawan, Dedhy, "The Impact of Cognitive Style to Recency Effect in Stock Investment: An Experimental Study",http://ssrn.com/abstract=2201544, Atmajaya University, Jakarta , 2010.
- 341- Ameriks, John& Caplin, Andrew & Leahy, John& Tyler, Tom, "Measuring Self-Control" , New York University, 2004.
- 342- Amonlirdviman, Kevin& Carvalho, Carlos, "Loss Aversion, Asymmetric Market Co-movements, and the Home Bias", Staff Report no. 430, Federal Reserve Bank of New York,2010.
- 343- Andreoni, James&Sprenger, Charles, "Certain and Uncertain Utility: The Allais Paradox and Five Decision Theory Phenomena", University of California, www.dss.ucsd.edu/~cspreng/pdf/Five Phenomena, 2010.
- 344- Arnott, David, "A Taxonomy of Decision Biases", Monash University, Australia, 1998.

- 345- Asparouhova, Elena&Bossarts, Peter& Eguia, Jon& Zame, William, "Cognitive Biases, Ambiguity Aversion and Asset Pricing in Financial Markets", University of Utah, 2010.
- 346- Ataula, Ali&Vivian, Andrew& Xu, Bin, "Managerial Overconfidence, Self-attribution Bias and Corporate Debt Maturity Structure", Loughborough University, Leicestershire, LE11 3TU, UK., 2012.
- 347- Averbug, André& Giambiagi, Fabio, " The Brazilian Crisis of 1998-1999: Origins and Consequences", Textos para Discussão 77, 2000.
- 348- Baltussen, Guido& Post, Theiry& Pim, Van Vliet, " Downside risk aversion, fixed income exposure, and the value premium puzzle", School of Business, New York University, 2008.
- 349- Baltzer, Markus& Stolper,Oscar& Water, Andreas, " Home-field advantage or a matter of ambiguity aversion? Local bias among German individual investors", Discussion Paper Series 1: Economic Studies, No 23/2011, Deutsche BundesBank, 2011.
- 350- Baner, Thomas& Schmidt, Christoph M., "WTP vs. WPA: Christmas Presents and Endowment Effect", Discussion Paper Series, IZAD, No.3855, 2008.
- 351- Barber, Brad M.& Odean, Terrance, "All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors", Oxford University Press, Society for Financial Studies, 2008.
- 352- Barber, Brad M.& Odean, Terrance& Zhu, Ning, "Systematic Noise", Working Paper, University of California, 2003.
- 353- Barberis, Nicholas, "Psychology and The Financial Crisis of 2007-2008", Yale School of Management, 2011.
- 354- Barberis, Nicholas& Thaler, Richard, "A Survey of Behavioral Finance", Working Paper, www.poseidon.ssrn.com, 2002.
- 355- Benartzi, S. and Thaler, Ricgard H., "Using behavioral economics to improve diversification in 401(k) plans: Solving the company stock problem", Anderson School, UCLA, 2001.
- 356- Berg, Nathan, "Finance, Psychology, Economics and the Design of Successful Institutions", Economic Globalization & The Choise of Asia, Shanghai Forum, 2005.
- 357- Blavatskyy, Pavlo R., "Betting on Own Knowledge: Experimental Test of Overconfidence", Working Paper Series, ISSN 1424-0459, Institute for Empirical Research in Economics, University of Zurich, 2008.
- 358- Bohl, Martin T.& Salm, Christian A., " The Other January Effect: International Evidence", Westf'alische Wilhelms-University M'unster, Germany, 2008.
- 359- Bohnet, Armin& Scherf, Wolfgang, "Endowment Effect Theory, Prediction Bias and Publicly Provided Good- An Experimental Study", Working Paper No.75, ISSN, 2006.
- 360- Bossaerts, Peter& Guarnaschell, Serena& Ghirardato, Paolo, "Ambiguity and Asset Prices: An Experimental Perspective", University of Iowa, 2006.
- 361- Breinholt, Andrea& Dalrymple, Lynnette A., "The Illusion of Control: What's Luck Got to Do with It", The Myriad: Westminster College Undergraduate Academic Journal, 2004.
- 362- Broman, Markus S., " Excess Comovement and Limits-to-Arbitrage: Evidence from Exchange-Traded Funds", Schulich School of Business, York University, 2013.

- 363- Brunnermeier, Markus K.& Oehmke, Martin, "Bubbles, Financial Crises, and Systemic Risk", Princeton University, 2013.
- 364- Buraschi, Andrea& Sener, Emrah& Menguturk, Murat, "The dynamics of limits to arbitrage: An empirical investigation",AFA Meetings in Chicago, 2012.
- 365- Campenhout, Geert Van& Verhestraeten, Jan-Francies, "Herding Behavior among Financial Analysts: a literature review", Hub Research Paper 2010/39 , 2010.
- 366- Carlson, Mark, " A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response", Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2007.
- 367- Chan , Wesley S . & Frankel , Richard . M . & Kothari , S.P. "Testing Behavioral Finance Theories using Trend and Sequences in Financial performance " School of Management (SSRN) 2003 .
- 368- Chandra, Abhijeet, "Decision Making in the Stock Market: Incorporating Psychology with Finance", MPRA, <http://mpa.ub.uni.muenchen.de>, 2008.
- 369- Chang, Sheng-Kai, " Herd Behavior, Bubbles and Social Interactions in Financial Markets", Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics, 2012.
- 370- Chan , Wesley S . & Frankel , Richard . M . & Kothari , S.P. "Testing Behavioral Finance Theories using Trend and Sequences in Financial performance " School of Management (SSRN) 2003 .
- 371- Chang, Chuang-Chang& Yeh, Jin-Huei& Chao, Ching-Hsiang, "The Role of Anchoring Bias in the Real Estate Market: Evidence from Taiwan Market", National Central University, Taiwan, 2011.
- 372- Cheikes, Brant A& Brown, Mark J.& Lehner, Paul E.& Adelman, Leonard, "Confirmation Bias in Complex Analyses", MITRE, Center for Integrated Intelligence Systems Bedford, Massachusetts, 2004.
- 373- Chen, Keith M., "Rationalization and Cognitive Dissonance: Do Choices Effect or Reflect Preferences", Discussion Paper No.1689,Cowles Foundation, 2008.
- 374- Choi, Darwin& Lou, Dong, " A Test of the Self-Serving Attribution Bias: Evidence from Mutual Funds"Hong Kong University of Science and Technology, 2010.
- 375- Chuvakhin , Ni kolai " Efficient market .hypothesis and Behavioral Finance – is A compromise in sight ? 2001 .
- 376- Colombo, Jesse, "The Mississippi Bubble of 1718-1720", www.bubblebubble.com, 2012
- 377- Curtis, Gregory, "Modern Portfolio Theory and Behavioral Finance", www.amalik@iijournals.com, 2004.
- 378- Dargham, Nathalie Abi Saleh, "The Implication of Behavioral Finance",Chargee Densegment FGM, 2007.
- 379- Dave, Chetan & Wolfe, Katherine W , " On confirmation bias and deviations from bayesian updating", Working Paper, Pittsburgh University, 2003.
- 380- Deaves, Richard& Luders, Erick& Schroder, Michael, "The Dynamics of Overconfidence: Evidence from Stock Market Forecasters", Discussion Paper No. 05-83, Centre for European Economic Research, ZEW, 2005.
- 381- Deev, Oleg& Kajorava,Veronika& Stavarek, Daniel, "Stock Market Speculative Bubbles: The Case of Vesegrad Contries", Proceeding Of 30th

- International Conference Mathematical Methods in Economics, Masaryk University, 2013.
- 382- De Grauwe, Paul & Grimaldi, Marianna, "Bubbles and Crashes in A Behavioral Finance Model", CESIFO Working Paper NO. 1194, 2004.
- 383- Dekker, Sidney W., "The hindsight bias is not a bias and not about history", Technical Report, Lund University School of Aviation, Sweden, 2004.
- 384- Demirer, Riza& Karan, M. Baha, " An Investigation of The Day-Of-The-Week Effect on Stock Returns in Turkey", University of Kansas, School of Business, 2000.
- 385- Deutsche BundesBank, "Investor Behavior in Theory and Practice" Monthly Report, January, 2011.
- 386- Dittrich, Dennis& Guth, Werner& Maciejovsky, "Overconfidence in Investment Decisions- An Experimental Approach", JEL Classification: C910 D800, D840, G110, 2001.
- 387- Dufwenberg, Martin & Gächter , Simon & Hennig-Schmidt , Heike , "The Framing of Games and the Psychology of Play", CeDEx Discussion Paper Series, 2010.
- 388- Edmans, Alex& Goldstein, Itay& Jiang, Wei, " Feedback Effects and the Limits to Arbitrage", NBER Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=1787732> , 2011.
- 389- Elan, Seth," Behavioral Patterns and Pitfalls of U. S. Investors ", A Report by the Federal Research Division, WWW.Ioc.gov./rr/frd,2010.
- 390- Ert, Eyal& Erev, Ido, "On the Descriptive Value of Loss Aversion in Decisions under Risk", Working Paper 10-056, Harvard Business School, 2010.
- 391- Evangelist, Mike& Sathe, Valerie, "Brazil's 1998-1999 Currency Crisis", www-personal.umich.edu/~kathrynd/Brazil., 2006.
- 392- Farrell, Paul, "Investors are Their Own Worst Enemy", <http://cbs.marketwatch.com/news/story.asp>, 2003.
- 393- Fellner, Gerlinde, "Illusion of control as a source of poor diversification: Anexperimental approach", Max Planck Institute for Research into Economic Systems, Strategic Interaction Group, 2004.
- 394- Fisher, Kenneth L.& Statman, Meir," Behavioral Framework for Time Diversification", Association for Investment Management and Research, 1999.
- 395- Fleckenstein, Matthias& Longstaff, Francis A.& Lustig, Hanno, "Why Does the Treasury Issue Tips? The Tips–Treasury Bond Puzzle", Anderson School at UCLA, Los Angeles, CA, 2013.
- 396- French, Kenneth R., " Crash-Testing the Efficient Market Hypothesis", NBER Macroeconomics Annual, 1988.
- 397- Fujiwara , Ippei& Ichiue, Hibiki& Nakazono, Yoshiyuki& Shigemi, Yosuke, "Financial Markets Forecasts Revisited: Are they Rational, Herding or Bold?", Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No.106, 2012.
- 398- Fuller, Russel J., " Behavioral Finance and Source of Alpha", LUGANO, 2000.
- 399- Garven , James R. & Hilliard, James I. , "Optimism Bias and the Demand for Health Insurance", <http://ssrn.com/abstract=1907463>, 2013
- 400- Gee, Christopher, " An Axiomatic Theory of Regret Aversion", University of Cambridge, 2010.

- 401- Getmansky, Mila & Lo, Andrew W., "Limits of Arbitrage: Understanding How Hedge Funds Fail", University of Massachusetts, 2005.
- 402- Gilson, Ronald J. & Kraakman, Reinier, "The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias", <http://ssrn.com>, 2003.
- 403- Goodwin, Paul, "Why hindsight can damage foresight", www.forecasters.org/foresight, 2010.
- 404- Graham, John R. & Harvey, Campbell R. & Huang, Hai, "Investor Competence, Trading Frequency, and Home Bias" Duke University, Durham, NC 27708 USA, 2005.
- 405- Grant, Andrew & Westerholm, P. Joakim, "Reference price and mental accounting effects on portfolio performance and the disposition effect", University of Sydney, 2011.
- 406- Grauwe, Paul De & Grimaldi, Marianna "Bubbles and Crashes in a Behavioral Finance sveriges, Risk Bank" working paper series 164, . SSRN . 2004.
- 407- Gruen, David W. & Gizycki, Marianne, "Explaining Forward Discount Bias: Is it Anchoring?", Research Discussion Paper 9307, Reserve Bank of Australia, 1993.
- 408- Grauwe, Paul De & Grimaldi, Marianna "Bubbles and Crashes in a Behavioral Finance sveriges, Risk Bank" working paper series 164, SSRN, 2004.
- 409- Harrington, Cynthia, "How to Recognize and Manage Framing Bias", Horsesmouth, LLC, May 6, 2011.
- 410- Healy, Andrew & Offenber, Jennifer, "Overconfidence, Social Groups, and Gender: Evidence from the LAB and Field", JEL Code C90, C93, Lo, J16, April, 2007.
- 411- Heller, Yuval, "Overconfidence and Risk Dispersion" MPRA, <http://mpra.ub.uni-muechen.ed>, 2010.
- 412- Herschberg, Miguel, "Limits to Arbitrage: An introduction to Behavioral Finance and a Literature Review", Palermo Business Review No. 7 2012.
- 413- Holden, Karen, "Theories of Human Behavior and Emotions: What They Imply About the Financial Behavior of Vulnerable Populations", Center of Financial Security, CFS, 2010.
- 414- Hoppe, Eva I. & Kusterer, David, "Behavioral biases and cognitive reflection", CGS Working Paper, University of Cologne, 2010.
- 415- Hubrich, Kirstin & Tetlow, Robert J., "Financial Stress and Economic Dynamics: the transmission of crises", Finance and Economics Discussion Series Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2011.
- 416- Irving, Washington, "The Great Mississippi Bubble", EIR, Economic History, 2008.
- 417- Johnson, Dominic D. P. & Fowler, "The Evolution of Overconfidence", Macmillan Publishers Limited, Vol. 477, 2011.
- 418- Kausar, Asad & Taffler, Richard J., "Testing behavioral finance models of market under and overreaction: do they really work?", University of Manchester, Version 1.2, 2005
- 419- Kiku, Dana, "Is the Value Premium a Puzzle?", USC FBI, Finance Seminar, 2006.

- 420- Kim, Y. Han, "Self-serving attribution bias and CEO turnover: Evidence from CEO interviews on CNBC", Nanyang Business School, Singapore, yhkim@ntu.edu.sg, 2011.
- 421- Kirabaeva, Koralai, "Can Ambiguity Aversion explain the Equity Home Bias", Cornell University, 2009.
- 422- Kishore, Rohit, "Theory of Behavioral Finance and its Application to Property Market: A Change in Paradigm", Twelfth Annual Pacific Rim Real Estate Society Conference, January, 2004.
- 423- Kleymenova, Anya & Talmor, Eli & Vasvari, Florin P., "Liquidity in Secondaries Private Equity Market", London Business School, Regents Park, London, 2012.
- 424- Komulainen, Tuomas, "Currency Crises in Emerging Markets: Capital Flows and Herding Behavior", Discussion Papers, No 10, Bank of Finland, Institute for Economics in Transition, 2001.
- 425- Koning, Paul John, "Explaining the 1987 Stock Market Crash and Potential Implications", www.lopec.ca/markets/1987crash/1987crash.2001.
- 426- Kothari, S. P. & Jonathan, Lewellen & Jerold, B. Warner, "Stock Returns, Aggregate Earning, and Behavioral Finance", December, 2004.
- 427- Krahmer, Daniel & Stone, Rebecca, "Anticipated Regret as an Explanation of Uncertainty Aversion", Universität Bonn, Germany, 2010.
- 428- Langlais, Eric, "Cognitive Dissonance, Risk Aversion and Pretrial Negotiation Impass", MPRA Paper, No. 8844, 2008.
- 429- Lichtentein, Sarah & Fischhoff, Baruch & Phillips, Lawrence D., "Calibration of Probabilities: The State of the Art to 1980", Technical Report, PTR-1092-81-6, June, 1981.
- 430- Linciano, Nadia, "Cognitive Biases and Instability of Preferences in the Portfolio Choices of Rational Investor", Working Paper 66, CONSOB, 2010.
- 431- Lo, Andrew W. & Repin, Dmitry V. & Steenbarger, Brett N., "Fear and Greed in Financial Markets: A Clinical Study of Day-Traders", Sloan School of Management, Cambridge, 2005.
- 432- Lovallo, Dan & Sibony, Olivier, "The Case for Behavioral Strategy", McKinsey Quarterly, 2010.
- 433- Lutje, Torban & Menkhoff, Lukas, "What Drive Home Bias? Evidence from Fund Managers' Views", Working Paper, University of Hanover, ISSN, 2004.
- 434- Maenhout, Pascal, "Robust Portfolio Rules and Asset Pricing", RFS, Advances Access Published, 2004.
- 435- Mann, Amar & Nunes, Tony, "After the Dot-Com Bubble: Silicon Valley High-Tech Employment and Wages in 2001 and 2008", U.S. Bureau of Labor Statistics, 2009.
- 436- Markhofer, Lee, "Estimating and Forecasting Biases", www.prioritysystem.com, 2012.
- 437- Massa, M. & Simonov, A., "Behavioral biases and portfolio choice", Insead and Stockholm School of Economics, May 2004.
- 438- Mayraz, Guy "The optimism bias: experiment and model", University of Melbourne, guy.mayraz@unimelb.edu.au, 2013.
- 439- McGrattan, Ellen R. & Prescott, Edward C., "The Stock Market Crash of 1929: Irving Fisher Was Right!", Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report 294, 2001.

- 440- McTeer, Robert D.& Holcomb, Helen E.& Rosenblum, Harvey& Cox,W. Michael," Brazil: The First Financial Crisis of 1999",Federal Reserve Bank of Dallas, 1999.
- 441- Miller, Marcus& Weller, Paul & Zhang, Lei , "Moral Hazard and the US Stock Market: Analyzing the 'Greenspan put'", CSGR Working Paper No. 83/01, The University of Warwick, 2001.
- 442- Mitchell, Ronald K.& Lant, Theresa& Morse, Eric A., "Toward a Theory of Entrepreneurial Cognition: Rethinking the People Side of Entrepreneurship Research", Baylor university, ETP,2002.
- 443- Miyamoto, John, "The Availability Heuristic& the Representativeness Heuristic", Psychology 355: Cognitive Psychology, 2013.
- 444- Moen, Jon, "John Law and Mississippi Bubble: 1718-1720", Mississippi History Now, 2001.
- 445- Molz , Günter, "The Confirmation Bias: Does it Result from Mental Accounting? An Exploratory Analysis", Justus-Liebig-University Giessen, Department of Psychology, 1997.
- 446- Monti, Marco& Legrenzi, Paolo, "Investment Decision-Making and Hindsight Bias", University of Venice and IUAV , 2009.
- 447- Montier, James,"Global Equity Strategy", Dresdner Kleinwort, 2002.
- 448- Murphy, Antoin E., " The First Financial Market Bubble – Perspectives From John Law and Richard Cantillon", Fellow Emeritus Trinity College Dublin, 2010
- 449- Morrison, Gwendoly C., "The Endowment Effect and Expected Utility", Discussion Paper , No. 98/21, University of Nottingham, 1998.
- 450- Morris, Virginia B., "An Advisor' s Guid to Behavioral Finance", www.lightbulb.press.com, 2008.
- 451- Myang, Noah, "Ambiguity Aversion in Asset Market: Experimental Study of Home Bias" Working Paper, California Institute of Technology 1200 E. California Blvd, MC 228-77, 2009.
- 452- Ortoleva, Pierto S. T.,"Status quo bias, Ambiguity and Rational Choice", New York University, 2007.
- 453- Owens, Edward& Wu, Joanna Shuang, " Window Dressing of Financial Leverage", University of Rochester, Rochester, NY 14627, United States, 2011.
- 454- Owen, Sian, "Behavioral Finance and the Decision to Invest in High Tech Stocks", Working Paper No. 119, University of Technology, Sydney, 2002.
- 455- Park, Andreas &Sabourian, Hamid , "Herd Behavior in Efficient Financial Markets", working paper, <http://131.111.165.101/faculty/sabourian/resversion141206>, 2006.
- 456- Park, Andreas& SgROI, Daniel, " Herding, Contrarianism and Delay in Financial Market Trading", University of Toronto, 2009.
- 457- Park, Beum-Jo, " Herd Behavior and Volatility in Financial Markets", Dankook University, 44-1 Jukjeon-dong Yongin-si, Gyeonggi-do 448-701, South Korea. Email: bjpark@dankook.ac.kr, 2008.
- 458- Pouget, Sebastien& Villeneuve, Stephane, "A Mind is a Terrible Thing to Change: Confirmation Bias in Financial Markets", Working Paper Series, TSEWP 12-306, 2012.
- 459- Prast, Henriette, "Investor Psychology: A Behavioral Explantations of Six Finance Puzzles", Research Series Supervision, 2004.

- 460- Prentice, Kristen J.& Gold, James M.& Carpenter, William T., "Optimistic Bias in Perception of Personal Risk: Patterns in Schizophrenia", www.com/ajp.psychiatryonline.org, 2005.
- 461- Redhead, Keith, " A Behavioral Model of the Dot.Com Bubble and Crash", Coventry University Business School, 2008.
- 462- Rensselar, Jean Van, "Overcoming Confirmation Bias: And Preventing it with Smart Branding", SMART PR Communications, Info@SmartPRCommunications.com, 2013.
- 463- Ricciardi, Victor&Simon, Helen K., "What is Behavioral Finance", Business, Education and Technology Journal, 2000.
- 464- Roca, Merce& Hogarth, Robin M.& Maule, John A., "Ambiguity Seeking as a Result of the Status Quo Bias", ISSN , Leeds University Business School, Vol.1, No. 4 2004.
- 465- Sabourian, Hamid& Sibert, Anne C., " Banker Compensation and Confirmation Bias", University of Cambridge, 2009.
- 466- Sciubba, Emannela, "Behaioral Finance", Birkbeck College, www.ems.bbk.ac.uk/faculty, 2012.
- 467- Schmidt, Ulrich& Traub, Stefan, "An Experimental Test of Loss Aversion", Christian- Alberech-Universitat Zu Kiel, Germany, 2001.
- 468- Sharot, Tali, "The Optimism Bias", Time News Feed, www.com/time/printout, 2011.
- 469- Shea , Gary S., "Arbitrage and Simple Financial Market Efficiency during the South Sea Bubble: A Comparative Study of the Royal African and SouthSea Companies Subscription Share Issues", University of St. Andrews, United Kingdom, 2009.
- 470- Sheperd, James& Malone, Wendi& Sweeny, Kate, "Exploring Causes of the Self-serving Bias", Social and Personality Psychology Compass 2/2, 2008.
- 471- Siegel, Jeremy J., "The Stock Market Crash of 1987: A Macro-Finance Perspective", Victoria University, 1988.
- 472- Skala, Dorota, "Overconfidence in Psychology and Finance", MPRA, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de>, 2008
- 473- Sewell, Martin, "Behavioral Finance", University of Cambridge, 2010.
- 474- Solnik, Bruno, "Equity Home Bias and Regret: An International Equilibrium Model", Hong Kong University of Science and Technology, 2007.
- 475- Sophie, Clot& Lisette, Ibanez& Philippe, Méral& Fano, Andriamahefazafy, " How Mental Accounting Could Bias PES programs: A Natural Field Experiment in Madagascar", Preliminary version, 2013.
- 476- Sornette , Dedier & Woodard , R " Financial Bubbles , Real estate babbles , Derivative Bubbles and The Financial and economic Crisis " , CCSS Working paper series, 2010.
- 477- Sornette, Dedier, "Critical market crashes", Physics Reports 378, www.sciencedirect.com, 2003b.
- 478- Sprenger, Charles, "An Endowment Effect for Risk: Experimental Test of Stochastic Reference Point", University of California, CA 92093, 2010.
- 479- Statman, Meir, "Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements", Association for Investment Management and Research, 1999.
- 480- -----, "Cognitive Biases Series", The Monitor, Investment Management Consultant Association, IMCA, 2006.

- 481- Subrahmanyam, Avaniidhar, "Behavioural Finance: A Review and Synthesis", European Financial Management, 2007.
- 482- Thaler, Richard H., "The End of Behavioral Finance", Working Paper, Association for Investment Management and Research, 1999.
- 483- Thomaidis, Nikos S., "The Implications of Behavioral Finance for the Modeling of Securities Prices", URL: [http:// decision.fme.aegean.gr](http://decision.fme.aegean.gr), 2004.
- 484- Tronnes, Per Christen, "Consistency in Application of Auditing Standards: The Impact of Auditors' Confirmation Bias toward Prior Year Audit Opinion", University of New South Wales, Presentation at NHH: 04.02., 2010.
- 485- Tversky, Amos, "The Psychology of Risk", Association of Investment Management and Research, 1990.
- 486- Utkus, Stephen P., "Market Bubbles and Investor Psychology", Vanguard Group Inc., 2011.
- 487- Van Soest, Arthur & Hurd, Michael, "Models for Anchoring and Acquiescence Bias in Consumption Data", Working Paper, RAND, Labor and Population, 2004.
- 488- Vasile, Dedu & Sebastian, Turcan & Radu, Turcan, "A Behavioral Approach to the Global Financial Crisis", The Bucharest Academy of Economic Studies, 2011.
- 489- Voinea, Gheorghe & Anton, Sorin Gabriel, "Lessons From the Current Financial Crisis: A Risk Management Approach", University of Iași, 2010.
- 490- Wang, Daxue, "Herd Behavioral Towards the Market Index: Evidence from 21 Financial Markets", Working Paper 7769, University of Navarra, 2008.
- 491- Wang, Pengfeng & Wen Yi, "Speculative Bubbles and Financial Crisis", Working Paper, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2009
- 492- Wang, Limin & Cao, Shinan & Zhou, Jiqui, "A New Experimental Method for Behavioral Finance", IEEE, University of Science and Technology, Beijing, 2010.
- 493- Weinberg, Bruce A., "A Model of Overconfidence", Working Paper, Institute for the Study of Labor, www.ECONSTOR.EU, 2009
- 494- Wenjuan, Zhu & Jun, Tian & Ying, Chen, "An analysis of herding behavior under cognitive bias structure—a stock market case study". International Conference, 2010.
- 495- Wright, Terry, "The Top Investor Behavioral Biases", National Bank Financial, www.terrywright.ca, 2012.
- 496- [www.en.wikipedia.org/wiki/black-Monday-\(1987\)](http://www.en.wikipedia.org/wiki/black-Monday-(1987)), 2013a.
- 497- www.en.wikipedia.org/wiki/south-sea-company, 2013b.
- 498- www.en.wikipedia.org/wiki/hscb, 2013d.
- 499- www.Wikipedia.org/wiki/dot-com.bubble, 2013c.
- 500- Zadehfar, Mahmood Yahya & Ghayekhloo, Sara & Sadeghi, Tanaz, "The Influence of Investor Psychology On Regret Aversion", University of Mazandaran, Babolsar, Iran, 2012.

الملحق (1) المحكمون لأداة القياس

ت	اللقب العلمي	الاسم الثلاثي	الاختصاص	مكان العمل
1	استاذ	د.عباس حسين جواد الحميري	أدارة عامة	جامعة بابل- كلية الادارة والاقتصاد
2	أستاذ	د.حمزة محمود الزبيدي	أدارة مالية	الجامعة المستنصرية- كلية الادارة والاقتصاد
3	أستاذ	د.حاکم محسن محمد	أدارة مالية	جامعة الكوفة- كلية الادارة والاقتصاد
4	أستاذ	د.عبد السلام لفته	إدارة مصارف	جامعة بغداد- كلية الادارة والاقتصاد
5	أستاذ	د.عبد الحسين حسن حبيب	احصاء	جامعة كربلاء- كلية الإدارة والاقتصاد
6	أستاذ	د. عواد كاظم الخالدي	احصاء	جامعة كربلاء- كلية الإدارة والاقتصاد
7	أستاذ	د. عبد الستار حمود الجنابي	علم نفس	جامعة كربلاء- كلية التربية
8	استاذ مساعد	د. هشام طلعت	ادارة مالية	الجامعة المستنصرية- كلية الادارة والاقتصاد
9	أستاذ مساعد	د. أياد طاهر محمد	ادارة مالية	جامعة بغداد- كلية الادارة والاقتصاد
10	أستاذ مساعد	د. رعد الجبوري	ادارة مالية	جامعة بغداد- كلية الادارة والاقتصاد
11	أستاذ مساعد	د. عدنان مارذ	علم نفس	جامعة كربلاء- كلية التربية
12	أستاذ مساعد	د. أحمد الازيرجاوي	علم نفس	جامعة كربلاء- كلية التربية

الملحق (2) استمارة الاستبانة

بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة كربلاء

كلية الادارة والاقتصاد

قسم ادارة الاعمال / الدراسات العليا

م/ استبانة

السادة المستثمرين في سوق الاسهم

السلام عليكم ورحمة الله وبركاته

بين أيديكم الاستبانة التي اعدت لقياس متغيرات اطروحتنا الموسومة ب " التحيزات الإدراكية في قرارات المستثمرين في سوق الأسهم بإطار مدخل المالية السلوكية: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية". وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الدكتوراه فلسفة في ادارة الاعمال ، وبما انكم المعنيون بالامر ولكونكم الاقدر من غيركم على الاجابة، يرجى منكم الاجابة على فقراتها بكل دقة وموضوعية .

ونود ان نبين بانه لا توجد حاجة لذكر الاسم ، حيث تستخدم المعلومات لأغراض البحث العلمي فقط وتنتم بالسرية والكتمان التام.

نثمن ونقيم سلفاً اراءكم وتعاونكم معنا

الباحث

طالب الدكتوراه

علي أحمد فارس

جامعة كربلاء / الادارة والاقتصاد

المشرف

الاستاذ المساعد الدكتور

ميثم ربيع هادي

جامعة كربلاء / الادارة والاقتصاد

أولاً : معلومات شخصية

يرجى وضع اشارة (✓) في المربع المناسب

1	الجنس	ذكر	انثى
---	-------	-----	------

2	الفئة العمرية (سنة)	أقل من 30	- 30
		- 35	-40
		-45	أكثر من 50

3	تاريخ العمل الاستثماري	أقل من 5	-5
		-10	-15
		-20	أكثر من 25

4	حجم المحفظة بالمليون	أقل من 5	- 5
		- 10	-15
		-20	أكثر من 25

5	نوع الاستثمارات	اسهم قطاع الصناعة	أسهم قطاع الفنادق والسياحة
		أسهم قطاع المصارف	أسهم قطاع الخدمات
		أسهم قطاع التأمين	أسهم قطاع الاستثمار
		أسهم قطاع الاتصالات	أسهم قطاع الزراعة

ثانياً: فقرات الاستبانة

1) على فرض انك وصديقك في مكتبة في المنصور لشراء كتاب مهم ترغب بقراءته ووجدت سعر الكتاب 50000 دينار. وكانت لديك رغبة بالدفع والشراء. وبهذه اللحظة سمعت من صديقك بانه وجد هذا الكتاب في شارع المتنبى بسعر 20000 ، فهل تترك المكتبة وتقرر الذهاب الى شارع المتنبى وشراء الكتاب من هناك .

a- لا b- لا ادري c- نعم

2) على فرض انك في سوق مواد منزلية في المنصور لشراء شاشة تلفزيونية فائقة وكان سعرها 1250000 دينار وانت مستعد وراغب بدفع هذا الثمن وقبل الشراء قال لك رفيقك بانه وجد هذه الشاشة نفسها في سوق الشورجة بسعر 1220000 دينار . فهل تترك هذا السوق وتتوجه لسوق الشورجة لشراء الشاشة من هناك .

a- نعم b- لا ادري c- لا

3) على فرض انك اشتريت تذكره لدخول مسرحية جميلة تعرض في المسرح الوطني وعند وصولك وجدت انك فقدت تذكرتك . وانت دفعت 20000 دينار للتذكرة واكتشفت ان هناك مقاعد اضافية متوفرة وبالسعر نفسه فهل تشتري تذكرة اخرى من باب المسرح لرؤية المسرحية .

a- اشترى b- لا ادري c- لا اشترى

4) على فرض انك لم تشتري اي تذكره ولكنك تخطط لشراء تذكره من بوابة المسرح بسعر 20000 دينار. تتفاجيء بفقدانك لمبلغ 20000 دينار وأنت في الطريق . وهناك صراف آلي قريب يمكن ان تحصل منه على النقد وتشتري التذكرة . فهل تسحب الاموال من الصراف الآلي وتشتري التذكرة .

a- لا اشترى b- لا ادري c- اشترى

5) انت ترغب بشراء سيارة موديل A بالمواصفات التي ترغب بها بسعر \$10000 . ولانك محظوظ فقد ربحت قبل ساعتين مبلغ \$1000 من لعبة يانصيب . وعند وصولك وجدت ان هناك موديل B للسيارة وبه مواصفات افضل ولكن سعره \$10500. بوجود المبلغ المجاني الذي حصلت عليه من اليانصيب فهل تشتري الموديل الجديد ؟

a- لا اشترى b- لا ادري c- اشترى

6) على فرض انك ترغب بشراء سيارة موديل A بالمواصفات المطلوبه بسعر \$10000 . وانت في المنزل ترتدي البدلة وجدت فجأة مبلغ \$1000 داخل جيب البدلة وتذكرت بانه مبلغ منحك اياه ابوك كأحتياطي لظروف صعبة قد تواجهها. وعند وصولك لمعرض بيع السيارات عرض عليك موديل جديد B بسعر \$10500 وبه مواصفات افضل من الموديل A. فهل تشتري الموديل الجديد بدلاً من الموديل A .

a- اشترى b- لا ادري c- لا اشترى

7) على فرض ان لديك فرصة في الاستثمار في الصندوق M. والذي له معدل عائد سنوي 6% خلال السنوات العشر الماضية. مع انحراف معياري 10%. فإذا استمر الصندوق بالاداء الثابت يمكن ان تتوقع ان ثلثي كل العائدات تقع بين 4-% و 16%. ما مقدار الراحة التي تشعر بها بالاستثمار في هذا الصندوق .

a- عدم الارتياح b- راحة الى حد ما c- الارتياح .

8) على فرض ان لديك فرصة للاستثمار في الشركة M والتي لها معدل عائد سنوي 6% خلال السنوات العشر الماضية مع انحراف معياري 10%. فإذا استمرت الشركة بالاداء نفسه يمكن ان تتوقع بمعدل 95% ان كل العائدات تقع بين 14-% و 26%. ما مدى الراحة التي تشعر بها في هذا الاستثمار .

a- الارتياح b- راحة الى حد ما c- عدم الارتياح

9) على فرض انك تستعد للتقاعد. وانت تحتاج 50 مليون دينار سنوياً للعيش براحة ، ولكنك يمكن ان توفر احتياجاتك الاساسية بـ 40 مليون فقط ويمكن ايضاً ان تعيش باقل ما يمكن بمبلغ 30 مليون . وافترض عدم وجود تضخم . اي الخيارين الآتيين ستختار .

a- 50% فرصة ان تحصل على 50 مليون . و 50% تحصل على 30 مليون سنوياً .

b- لا فرق عندي

c- دخل مضمون يبلغ 40 مليون سنوياً – يعطيك فرصة العيش دون مخاطرة .

10) على فرض انك تستعد للتقاعد. وانت تحتاج 50 مليون دينار سنوياً للعيش براحة ، ولكنك يمكن ان توفر احتياجاتك الاساسية بـ 40 مليون فقط ويمكن ايضاً ان تعيش باقل ما يمكن بمبلغ 30 مليون . وافترض عدم وجود تضخم . اي الخيارين الآتيين ستختار .

a- ضمان دخل كافٍ لتغطية احتياجاتك فقط ولكن مع عدم وجود نمط الحياة المريح .

b- لا فرق عندي

c- لديك فرصة لتعيش اسلوب حياة أفضل مع احتمالية 50% لان تحصل على اقل ما يمكن من الدخل المقبول و 50% تتمتع بنمط حياة مريحة ترغب به مع دخل يبلغ 50 مليون.

11) على فرض لديك خطة لاستثمار 50 مليون دينار . ولديك بديلين ايهما ستختار .

a- لديك فرصه 50% ان تحقق 70 مليون دينار و 50% ان تحقق 35 مليون دينار .

b- لا فرق عندي

c- ان تتأكد بأن اموالك ستعود اليك كاملة على الاقل – حتى لو لم تحقق اي ربح .

12) على فرض ان لديك خطة لاستثمار 70 مليون دينار. ولديك بديلين لتختار بينهما .

a- انت متأكد من انك ستخسر فقط 10 مليون دينار وتحصل على 60 مليون دينار فقط .

b- لا فرق عندي

c- تدخل مرهنة بنسبة 50 – 50 بحيث تحصل اما على 75 مليون او 50 مليون .

13) اختر واحدة من النتائج الآتية :

a- فرصه 25% ربح \$2000 . و 75% لعدم ربح شيء .

- b- لا فرق عندي
c- ربح اكيد بمقدار \$475 .
14 اختر احد البدائل الآتية:
a- خسارة اكيدة لمبلغ \$725 .
b- لا فرق عندي
c- 75% احتمالية لخسارة \$1000 . و 25% عدم خسارة شيء

15 طرح عليك فكرة لتبديل محل عملك بمكان جديد يعد بالكثير من النشاطات التجارية في المستقبل وباحتمالات عوائد أكبر ولكن بمنطقة بعيدة عن منطقتك الحالية وغريبة عنك بعض الشيء وأنت مستقر بمكانك الحالي رغم أن أرباح العمل به أقل مما يعد به المكان الجديد. تختار:

- a- الانتقال الى المكان الجديد.
b- لا فرق عندي
c- البقاء في مكاني الحالي .

16 تحتوي محفظتك حالياً على سند شركات عالي الجودة والسند يقدم لك دخلاً ثابتاً أنت سعيد به. وقد قدم لك مستشارك نصيحة بعد تحليل سنداتك بأن تبديل سندات الشركات بسندات حكومية بالجودة نفسها مقدراً أنك ستحصل على عائد أفضل بعد الضرائب والاجور . ولكنك لا تألف السندات الحكومية . ما استجابتك المحتملة .

- a- ابيع سندات الشركات واشتري السندات الحكومية.
b- لا فرق عندي
c- احافظ على الاوضاع مثلما هي .

17 على فرض أنك ورثت اسهم في شركات معينة عن عمك المتوفي . وعند مناقشة الموجودات مع المستشار المالي وجد ان محفظتك تمتلك اصلاً من هذه الاسهم . ونصحك ببيع الاسهم التي ورثتها ما استجابتك .

- a- تباع الاسهم كما نصحك المستشار المالي .
b- لا فرق عندي
c- تحتفظ بها لانك لا ترغب ببيع او تعديل الاشياء التي منحك اياها اناس تفتقدهم .

18 على فرض أنك ورثت من عمك الراحل 100 حصة في شركة IBM واخبرك المستشار المالي بانك تمتلك اصلاً اسهم تكنولوجيا كثيرة في محفظتك و عليك بيع الحصص التي ورثتها من عمك ، ما قرارك المحتمل .

- a. اصغي لنصيحة المستشار المالي وبيع هذه الحصص .
b. ابيع بعض اسهم التكنولوجيا مقابل الاحتفاظ ببعض اسهم IBM
c. ارغب بالاحتفاظ بجميع هذه الحصص لاني ورثتها من انسان عزيز علي .

19 افترض بانك اشترت سندات حكومية عالية الجودة مألوفة لديك وهي تقدم دخلاً ثابتاً. وقد قام المستشار المالي بتحليل السندات التي تملكها ونصحك بابدال هذه السندات بسندات شركات غير مألوفة لديك بمستوى الجودة نفسه وتقدم عائداً أفضل قليلاً من السندات الحكومية. ما استجابتك لذلك .

- a. ابيع السندات الحكومية واشتري سندات الشركات حتى لو لم تكن مألوفة لدي .
b. اصنع توليفة من النوعين من السندات
c. احتفظ بالسندات الحكومية لانها مألوفة لدي .
- (20) افترض انك اشترت 100 حصة في شركة بيبسي بحساب قمت انت بفتحه ودفعت عمولة لذلك. وبعد مدة قصيرة من الشراء ادركت بانك قد غفلت في لحظة عن انك تملك 100 حصة اخرى من الشركة نفسها في حساب اخر وان شراء الحصص الجديدة سبب عدم توازن في محفظتك الكلية. فما استجابتك لذلك .
- a. لن ارتاح من عدم التوازن في المحفظة وسأبيع اسهم بيبسي حتى لو اضطررت لدفع عمولتين للشراء والبيع .
b. ابيع جزء من الاسهم التي اشترتها واحتفظ بالجزء الباقي.
c. لأنني دفعت عمولة وأنا احب اسهم بيبسي سأحتفظ بالاسهم الجديدة حتى لو سببت عدم توازن في محفظتي الكلية .

- (21) افترض انك اشترت سهم A وقد ازدادت قيمته من خلال الاشهر الاثني عشر اللاحقة بنسبة 10%. وانت تعتزم بيع اسهم A لاغراض اعادة موازنة للمحفظة ولكنك قرأت فقرة في مجلة تهتم بشؤون الاسواق المالية احدثت عندك تفاؤل جديد بأن سعر السهم A سيرتفع اكثر . اي الاجابتين الاتيتين تصف استجابتك المحتملة مع المعلومات السابقة المتوفرة لديك والمعلومات الجديدة .
- a- سأبيع السهم فقط دون اي افكار ثانوية بغض النظر عما سيحدث للسهم A بعد البيع.
b- سأبيع. ولكن سألوم نفسي اذا بعت الان وارتفع السعر لاحقاً.
c- اعتقد بانني سأحتفظ بالسهم وابع لاحقاً. لاني سألوم نفسي اذا بعت الان واستمر السهم بالارتفاع.

- (22) على فرض انك قررت شراء 200 سهم لشركة A . وقد اشترت الان 100 سهم بسعر 30 دينار وتخطط للانتظار عدة ايام قبل شراء 100 اخرى . وافترض انه بعد شرائك المائة الاولى بقليل انخفض سعر السهم الى 28 دينار دون تغيير في الاساسيات. اي الاجابات الآتية تطابق افكارك في هذه الحالة .
- a- سأشتري الاسهم المائة الاخرى. حتى لو انخفضت دون 28 ديناراً لا اعتقد اني سأعاني من ندم كبير.
b- اشتري المائة الثانية. اذا انخفضت اسعار الاسهم اقل من 28 ديناراً سأندم على قراري.
c- انتظر حتى يبدأ سعر السهم بالرجوع صعوداً قبل شراء المائة الباقية . انا لا ارغب برؤية سعر اسهم الشركة تنخفض اقل من 28 ديناراً لاني قد اندم على الشراء المائة الاولى.

- (23) افترض انك قررت استثمار 5 مليون دينار في سوق الاسهم . وكانت خياراتك بين شركتين : شركة A الكبيرة وشركة B الصغيرة . وطبقاً لحساباتك كلا السهمين لهما المخاطرة نفسها ودفعات العائد . شركة A معروفة والعديد من المستثمرين المعروفين يستثمرون بها اما شركة B فهي شركة جيدة ولكن ليس لديها الشهرة نفسها والقليل من المستثمرين المعروفين يستثمرون بها . اي الاجابات تطابق افكارك في هذه الحالة .

- a- سأشعر بالسواء (عدم الفرق) بين الاستثمارين لان كلاهما لهما المؤشرات المتوقعة من العائد والمخاطرة نفسها.
- b- الاكثر احتمالاً استثمر في شركة A الكبيرة لاني اشعر بالامان للقرار نفسه الذي يتخذه اغلب المستثمرون الكبار . فاذا انخفضت قيمة اسهم A فلن اكون الوحيد في الخسارة بل سأشارك كبار المحترفين الانكباء وعندها نادراً ما الوم نفسي على القرار السيء .
- c- استثمر في الشركة A الكبيرة لاني اذا استثمرت في الشركة B الصغيرة . وفشل الاستثمار قد اشعر بالحماسة . واندم كثيراً على عدم اتباع الاغلبية .

24) على فرض انك مشجع كبير لنادي الشرطة . وتجلس في الملعب مباشرة قبل مباراة الفريق مع فريق اخر واقرب منك شخص لا تعرفه وعرض عليك المراهنات الآتية . اولاً سألك عن ارجحية ربح فريق الزوراء هذه الليلة . وقد اعطيت نسبة 50% لفوز الشرطة لانه يلعب مع فريق مهم اخر هو الطلبة، ورغم ان تسلسله في وسط الترتيب الا انه يملك فريقاً محترماً .

بعدها سألك الشخص اذا كنت تفضل المراهنات بالنقود على المباراة اعتماداً على هذه الاحتمالية. وانت تشعر بالثقة في تقديراتك وتوافق على الرهان . وبالوقت نفسه اقترح عليك الرجل ان تلعب بدل ذلك بلعبة آلة الحظ الالكترونية. اذ تدفع الآلة كل مرة تظهر بها ثلاث تفاحات وهذا يحدث 50% من الوقت. وعلى فرض ان مبلغ الرهان متساوي في الحالتين . فاي الرهانات ستختار .

a- المراهنات على مباراة الكرة b- عدم المراهنات c- المراهنات بالآلة اليانصيب

25) نفس السيناريو في السؤال الاول . ولكن هناك بعض الاختلاف : افترض بانك ليس مجرد مشجع مهم للفريق ولكن كنت من المشاركين في جميع أنشطة الفريق وادارته وتعلم جميع المنافسين في الدوري بشكل جيد جداً . وتوقعك هذه المرة كان 67% لصالح الشرطة . ولانك تعلم الكثير عن الفريق وتمتلك ثقة كافية بالاجابة عن هذا الرهان . وعلى فرض كما في السؤال الاول طلب منك الاشتراك في لعبة آلة الحظ وبالطريقة السابقة نفسها ولكن احتمالية ظهور ثلاث تفاحات بوقت واحد هي 70%. فاي المرهانات ستختار ؟

(a) المراهنات بالآلة اليانصيب (b) عدم المراهنات c- المراهنات على مباراة الكرة

26) لديك استثمارات بأسهم شركة عراقية تدعى (Y) ولديك علم بكل التقارير المالية والوضع المالي لهذه الشركة وتوفرت لك اموال اضافية ترغب باستثمارها هل تستثمر .

(a) في شركة (X) الاردنية التي وصلت لديك تقارير عن ادائها الممتاز في السوق الاردنية .

(b) لن استثمر الاموال الاضافية

(c) في الشركة (Y) نفسها

27) ضع تقديرات عليا ودنيا للمسافة بين الارض والقمر بالكيلومتر. تقع بين الرقمين من ----- الى ----- . متأكد من الاجابة بنسبة

a- 0% b- 50% c- 100%

28) ما مقدار السيطرة التي تمتلكها وفقاً لاعتقادك أنت، بصنع استثمارات ستؤدي بشكل جيد بالسوق؟

a- ليس لدي سيطرة مطلقاً b - عندي القليل من السيطرة c- مقدار كبير من السيطرة

29) نسبة إلى باقي سائقي السيارات في الشارع . ما مدى جودة قيادتك للسيارة ؟

a- أقل مستوى من كثير من السائقين b - مهارتي مثل باقي السائقين c - أفضل من كثير من السائقين

30) على فرض أنك قرأت العبارة الآتية ((سيدني هي عاصمة استراليا)) هل توافق ام لا توافق على ذلك ؟ وهل انت واثق من اجابتك بنسبة

a - 0% b - 50% c - 100%

31) ماهو تقديرك الشخصي لمستوى مهارتك الاستثمارية ؟

a- غير ماهر b - ماهر c- ماهر جدا

32) كان حجم التداول في سوق الاسهم للشهر الماضي أعلى من الاعتيادي، ما رد فعلك على ذلك

a- أقل من عدد الاسهم التي احتفظ بها c- لا أجري تغيير c- أزيد من عدد الاسهم التي احتفظ بها

33) اذا ازدادت طلبات أوامر الشراء في بداية الجلسة تعمل على

a- البيع b- عدم القيام بشيء c- الشراء

34) كان متوسط السعر اليومي لسهم معين مؤخراً كالاتي: 24 26 21 20 20 23 28 23 22 23 20

عندها انت تقرر

a- لا تستثمر لانك لا ترى اتجاه واضح لسعر السهم

b- الاستثمار بهذا السهم لان الايام الاخيرة اظهرت صعودا واضحا لسعر السهم

c- الاستثمار في هذا السهم لانه يظهر اتجاها صاعدا بشكل عام

35) تمتلك 500 سهم في شركة سمعت عنها اشاعات عن مشاكل في وضعها المالي غير

الصحي. انت تقرر

a- تتجاهل الموضوع عند اتخاذ اي قرار لانها مجرد اشاعات.

b- شراء أسهم أكثر لهذه الشركة قبل ان يرتفع سعرها

c- ابيع أسهم الشركة قبل ان ينخفض سعرها أكثر.

36) عندما تختار بين الاسهم الافضل للاستثمار ، تفضل:

a- الاسهم التي جمعت عنها معلومات جيدة.

b- الاسهم التي يوصي بها المحللين الماليين

c- الاسهم التي يستثمر بها أغلب الافراد الان

37) لو رميت قطعة نقود معدنية ست مرات، أي من الحالات الآتية تعتقد أنها الأكثر ظهوراً؟ (اختر واحدة فقط)

- a- صورة - صورة - صورة - صورة - صورة - صورة
b- صورة - صورة - صورة - صورة - صورة - صورة
c- صورة - صورة - صورة - صورة - صورة - صورة

38) إذا حققت أرباحاً من محفظة الاسهم الخاصة بك، فهل تعمل على:

- a- تقليل عدد الاسهم في المحفظة b- عدم إجراء تغيير c- زيادة عدد الاسهم

39) إذا ادركت أن أحد الاسهم التي تحملها قد تناقص سعره بشكل كبير تعمل على:

- a- زيادة عدد الاسهم في المحفظة b- عدم إجراء تغيير c- تقليل عدد الاسهم

40) إذا ازدادت قيمة مؤشر سوق العراق للاوراق المالية خلال الأشهر الستة الماضية فهل تتوقع لها أن:

- a- تتناقص في الشهر القادم b- تبقى على حالها مثل السابق c- تستمر بالزيادة للشهر القادم

41) إذا تناقصت قيمة مؤشر سوق العراق للاوراق المالية خلال الأشهر الستة الماضية فهل تتوقع لها أن:

- a- تزداد في الشهر القادم b- تبقى على حالها c- تستمر بالتناقص للشهر القادم

42) على فرض أن لديك بعض النقود يمكن أن تستثمرها وسمعت عن معلومات سرية عن سهم جيد جداً من جارك المعروف بأن لديه حس قوي بسوق الاسهم . وقد اوصاك بشراء حصص في شركة X وهي شركة تصنع نوعاً جديداً من سائل اشعال فحم افران الشواء . ما استجابتك لهذا الموقف ؟

- a. لا أقوم بأي إجراء.
b. من المحتمل أن أعدها نصيحة وأرجع للبيت لأجري بحوث إضافية قبل أن اتخذ القرار .
c. اشتري بعض هذه الاسهم لأن جاري عادة ما يكون محقاً عن هذه الامور.

43) على فرض أنك تخطط لشراء سهم في شركة ادوية تدعى (X) . ارسل لك صديقك تقرير عن الشركة واعجبت بهذا التقرير لذلك تخطط لشراء 100 سهم . قبل أن تعمل ذلك مباشرة تسمع من الاخبار ان هناك شركة اخرى تسمى (Y) سجلت مؤخراً إيرادات كبيرة وارتفع سعرها بمقدار 10% بسبب هذه الاخبار. ماهي استجابتك للموقف ؟

- a. اشتري سهم Y بدلاً من سهم (X) لأن سهم Y تبدو أكثر فائدة وأنا ارجب بشراء الاسهم الافضل .
b. اتوقف قبل شراء اسهم الشركة (X) واحاول البحث عن معلومات عن الشركة Y قبل أن اشتري اسهم (X) .
c. تعدّ هذه المعلومات تأكيداً على ان مجال الادوية هذه مجال ممتاز للاستثمار وتستمر في اجراءات شراء اسهم الشركة (X) .

44) عندما تزداد قيمة مؤشر سوق العراق للاوراق المالية في يوم معين تفضل:

- a- البيع b- عدم التصرف c- الشراء

45) اذ انخفضت قيمة المؤشر يوماً تفضل :

- a- الشراء b- عدم التصرف c- البيع
46 اي وسائل النقل الآتية أكثر خطورة برأيك؟
a- السيارات b- البواخر c- الطائرات

47 بعد صنع استثمار معين ، افترض انك سمعت تقارير اخبارية عن مضامين سلبية بخصوص النتائج المحتملة للاستثمار الذي صنعه .

الى اي مدى سنبحت عن معلومات تؤكد ان قرارك الاستثماري قرار سيء ؟

a- محتمل جدا ان افعل ذلك b- محتمل ان افعل ذلك c- لن افعل ذلك ابداً

48 عندما تزداد عائدات محفظتك الاستثمارية، هل يخطر ببالك بان التغيير في اداء المحفظة كان بسبب :

a- الحظ b- توليفة بين المهارة والحظ الجيد c- مهارتك الاستثمارية

49 بعد اجراء عملية تداول ناجحة ، ما احتمالية سرعة ان تضع ارباحك في عملية تداول اخرى بدلاً من ان تتركها جانباً حتى تتأكد من وجود استثمار جيد اخر .

a. انتظر حتى اجد استثمار ارجب به فعلاً قبل صنع استثمار جديد .

b. اجري توليفة من (a) و (b) .

c. عندما ابيع استثماراً مربحاً ، استثمر النقود فوراً في استثمار اخر .

50 أهتم كثيراً بكيفية حكم الآخرين على قراراتي وسلوكياتي ؟

a- لا b- غالباً c- نعم

51 ما سبب عدم النجاح في بعض استثماراتك حسب اعتقادك

a- أخطائي الشخصية

b- سوء أداء السوق الكلي بشكل عام

النصائح غير الصحيحة من قبل المحللين

52 على فرض انك قررت بيع منزلك وشراء منزل اخر في المدينة اقل سعراً. انت لا

تشعر بالاستعجال الكبير للبيع ولكن الضرائب المرتبطة به اخذت الكثير من التدفقات

النقدية الشهرية الخاصة بك لذلك رغبت بالتخلي عن المنزل بأسرع وقت ممكن . وكيل

العقارات والذي تعرفه منذ سنوات وضع سعر 90مليون دينار للمنزل وهذا سعر فاجنك

كثيراً لانك اشتريته بسعر 25مليون قبل 15 سنة . وعند وضع وضع المنزل في السوق

انتظرت لبضعة اشهر ولم تستلم اي طلب شراء . وفي احد الايام اخبرك وكيلك للعقارات

بان احدي الشركات المهمة في المدينة اعلنت افلاسها . واصبح اكثر من 7500 عامل

خارج العمل . وقد قدر وكلاء العقارات بان هذا الحدث سيقفل من العقارات المحلية

بمقدار 10% لذلك اخبرك ان تحدد السعر الذي ترغب بيع المنزل به اعتماداً على هذه

المعلومات الجديدة . وانت اخبرته بانك ستفكر بالموضوع وترد عليه بعد مدة قصيرة .

السؤال : على فرض ان منزلك على المعدل من ناحية الجودة وامكانية البيع ما نشاطك

الاتي :

a- تقليل السعر الى 75مليون دينار لانك ترغب بضمان الحصول على مشتري .

b- تقليل السعر بنسبة 10% ليصبح 81 مليون دينار .

- c- الحفاظ على نفس السعر للمنزل اي 90 مليون دينار .
- (53) افترض إنك واجهت الحالة الآتية: اشتريت أسهم بسعر 50 ديناراً قبل شهر وهو اليوم بسعر 40 ديناراً، وبعد شهر من الآن تتوقع أما زيادة بمقدار 10 دينار (ليعود لسعر 50)، أو نقصان بمقدار 10 (ليصبح 30) وباحتمالية 50-50. أختار أحد الاجابات
- a- ابيع الاسهم الآن وأحقق خسارة بمقدار 10 دنانير لكل سهم
b- لا املك قرار ملائم
c- أحتفظ بالاسهم لشهر قادم معتمدا على احتمالية رجوعه لسعر الشراء الاولي 50 دينار
- (54) على فرض أن مؤشر سوق العراق قد إزدادت قيمته خلال الايام الثلاثة الماضية وبشكل مستمر. ما احتمالية ان تزداد قيمته ايضاً لليوم الآتي
- a- 0%
b- 50%
c- 100%
-

- (55) انت تعيش في بغداد وتوقعت التالي ((اعتقد انها ستمطر كثيراً هذا العام)) . وعلى فرض انك اصبحت في شهر كانون الاول ولم تسقط امطار لغاية هذا الوقت . ماهو رد فعلك الطبيعي لهذه المعلومات .
- a. التنبؤ خاطيء ولو كان الشتاء يندر بأمطار ماء، لكان سقطت الان .
b. مازال هناك وقت لسقوط بعض الامطار على الاقل .
c. مازال هناك وقت لهطول الكثير من الامطار .
- (56) عند سماعك لاجبار جديدة بان هناك مؤثرات سلبية عن اسعار الاستثمارات التي تملكها ، ماهو رد فعلك الطبيعي لهذه المعلومات .
- a. اعيد تقييم شرائي للاسهم، واقوم باتخاذ قرارات جديدة عن الخطوة الآتية اعتماداً على كل الحقائق الموضوعية المتوفرة .
b. اعيد تقييم الاسباب التي جعلتني اشترى هذه الاسهم ولكن ابقى محتفظاً باستثماراتي لأنني ابقى معتقداً بالنجاح الممكن لهذه الشركة .
c. اميل لتجاهل هذه المعلومات، لأنني قمت بالاستثمار فعلاً وحددت بان هذه الشركة ستنجح بالنهاية .
- (57) عندما تحصل على معلومات خارجية بإمكانية حصول مضامين سلبية عن سعر السهم الذي تملكه ، ما مدى سرعة استجابتك لهذه المعلومات .
- a. استجيب دائماً دون تأخير .
b. احياناً ، انتظر تأكيد السوق لهذه المعلومات و احياناً اخرى استجيب دون تأخير .
c. انتظر حتى تتأكد لدي هذه المعلومات من السوق وبعدها اقرر .
-

- (58) على فرض طلب منك اختيار شركة وساطة للتعامل معها اعتماداً على سجلات الاداء لهذا الشركة. ما قرارك الاكثر احتمالاً .

a- البحث في سجلات لمدة طويلة جدا قد تصل لخمس سنوات سابقة حتى لو لم تكن تركز هذه السجلات على الاداء الحالي .

b- البحث في سجلات الصندوق لمدة متوسطة تصل لثلاث سنوات سابقة وهي تقدر الاداء الحالي والتاريخي للصندوق .

c- البحث في سجلات الصندوق لمدة سنة لمعرفة كيفية اداء الصندوق في الوقت الحالي .

(59) كيف ترتب استجابتك للتجارب الماضية

a- أهتم بالتجارب الاقدم لانها الاعمق تأثيرا

b- لافرق عندي بين التجارب القديمة والحديثة

c- أهتم بالتجارب الحديثة أكثر لانها الاكثر تأثيرا

(60) تعتمد في تقييماتك الاستثمارية على البيانات الماضية الخاصة بأداء الشركات لمدة

a- ثلاث سنوات فأكثر b- سنة c- ستة أشهر

(61) على فرض انك اشترت اسهم وازدادت قيمتها بعد ذلك. ولكن الزيادة في القيمة لم

تكن بسبب تقديراتك الشخصية. ماهي استجابتك لذلك .

a- حتى لو ارتفع سعر السهم انا اهتم بالعوامل التي كنت اظن بانها سترفع من سعر السهم. واحاول مراجعة الاسباب التي قادت لشراء السهم واحاول فهم سبب زيادة سعره. وبشكل عام سأكون اكثر حذراً في المستقبل.

b- لا ادري كيف استجيب

c- لا اشغل بالي بأسباب ارتفاع سعر السهم. فمعنى ارتفاع سعر السهم ان استثماري كان جيداً وهذا يجعلني اكثر ثقة عن الاستثمارات القادمة التي اجريها .

(62) على فرض انك اشترت اسهم وانخفضت قيمتها ما استجابتك لهذه الحالة ؟

a- ارغب بالبحث والاستكشاف وتحديد سبب فشل الاستثمار. واهتم جداً بالاطفاء المسببة لذلك .

b- لا ادري كيف استجيب

c- بشكل عام لا الوم نفسي – اذا لم تعمل الاسهم بشكل جيد فقد ذلك يسبب الحظ السيء . ابيع السهم واستمر في عملي بدلاً من البحث عن تفاصيل اسباب عدم نجاح الاستثمار .

(63) على فرض انك تبحث عن مدير مالي لتضمين محفظتك. وقد اقترح مستشارك المالي

وهو مدير لاسهم شركات برأس مال كبير Large cap value . ما طريقتك لاختبار اداء المدير .

a- انا ابحت عن العائدات وهي مهمة ولكن ابحت ايضاً عن الاستراتيجية التي يستخدمها المدير واحاول تحديد ماكان يعمله خلال المدة السابقة وفي اي الشركات استثمر وما الاستراتيجيات القوية التي استخدمها .

b- لا ادري كيف استجيب

c- ابحت اولاً عن سجلات المدير مقارناً اداءه مع نقطة مرجعية. لا اشغل نفسي بالاستراتيجية التي يستخدمها هذا المدير. فالنتائج الجيدة التي حققها هي الالم. فاذا وضعت العائدات انطبعا جيداً في ذهني سأختار هذا المدير.

64) على فرض انك استثمرت في ورقة مالية بعد بحث دقيق. واليوم قرأت في الصحافة ان الشركة التي استثمرت بها تعاني من مشاكل في خط المنتج الرئيسي بها وفي مقطع اخر من المقالة تم وصف المنتج الجديد الذي يمكن ان تطرحه الشركة لاحقاً هذا العام . ما استجابتك الطبيعية لذلك؟ .

- a- اهتم بالملاحظة عن المشكلة في خط الانتاج للشركة وابحث في هذه الفقرة اكثر .
- b- لا اهتم بالفقرتين
- c- آخذ الملاحظة عن المنتج الجديد وابحث عن هذه الفقرة اكثر .

65) على فرض انك استثمرت في ورقة مالية بعد بحث دقيق. وازدادت قيمة الاستثمار ولكن ليس للسبب الذي توقعته انت (على سبيل المثال كنت تتوقع ان ترتفع قيمة الاستثمار بسبب طرح خط انتاجي جديد في الشركة ولكن اكتشفت ان الزيادة كانت بسبب الاداء الجيد للخط القديم) . فما استجابتك الطبيعية لذلك؟

- a- رغم اني سعيد بالزيادة ولكن اهتم بالاستثمار واقوم ببحوث اضافية لتأكيد المنطق الذي اعتمد عليه في اختيار هذه الاسهم .
- b- لا اهتم بالموضوع
- c- ما دامت الشركة تؤدي جيداً فهذا يؤكد ان اختياري لها كان صحيحاً .

66) على فرض انك قررت الاستثمار في الذهب كعملية تحوط ضد التضخم . بعد أن قمت ببحث دقيق عن العلاقة بين قيم الذهب ومستويات التضخم . وبعد ثلاثة اشهر ادركت ان اسعار الذهب ارتفعت ولكن دون تغيير مكافئ في مستويات التضخم . وانت لم تتوقع ذلك كيف تستجيب؟

- a- اقوم بالبحوث لتحديد اسباب عدم ارتباط اسعار الذهب مع التضخم كما توقعت سابقاً. وهذا ما يحدد قرار البقاء بالاستثمار بالذهب او التحول الى استثمار اخر .
- b- لا اهتم بالموضوع.
- c- استمر بالاستثمار فسبب الاداء الجيد لاستثماري غير مهم. المهم اني صنعت استثمار جيد.

67) ما مدى التفاؤل عن الاستثمار في الفرص داخل البلد مقارنة مع الفرص خارج البلد.

- a. انفعال بالاستثمار في المواقع الاجنبية اكثر .
- b. لا فرق عندي
- c. انا اكثر تفاؤلاً للفرص القريبة.

68) كيف ترى المستقبل من منظورك الشخصي؟

- a. أسوء من الماضي .
- b- مثل الايام السابقة
- c- أفضل من الماضي

69) ما مدى ثقتك بانك حققت عائداً حقيقياً جيداً نسبياً في المدة القصيرة الماضية بعد (

الاجور والضرائب وغيرها من المصارف) ؟

- a. لست متفائلاً بانني حققت عائداً حقيقياً جيداً .
- b. لا ادري ان كنت حققت عائداً جيداً أو لا .
- c. انا متفائل بانني حققت عائداً حقيقياً جيداً .

70) على فرض انك اشتريت سيارة جديدة علامة A موديل B. وانت سعيد بشرائك هذا. وفي احد الايام شاهدك جارك وانت تغسل السيارة وعلق ((احب هذه السيارة. واعرف هذا الموديل ولكن هل تعلم بأن العلامة Y الموديل Z (موديل Z مطابق تقريبا للموديل B) يقدم لك نظام ملاحه مجاني عند شرائك السيارة ؟) .
انت ترتبك في البداية، فانت لاتعلم حتى اللحظة بأن الموديل يحتوي على نظام ملاحه عند شراء السيارة . وانت كنت ترغب بهذه السيارة وقد تصبح قلقاً من ان يكون خيار شراء الموديل B هو خيار سيء ؟
بعد مغادرة جارك وعودتك للمنزل

السؤال / اي من الخيارات الآتية يحتمل ان تكون الخطوة الآتية التي ستستخدمها ؟
a. تذهب مباشرة الى مكتبك وتتصفح المجالات المتنوعة عن السيارات لتحديد ما اذا كان عليك شراء النموذج B، وهل كان قرارك صحيح ؟
b. تستمر بغسل السيارة وتفكر ((حتى لو لم املك نظام الملاحه لا زلت مسروراً بسيارتي الجديدة نموذج B)) .
c. تقوم باجراء ابحاث اضافية عن النموذج Z الذي اشتريته، وتقرر عدم متابعة الفكرة. فالسيارة كبيرة ويمكن ان تكون مسروراً بها كما أن احتمال اكتشاف خطأ في عملية الشراء يجعلك غير مسرور، فالأفضل ترك هذه الافكار والاستمرار بالاستمتاع بالسيارة .

71) لديك معلومات متكاملة عن أداء أحد الأسهم في محفظتك وفجأة وصلتك معلومات جديدة عن مؤشرات سيئة لاداء الشركة. سوف تعمل على:
a- أهتم كثيرا بهذه المعلومات
b- أحاول التأكد منها أن سنحت لي فرصة
c- أتجاهلها كلياً فلدي المعلومات الكافية
72) لديك معلومات متكاملة عن أداء أحد الأسهم في محفظتك وفجأة وصلتك معلومات جديدة عن مؤشرات جيدة جدا لاداء الشركة. سوف تعمل على:
a- أتجاهلها كلياً
b- أحاول التأكد منها
c- أهتم بها كثيراً

73) عندما تشتري بطاقة يانصيب ، بماذا تشعر اذا اخترت الارقام بنفسك.
a. اشعر بإرتياح أقل.
b. لا فرق عندي بين ان اختار الارقام أو يختارها لي غيري .
c. اشعر باحتمالية ربح اكبر.

74) لديك قدرة كبيرة على تنوع المحفظة الاستثمارية بحيث تقلل المخاطرة لادنى مايمكن
a- لا امتلك هذه القدرة
b- أمتلكها لحد ما
c- نعم لدي هذه القدرة

75) عندما تزداد عائدات محفظتك الى ماذا تعزو هذا الحدث ؟

- a. مجرد حظ .
b. قدرتك على السيطرة على النتائج الاستثمارية مع بعض الحظ .
c. مدى سيطرتك على نتائج الاستثمار .
-

76) على فرض انك تحتاج لسيارة جديدة. فقد قدت سيارتك الحالية لمدة سبع سنوات وهذا وقت تغييرها. وعلى فرض انك تواجه بعض القيود الحالية للشراء. اي من الاساليب الآتية ستستخدم ؟

- a. لن انفق اموال اضافية على سيارة جديدة لانها مجرد وسيلة نقل وانا لا احتاج الى سيارة ممتازة للتنقل. ويمكن ان اضع الاموال الاضافية التي احصل عليها في حساب ادخار للمستقبل .
b. اشترى موديل متوسط السعر مع بعض المواصفات الجيدة في السيارة لاني استمتع بالسيارة الجديدة . وقد استغني عن بعض حاجاتي لاوفر اموال السيارة. ولن ارغب بشراء السيارة فارهة ويكفييني سيارة مريحة لذلك انفق اموال للحصول على سيارة مريحة فقط .
c. ارغب بترفيه نفسي في مجال السيارات. وارغب بشراء افضل الموديلات وبكل المواصفات. حتى لو كان ذلك على حساب الادخار طويل الامد. فانا اعتقد انه من المهم ان تعيش اللحظة وهذه السيارة الفارهة هي من تجعلني اعيش اللحظة .

77) للأي أنواع الاسهم الآتية تميل أكثر

- a- التي تقدم مقسومات ارباح بشكل مستمر
b- لا فرق عندي
c- التي تزداد قيمتها بشكل مستمر

78) كيف تصنف نفسك من ناحية الضبط الذاتي ؟

- a. انا دائماً احقق الهدف المهم لي. فاذا اردت خسارة عشرة كيلوغرامات من وزني مثلاً فأمارس الحمية حتى احقق هذا الهدف .
b. غالباً ما احقق اهدافي ولكن احياناً ما اواجه مشاكل تحتاج للحل من اجل انجاز الاهداف .
c. لدي الكثير من الصعوبات في الحفاظ على وعودي لنفسي. ليس لدي ضبط ذاتي وغالباً ما اطلب مساعدة الاخرين في اي هدف مهم ارغب بتحقيقه .
-

79) تدرك بأن تنويع المحفظة يقلل من مخاطرتها ولكنك تعلم أيضا بان هذا التنويع سيققل من العائد. قرارك هو

- a- أزيد من التنويع في المحفظة
b- لا فرق عندي
c- أقلل من التنويع

80) أميل للتداول بالاسهم التي لها تقلب عالي بالاسعار

- a- لا
b- لا فرق عندي
c- نعم

(81) أرغب بالتداول في الاسهم الاكثر تداولاً في السوق.

-a لا

-b لا فرق عندي

-c نعم

(82) أفضل الاستثمار في الشركات التي تحقق

-a عائد منخفض ومخاطرة منخفضة

-b لا فرق عندي

-c عائد عالي ومخاطرة كبيرة

(83) أفضل الاستثمار في الشركات

-a الكبيرة

-b المتوسطة

-c الصغيرة

Abstract

This study aims to describe the effects of cognitive biases on the decisions of investors in financial markets by the three dimensions of these decisions (volume of trading, diversification of the portfolio and attitude towards risk). The study based on the theory dilemma represented by constantly debate the intellectual and theoretical conflict between supporters of the traditional finance theories and defenders of the theory of behavioral finance, and application problem relating to non-regarded cognitive biases that investors suffered in the Iraqi Stock Exchange when making the investment decision. The study attempts to Highlights the most important installed and Confounded evidences of these theories by offering ideas and pillars upon which it is based both teams, with revealing the interval points that has transformed the financial thought of the traditional approach based on the efficient market hypothesis and the ability to arbitrage to behavioral approach, which added the psychological and social impact on the investment decision-making process to the traditional finance models in order to absorb and evaluate and predict the movements of the financial markets. The study used the analytical method and survey targeted a sample of investors in the Iraqi stock exchange amounted to (107). In addition to the data have been used for ten of the banks registered in the market for the purpose of financial analysis. The data were subjected to analysis and tests of statistical and financial using statistical software's SPSS and EXCEL. The study set a number of conclusions, including: Cognitive biases affect on all dimensions of the investment decision, but its impact on weaknesses of portfolio diversification larger and more pronounced than its impact on other dimensions of decision. The financial results of the analysis showed a lack of efficiency in the form of a semi-strong of the Iraqi Stock Exchange and that there are many cases of anomalies that cannot be explained by the traditional finance approach. And then the study concludes with a set of recommendations that could benefit investors to reduce the negative effects of cognitive biases.