

مدى تأثير أسعار الأسهم بالتحيزات العاطفية للمستثمرين دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية

محمد عبد الأمير عطية

كلية إدارة الأعمال، جامعة الجنان، لبنان.

زينب هادي نعمة

كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق.

المستخلص

تسعى المالية السلوكية الى تقديم تفسيرات واقعية عن العديد من الحالات غير الاعتيادية في الاسواق المالية، وأسعار الأسهم، ومنها التشوهات والظواهر والفقاعات السعرية التي تحدث في سوق الأسهم، كما تبحث عن علاجات لتفاديها عبر منظور التحيزات السلوكية بشقيها الادراكية والعاطفية لذا؛ ستحاول هذه الدراسة إظهار مدى تأثير أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية بالتحيزات العاطفية الثلاثة: تحيز النفور من الخسارة، وتحيز الثقة المفرطة، وتحيز الوضع الراهن. وأظهرت الدراسة أن المستثمرين في سوق العراق يعانون من التحيزات بصورة كبيرة، وأن أسعار الأسهم قد تأثرت بشكل كبير بتلك التحيزات وإن علاقات الارتباط كانت قوية ودالة معنوياً.

الكلمات المفتاحية: التحيزات العاطفية، أسعار الأسهم، التمويل السلوكي.

How are Stock Prices affected by Emotional Baises of Investors?

An Analytical study in the Iraq Stock Exchange

Mohammed Abdulameer Atiyah

Business Administratiob College, Jinan University, Lebanon.

Zainab Hadi Neamah

College of Administration and Economy, University of Karbala, Iraq.



Abstract

Behavioral finance aims at providing realistic explanations for many unusual situations in the financial markets and stock prices, including distortions, phenomena and price bubbles that occur in the stock market, and it also looks for treatments to avoid them through the perspective of behavioral biases, both cognitive and emotional. Therefore, this study will attempt to show the extent to which share prices in the Iraq stock exchange are affected by the three emotional biases: the loss aversion bias, the overconfidence bias and the status quo bias. The study showed that investors in the Iraqi stocks suffer from prejudices in a large manner, and the stock prices have been significantly affected with these prejudices, and that dealings relations were strong and morally significant.

Keywords: Emotional Biase Share prices, Behavioral Finance.

المقدمة:

ظهر علم المالية السلوكية بعد محاولات عديدة لفهم مسارات أسعار الأسهم بظل التقلبات اللامنتظية التي غزت أسواق الأسهم العالمية. فالتمويل السلوكي يعدّ ركناً مكملاً لتفسيرات المالية التقليدية، التي تفترض عقلانية المستثمر أثناء إتخاذ القرار الاستثماري ببيع وشراء الأوراق المالية. وإن ميول ودوافع الافراد أمر ينبغي أن يؤخذ بنظر الاعتبار عند الحكم على تقلبات الاسعار. وشخصت النظرية السلوكية أن العاطفة قد تلعب دوراً حاسماً، وفي بعض الاحيان منافياً للنظرية التقليدية التي تفترض عقلانية المستثمر بجمعها لعلم النفس والتمويل بأن واحد لتفسير سلوك المستثمر. وقد تطورت المالية السلوكية وأشبعت بحثاً في العقود الاخيرة بإثبات: أن لميول ودوافع المستثمرين أثر بالغ، وهذا ما تثبته الفقاعات المتكررة في سوق الأسهم فضلاً عن الازمات المالية العالمية التي لا تركز الى خلل في التمويل التقليدي. وبناءً على ذلك؛ يمكن فهم تقلبات أسعار الأسهم بتحليل عقلية المشاركين في السوق، وذلك يعني إن علم المالية الحديث، توغل في نفسية المستثمرين، ونتج عن ذلك المالية السلوكية التي تهدف الى تفسير الاسباب المؤدية للحالات الشاذة في أسواق الأسهم ومنها التحيزات العاطفية، والظواهر الشاذة، وتأثير متغيرات الطقس في مزاج، وأداء المستثمرين، ومن ثم في أسعار الأسهم في السوق المالي.

منهجية الدراسة**١. مشكلة الدراسة**

هنالك العديد من المتغيرات السلوكية التي قد تؤثر في أسعار الأسهم في السوق المالي، ومن هذه المتغيرات التحيزات العاطفية ومنها النفور من الخسارة، والثقة المفرطة، وضبط النفس. وفي ظل التقلبات الاجتماعية والمعيشية في هذا البلد، ينبغي التركيز على تلك المشاعر بقدر أكبر من الأهمية لاستيضاح أثرها في تقلبات أسعار الأسهم بيعاً وشراءً، ومن ثم تبعات ذلك في كفاءة الاسواق وثقة المستثمرين بالمحصلة وبشكل خاص في سوق العراق للأوراق المالية، وستجيب الدراسة على الأسئلة الجوهرية الاتية:

- هل يعاني المستثمرون في سوق العراق للاوراق المالية من التحيزات العاطفية؟
- هل تتأثر أسعار الأسهم بالتحيزات العاطفية؟

٢. فرضيات الدراسة

- **الفرضية الرئيسية الاولى:** لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين التحيزات العاطفية وأسعار الأسهم . وتتفرع منها ثلاث فرضيات ثانوية:
 - لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين تحيز الثقة المفرطة وأسعار الأسهم.
 - لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين تحيز النفور من الخسارة وأسعار الأسهم.
 - لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين تحيز ضبط النفس وأسعار الأسهم.
- **الفرضية الرئيسية الثانية:** لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين التحيزات العاطفية وأسعار الأسهم . وتتفرع منها ثلاث فرضيات ثانوية:
 - لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين تحيز الثقة المفرطة وأسعار الأسهم.
 - لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين تحيز النفور من الخسارة وأسعار الأسهم.
 - لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين تحيز ضبط النفس وأسعار الأسهم.

٣. أهداف الدراسة

تهدف الدراسة الى تحقيق الاهداف الآتية:

- ١- تناول متغيرات الدراسة فكرياً عبر التطرق الى إسهامات الكتاب ومناقشة ذلك معرفياً.
- ٢- بيان أثر التحيزات العاطفية في أسعار الأسهم تجريبياً.
- ٣- بيان أي من تلك التحيزات له الأثر الأكبر في تقلبات أسعار الأسهم.
- ٤- قياس درجة التحيزات العاطفية لدى المستثمرين في سوق العراق للاوراق المالية.

٤. أهمية الدراسة

في ظل التطور المضطرب للأساليب المالية وتعقيدات الاسواق المالية، أمسى لزماً على الباحثين والمختصين مواكبة جميع المتغيرات التي قد تشكل بذرة لإنطلاق الازمات وتعثر الاسواق المالية.

وبما أن النظرية السلوكية في التمويل تمتلك تفسيرات حقيقية مكملية للنظرية التقليدية أسهمت في توضيح العديد من إخفاقات الاسواق المالية، لذا من الاهمية دراسة ثلاثة من أهم التحيزات العاطفية، وبيان أثرها في تقلبات أسعار الأسهم لمستثمري السوق المالي العراقي.

٥. مجتمع وعينة الدراسة

بما أن الدراسة ستركز على جانب الاسواق المالية ، لذا سيكون مجتمع الدراسة سهو سوق العراق للاوراق المالية وأن العينة ستكون لأسعار الأسهم للمدة من (٢٠١٠-٢٠١٩) كعينة للأستبانة في السوق ذاته في شهر شباط (٢٠٢١).

٦. بعض الدراسات السابقة

أختبرت دراسة Lee et al. [1] أثر مخاطرة تجار الضوضاء المعبر عنها بمؤشر عاطفة المستثمر على عوائد الاستثمار المتوقعة والتقلبات المشروطة، شملت العينة ثلاث مؤشرات لبورصات: (S&P500, DJIA, NASDAQ) وأظهرت النتائج أن عاطفة المستثمرين هي خطر نظامي يتم تسعيره، كما كشفت النتائج كذلك عن وجود علاقة عكسية بين التغيرات في مستويات عاطفة المستثمر وتقلبات الاسواق المالية، أي ان التغيرات المرتفعة والمنخفضة في معنويات المستثمرين ستؤدي الى تقلبات في أسواق المال بصورة طردية او عكسية وبالتالي ستؤثر على العوائد والاسعار.

تناولت دراسة Baker & Wurgler [2] اختبار العلاقة بين عاطفة المستثمرين وعوائد الأسهم الامريكية، باستخدام منهج "من أعلى الى اسفل" وكشفت النتائج إن عاطفة المستثمرين لها أثر كبير دال إحصائياً في عوائد الأسهم التي يصعب مراجعتها،

وهي الأسهم الصغيرة، أسهم النمو، الأسهم الثعثة والأسهم غير الراجعة والتي لا توزع بها أرباح، وتوصلت الدراسة الى أن هنالك علاقة عكسية بين المعنويات والعوائد المستقبلية، إذ أن إنخفاض المعنويات سيؤدي الى ارتفاع العوائد المستقبلية والعكس صحيح.

سعت دراسة Perez-Liston et al. [3] الى البحث في العلاقة بين عاطفة المستثمرين وتقلب عوائد مؤشر داو جونز للسوق المالية الاسلامية للمدة من (١٩٩٦-٢٠١٢)، وسعيًا لتحقيق الاهداف، استخدمت الدراسة نماذج (GARCH) ونماذج (VAR)، وبينت الدراسة أن التغيرات في عاطفة المستثمرين ترتبط إيجاباً بعوائد محفظة السوق المتوافقة مع الشريعة الاسلامية ولها تأثير أكبر في الأسهم الصغيرة، وأن التحولات الصاعدة مصحوبة بتقلبات مشروطة أقل في الفترات اللاحقة.

المالية السلوكية

يستمر التمويل السلوكي بالازدهار كنموذج جديد في التمويل، إذ تم تقديمه كاستجابة لنظرية التمويل الحديثة، فيحل التمويل السلوكي محل الافتراض القائل بأن المستثمرين يتصرفون بعقلانية عند اتخاذ قرارات الاستثمار وهذا الافتراض أثبت عدم منطقيته إذ أن المستثمرين لا يتصرفون بشكل عقلاني دائماً لأنهم عرضة للعديد من التحيزات السلوكية. وهذا الاستبدال له نتائج معينة على تسعير الموجودات؛ بمعنى أن نظرية المحفظة لماركويتز تم استبدالها بنظرية المحفظة السلوكية [4].

وعلى الرغم من تنامي درجة الانضباط في منهج التمويل التقليدي، إلا أنه لا يزال من الصعب شرح الأسباب العلمية لتصرف المستثمرين بشكل غير عقلاني في إتخاذ القرارات المالية والاستثمارية المتعددة [5]. إذ تستخدم المالية التقليدية نماذج تفترض إن المستثمرين عقلاء، أي أنهم يعالجون المعلومات الملائمة بشكل كفوء وموضوعي وإن قراراتهم متوافقة مع تعظيم المنفعة.

ومن ثم يمكن القول أن المالية السلوكية هي جانب جديد من العلوم المالية، تدرس الظواهر الاجتماعية والنفسية والعاطفية للمستثمرين في عملية إتخاذ القرارات المالية والاقتصادية إذ تهتم بالتصرفات غير العقلانية وكيفية تجميع المعلومات وآلية

إستخدامها وتهدف الى الفهم والتنبؤ بحركة الاسواق المالية بالاعتماد على الجوانب النفسية والتطبيقية، وبذلك فإنها تدمج بين العلوم المالية والعلوم الاجتماعية الاخرى (علم النفس وعلم الاجتماع) لأجل التعمق في فهم وتفسير الظواهر غير العقلانية التي تحدث في السوق المالي[6]. فالمستثمرون العاديون ليسوا دائماً في وضع يسمح لهم باتباع استراتيجيات عقلانية لزيادة الأرباح بسبب تأثير الاختيارات والعواطف الشخصية[7].

بمعنى أن نظرية التمويل السلوكي ونتاجها في التحيزات السلوكية ترى بأن بعض انحرافات أسعار الموجودات المالية المتمثلة بالاوراق المالية هي أكبر من المعقول والتي ترتفع او تنخفض عن القيمة الاسمية لها والناجمة عن التصرفات اللاعقلانية لبعض المستثمرين، أي تنعكس تصرفات المستثمرين في اسعار الاصول المالية وهذه التصرفات ناتجة عن اسباب غير عقلانية كأن تكون بسبب تعكر مزاج المستثمر او بسبب الطقس او المخاوف من الخسارة وغيرها من العوامل التي تؤثر في ميول ومعنويات المستثمرين[8]. كما يعني أن نماذج تسعير الموجودات التقليدية مثل نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية يتم استبدالها بنماذج تسعير الموجودات السلوكية لأن نظرية المحفظة ونماذج تسعير الموجودات التقليدية تستند إلى فكرة أن العوائد المتوقعة يتم تحديدها حسب المخاطر وأن الخطر يتحدد عبر تحركات العوامل الأساسية فقط. فضلاً عن المخاطر الأساسية، تدرك نظرية المحفظة السلوكية ونماذج تسعير الموجودات السلوكية تأثير التحيزات السلوكية في قرارات المستثمرين[9].

التحيزات العاطفية وأسعار الأسهم: مركّزات فكرية

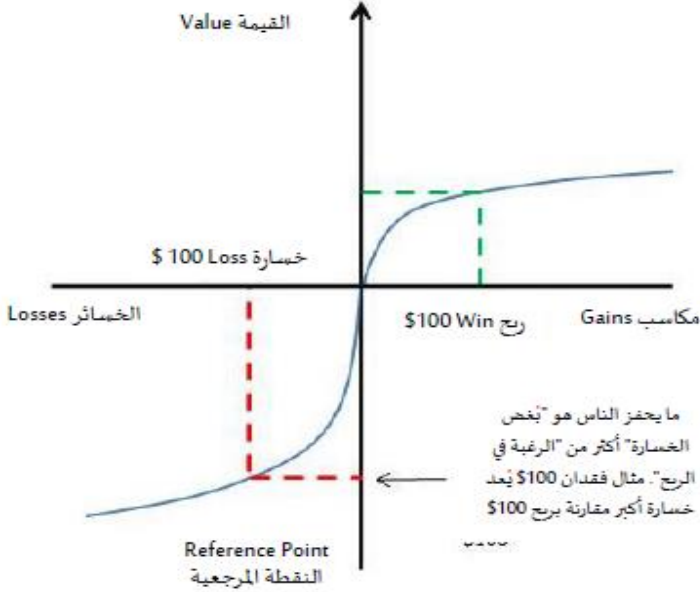
١. التحيزات العاطفية

يشير مصطلح التحيز في علم النفس الى الاختلاف بين الطريقة التي يفترض بالانسان أن يفكر بها كي يصل الى أفضل النتائج الممكنة، وبين الطريقة التي يفكر بها فعلاً، فالتحيزات هي إنحراف عن التفكير العقلاني وتشكل الجانب المعاكس لأنماط القرارات في الحالات المعقدة، ويمكن أن تسهم في تشتيت صانع القرار عن

إتجاهه، وفي الواقع هي تؤدي بصانع القرار الى عدم إدراك الحجم الحقيقي للمخاطر، ولا تسمح له ببحث كامل عن المعلومات ولا بالتفسير المثالي للحقائق وبالتالي؛ فإتجاه متخذ القرار نحو المخاطرة قد يتأثر بمجموعة من التحيزات نذكر منها غالباً ما يكون التحيز العاطفي نتيجة تأثير الميول العاطفية لدى الأفراد قبل حدوث الأحداث التي قد تسبب هذه المشاعر. وقد يكون للمشاعر تأثير صغير أو كبير على القرارات التي نتخذها وتعتمد على نوع هذه المشاعر. ومن أكثر المشاعر المؤثرة في صنع القرار الحزن والاشمئزاز والشعور بالذنب. فيختلف الغضب عن الخوف والحزن في سياق الحكم وصنع القرار. ويرتبط الخوف بعدم اليقين بينما يرتبط الحزن بإدراك نتائج الموقف، ويميل صانعو القرار الغاضبون إلى اتخاذ القرارات بسرعة ومن غير المرجح أنهم يحللون قراراتهم الاستثمارية قبل اتخاذها [10] ووفقاً لذلك يمكننا ذكر بعض أنماط التحيزات العاطفية وكالاتي:

أ- **تحيز النفور من الخسارة:** يعد هذا التحيز أحد أهم الإضافات التي قدمها علم النفس إلى علم الاقتصاد السلوكي كما يؤكد [11]، ويعرف بأنه قدرة الناس واستعدادهم لتحمل المزيد من المخاطر لتجنب الخسائر بدلاً من تحقيق المكاسب؛ بمعنى آخر أن المستثمرين سيواجهون المخاطر بدلاً من تكبدهم الخسائر. وعندما يواجهون احتمال التمتع بالمكاسب، فإنهم يتجنبون المخاطرة. وبلغة بسيطة، يمكن القول بأنه "الميل إلى الشعور بتأثير الخسائر أكثر من المكاسب". وهو ميل المستثمرين إلى تجنب الخسارة وحساسيتهم لها أكثر من الأرباح كما في الشكل أدناه، وهو ما يفسر لماذا يصبح المتداولون باحثين عن المخاطر في المجالات الخاسرة ومتحفظين في المجالات الربحية، إذ تلعب محاولتهم لتجنب الخسارة الدور الأكبر في عملية اتخاذ القرار، إذ تشير الدراسات والبحوث التي تتعلق بهذا المجال إلى أن المستثمر يعطي وزناً أكبر للخسارة بمعدل من (١,٥) إلى (٢,٥) مقارنة بالربح وهو ما يسميه [11] معدل بُغض الخسارة Loss Aversion Ratio.

نظرية المأمول – مخاطرة الربح والخسارة



الشكل (١)

نظرية المأمول

ولتوضيح ذلك لفترض أنك تواجه الحالة الآتية لاتخاذ القرار:

قرار ١: أنت مُخير بين: A- مكسب مؤكد \$240 أو

B- فرصة أن تكسب \$1000 باحتمالية 25% واحتمالية

75% ألا تكسب أي شيء.

قرار ٢: أنت مُخير بين: A- خسارة مؤكدة \$750 أو

B- 75% احتمالية أن تخسر \$1000 و25% احتمالية ألا

تخسر أي شيء.

ماذا ستختار؟

بالنسبة للقرار رقم ١، غالبية من تم سؤالهم من قبل [12]، كانت استجاباتهم (84%) باختيار الخيار A بينما القرار ٢ اختار غالبية المشاركين (87%)، الخيار B وهو الأمر الذي يعطي نتيجة لا تتوقعها نظرية المنفعة المتوقعة إذ يبدو الأفراد المشاركون كارهين للخسارة في القرار الأول مع أن الخيار الآخر B يعطي مكسباً أفضل، في حين يظهر المشاركون كباحثين عن المخاطر في القرار الثاني مع أن الخيار الآخر A يعطي خسارة أقل وفق نظرية المنفعة المتوقعة.

ب- تحيز الثقة المفرطة: وهو ميل الناس الى المبالغة في تقدير معتقداتهم و تنبؤاتهم وكذلك المبالغة في تقدير قدراتهم [13]. ويشير هذا التحيز إلى أن المستثمر يعتقد أنه يعرف أكثر مما يحتاج ومثل هذا الاعتقاد الخاطئ يحدث عندما يقدر الناس معلوماتهم الشخصية أكثر من أي وقت مضى [14] كما يؤكد [15] إلى أنه رغبة الشخص في المبالغة في الحكم والتنبؤ، فتحيز الثقة المفرطة يؤدي بالمستثمرين لشراء الأسهم باهظة الثمن وبيعها بسعر منخفض [16]. وأشار الباحث [18] إلى حاجة في كتابه بشأن أهمية وتأثير ما يسميه «وهم الفاعلية Illusion of Validity»، أن يتجه الأفراد إلى بناء سرديات Narrative متماسكة تؤكد قناعاتهم السابقة. ويشير إلى أن المفتاح الرئيس لفهم هذا العامل في بناء الثقة المفرطة يتمثل في ميل الأفراد إلى تجاهل الأدلة المضادة لما يرونه هم قصة متماسكة ومقنعة. يشير هذا التحيز أن المستثمر يعتقد أنه يعرف أكثر مما يحتاج ومثل هذا الاعتقاد الخاطئ يحدث عندما يقدر الناس معلوماتهم الشخصية أكثر من أي وقت مضى. أنه رغبة الشخص في المبالغة في الحكم والتنبؤات. فتحيز الثقة المفرطة يؤدي بالمستثمرين لشراء الأسهم باهظة الثمن وبيعها بسعر منخفض وهو ما يزيد من كمية التداول ويؤدي إلى فقاعة أسعار في الأسواق المالية. وقد وجدت دراسات كثيرة أن الرجال في الغالب أكثر عرضة لهذا التحيز خاصة غير المتزوجين منهم، إذ إن المرأة تتجنب التداول النشط في الأسهم أكثر من الرجل وبالتالي تحقق عوائد أفضل ويرجع ذلك لطبيعتها في تجنب المخاطر.

ج- تحيز ضبط النفس: يمكن أن يؤدي تحيز ضبط النفس إلى العديد من الأخطاء في الاستثمار وبالتالي يؤثر على قرارات المستثمرين والأرباح، ويخلق فقاعات في السوق؛ وايضاً يؤدي هذا التحيز إلى زيادة إنفاق المستثمرين بنسبة أكثر من الادخار للغد. وهذا يقودهم للوصول الى التقاعد بسرعة بحيث لا يتمكن المستثمرون توفير ما يكفي وتجاوز أزمات الكهولة؛ ففي كثير من الأحيان يفترض الناس درجة غير مناسبة من المخاطر في محافظهم كمحاولة للتعويض عن الوقت الضائع، فالأشخاص الذين لا يخططون للتقاعد أقل استثماراً في الأوراق المالية. لذا يمكن أن يؤدي تحيز ضبط النفس بالمستثمرين إلى التغاضي أحياناً عن المبادئ المالية الأساسية [18].

فعندما يعتقد الشخص أن لديه شعور أقوى في ضبط النفس في المواقف يكون لديه سيطرة أكبر على دوافعه. كما يميل الأفراد إلى المبالغة في تقدير قدرتهم على ضبط النفس عندما يقال لهم إن لديهم قدرة عالية على ضبط النفس. فكلما قيل للشخص أن لديهم قدرة عالية على ضبط النفس، كلما اعتقدوا ذلك، وكلما أظهروا مستويات أعلى من التحكم بالذات.

مفهوم حركة أسعار الأسهم

تعرف القيمة الدفترية للموجود بأنها قيمة شراء ذلك الموجود التاريخية، أما القيمة السوقية له، فهي القيمة التي يمكن ان يباع بها الموجود، والقيمة السوقية للسهم تمثل القيمة التي يدفعها من يريد شراء السهم [19]، والقيمة الدفترية للسهم، تعبر عن نصيب السهم من رأس المال المدفوع وعلاوات الأصدار والأحتياطيات والأرباح المحتجزة، ويمكن الوصول اليها عن طريق قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المتداولة، وهي مؤشر الحد الأدنى الذي ينبغي ان تكون عليه قيمة السهم في السوق، فإذا كانت الشركة تقوم باداء جيد فإن سعر السهم في السوق يكون اعلى من قيمته الدفترية، وإذا كان الربح عادياً فإن سعر السوق للسهم يكون ضمن او في حدود القيمة الدفترية، أما اذا كان الربح متدنياً فإن سعر السهم السوقى يكون عادة ادنى من القيمة الدفترية له [20] اما القيمة

الأسمية للسهم فهي القيمة المكتوبة على اوجه السهم وتستعمل لحساب رأس مال الشركة وبناءً على ذلك هناك ثلاث نظريات توضح وتفسر حركة او سلوك الأسعار في السوق المالية وهي:

١. نظرية التحليل التقني Technical Analysis

٢. نظرية التحليل الأساسي Analysis Fundamental

٣. نظرية السير العشوائي Walk Random.

وأظهرت أعمال [14] تذبذباً مفرطاً في الاسعار لا يمكن تفسيره بتغير مماثل في القيم الحقيقية وهذا يتناقض مع ما قاله "فاما" من أن الاسعار قد تبتعد مؤقتاً عن القيم الحقيقية، اذ قد يظهر التذبذب مؤقتاً وبشكل طفيف لكن سرعان ما يصحح، ولعل أشد اوقات التذبذب هي الأزمات التي يعدها أنصار المالية التقليدية وكفاءة الاسواق حوادث مؤقتة وشاذة ليست إلا نتيجة لسلوك غير عقلاني عابر ولأجل تفسير هذه التذبذبات قدم أنصار الكفاءة نظرية عقلانية للفقاعات السعرية [21].

الجانب لتطبيقي للدراسة

١. توصيف متغيرات الدراسة

يتطرق الجدول رقم (١) الى إجابات عينة الدراسة لما يتعلق بتحيز النفور من الخسارة، ويمكن أن نرى بأن الوسط الفرضي لكل الفقرات قد حقق مستوى إجابة أعلى من الوسط الحسابي بمعدل (2.9632) مما يؤكد إنسجام الفقرات وتمثيلها لتحيز النفور من الخسارة، وبأهمية نسبية مرتفعة جداً للفقرات جميعها بلغت في المتوسط (0.79). فعلى الرغم من تفضيل المستثمرين للمضاربة في الفقرتين الرابعة والخامسة على العائد الآمن، الا أن باقي الفقرات قد إنسجمت وطبيعة المستثمرين التحيزية تجاه النفور من الخسارة وهي ما أثبتتها قيم t المعنوية وكما في الجدول الآتي:

الجدول (١)

تحيز النفور من الخسارة

الفقرة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الأهمية النسبية
1	2.882	0.809	0.87
2	2.917	1.115	0.91
3	3.861	0.925	0.77
4	2.111	0.923	0.72
5	2.088	0.899	0.86
6	3.092	0.912	0.81
المتوسط	2.9632	1.0494	0.797

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

تناول الجدول ذو الرقم (٢) إجابات المستثمرين لما يتعلق بتحيز الثقة المفرطة أن الفقرات المتعلقة بانحياز الثقة المفرطة جميعها كانت إيجابية وأعلى من المتوسط الافتراضي بوسط حسابي موزون بلغ (3.120) مع اختلاف وتباين منخفض نسبياً بين الفقرات، في حين بلغ الانحراف المعياري (0.822)، بأهمية نسبية (0.750)، وهذا يدل على دقة ردود المستثمرين مما يدل بوضوح على أن الأفراد يتميزون بالثقة المفرطة بطريقتين الأولى؛ أنهم يميلون إلى الإفراط في الثقة بشأن قدرتهم على التنبؤ بما ستكون عليه استثماراتهم ووضعهم، فضلاً عن وضع السوق المالية في المستقبل القريب.

الجدول (٢)

تحيز الثقة المفرطة

السؤال	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الأهمية النسبية
1	2.924	0.816	0.793
2	2.960	1.125	0.830
3	3.917	0.933	0.702
4	2.954	0.931	0.657
5	2.829	0.907	0.784
6	3.137	0.920	0.739
المتوسط	3.120	0.938	0.750

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

أما بالنسبة لتحيز ضبط النفس فلقد حققت الفقرات وسطاً فرضياً مرتفعاً نوعاً ما (2.999) مما يؤكد إنسجام الفقرات وفهم المستثمرين للسؤال وأن هذه الفقرات قد مثلت التحيز بطريقة جيدة نوعاً ما، في حين بلغ الانحراف المعياري كمتوسط الفقرات جميعها (1.131) وأن متوسط الأهمية النسبية قد بلغ (0.716)، مما يؤكد بأنهم يعانون من تحيز ضبط النفس ويرون أن بإمكانهم الاعتماد على إمكانية ضبط أنفسهم في العديد من المواقف لاسيما حين يتعرضون الى الاغراءات والانفعالات وهذا ما تثبته قيم فقرات الجدول (٣) وكالاتي:

الجدول (٣)

تحيزات ضبط النفس

السؤال	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الأهمية النسبية
1	2.917	0.872	0.782
2	2.953	1.202	0.818
3	3.908	0.997	0.692
4	2.947	0.995	0.647
5	2.822	0.969	0.773
6	3.130	0.983	0.728
المتوسط	2.999	1.131	0.716

وفيما يتعلق بالمتغير التابع المتمثل بأسعار أسهم قطاع المصارف في سوق العراق للاوراق المالية وعبر تتبع تلك الاسعار بمتوسط سنوي ولمدة (١٠) سنوات وجدنا تفاوتاً بأسعار الأسهم لهذا القطاع الذي يشكل أكثر من (80%) من تداولات السوق المالي بالمتوسط فهو المهيمن على أغلب تداولاته اليومية لكبر هذا لقطاع وحيويته المالية والتنموية فحققت سنة (٢٠١٠) أقل معدل لأسعار الأسهم بواقع (15.533) للسهم الواحد في حين تلك الأسهم حققت إنتعاشاً لأبأس به في عام (٢٠١٧) وهو العام الذي تلى عام النصر على داعش حين شهدت البلاد إستقرار نسبياً

فإنتعش معه قطاع المصارف في السوق المالي ليرتفع السعر الى (37.325) كمعدل سنوي وكما في الجدول الآتي:

الجدول (٤)

أسعار الأسهم لمعدل سعر القطاع المصرفي

السنة	معدل سعر السهم
2010	15.533
2011	21.408
2012	17.760
2013	17.722
2014	17.261
2015	17.510
2016	21.446
2017	37.325
2018	17.203
2019	18.317
المتوسط	20.148

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

٢. إختبار علاقة الارتباط للدراسة

أولاً: الفرضية الرئيسة الاولى: لا توجد علاقة إرتباط بين التحيزات العاطفية وأسعار الأسهم، وتتفرع منها الفرضيات الفرعية الآتية:

- لا توجد علاقة إرتباط ذات دلالة إحصائية بين تحيز النفور من الخسارة وأسعار الأسهم للمستثمرين عينة الدراسة.
- لا توجد علاقة إرتباط ذات دلالة إحصائية بين تحيز الثقة المفرطة وأسعار الأسهم للمستثمرين عينة الدراسة.

- لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين تحيز ضبط النفس وأسعار الأسهم للمستثمرين عينة الدراسة. وهذا سنكشفه علاقات الارتباط في الجدول رقم (٥) وكالاتي:

الجدول (٥)

علاقات الارتباط بين متغيرات الدراسة

البيان							
التحيزات العاطفية							
٢- تحيز الثقة المفرطة				١- تحيز النفور من الخسارة			
القرار	t.Test	sig	R	القرار	t.Test	sig	R
قبول فرضية الوجود	3.424	0.000	0.771	قبول فرضية الوجود	3.993	0.000	0.816
البيان							
٣- تحيز ضبط النفس							
القرار	t.Test	Sig	R				
قبول فرضية الوجود	2.926	0.001	-0.719				

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

يوضح الجدول ذو الرقم (٥) علاقات الارتباط بين متغيرات الدراسة، ففيما يتعلق بعلاقة تحيز النفور من الخسارة بأسعار الأسهم فأنها كانت علاقة موجبة طردية دالة إحصائياً بلغ معها معامل الارتباط (0.816) وأن اختبار t قد بلغ (3.993) وهي بطبيعة الحال أعلى من t الجدولية مما يدعم كون العلاقة معنوية، وتعني أن إرتفاع تحيز النفور من الخسارة لدى المستثمرين سيرافقه إرتفاع بأسعار أسهم القطاع المصري في سوق العراق للاوراق المالية.

وكذلك بالنسبة لعلاقة الارتباط بين تحيز الثقة المفرطة وأسعار الأسهم فكانت علاقة طردية موجبة بلغ معها معامل الارتباط (0.711) وأن اختبار t قد بلغ

(3.424) وهي كانت أعلى من t الجدولية مما يدعم كون العلاقة معنوية، وتعني أن إرتفاع تحيز الثقة المفرطة لدى المستثمرين سيرافقه إرتفاع بأسعار أسهم القطاع المصرفي في سوق العراق للاوراق المالية.

بينما كانت العلاقة بين تحيز ضبط النفس وأسعار الأسهم علاقة عكسية سالبة قوية بمعامل ارتباط (-0.719) في حين بلغ إختبار t (2.926) وهي أعلى من t الجدولية مما يدعم معنوية العلاقة التي تعني أن الزيادة التي تحصل في تحيز ضبط النفس سيرافقها إنخفاض بأسعار الأسهم.

وعليه سيكون قرار فرضيات الدراسة لعلاقات الارتباط كالاتي:

- ✓ هناك علاقة ارتباط موجبة بين تحيز النفور من الخسارة وأسعار الأسهم.
- ✓ هناك علاقة ارتباط موجبة بين تحيز الثقة المفرطة وأسعار الأسهم.
- ✓ هناك علاقة ارتباط سالبة بين تحيز ضبط النفس وأسعار الأسهم.

٣. إختبار علاقة الأثر للدراسة

أولاً: الفرضية الرئيسة الاولى: لا توجد علاقة ارتباط بين التحيزات العاطفية وأسعار الأسهم، وتتفرع منها الفرضيات الفرعية الآتية:

- لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين تحيز النفور من الخسارة وأسعار الأسهم للمستثمرين عينة الدراسة.

- لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين تحيز الثقة المفرطة وأسعار الأسهم للمستثمرين عينة الدراسة.

- لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين تحيز ضبط النفس وأسعار الأسهم للمستثمرين عينة الدراسة. وهذا ستكشفه علاقات الأثر في الجدول رقم (٦) وكالاتي:

الجدول (٦)

علاقات الأثر بين متغيرات الدراسة

								البيان
التحيزات العاطفية								
٢- تحيز الثقة المفرطة				١- تحيز النفور من الخسارة				
القرار	F.Test	sig	R ²	القرار	F.Test	sig	R ²	سعر السهم
قبول فرضية الوجود	11.726	0.002	0.394	قبول فرضية الوجود	15.942	0.000	0.466	
٣- تحيز ضبط النفس								
القرار	F.Test	sig	R ²				سعر السهم	
قبول فرضية الوجود	8.562	0.000	0.517					

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

يكشف الجدول ذو الرقم (٦) عن علاقات الأثر بين متغيرات الدراسة، فنجد بأن علاقة الأثر بين تحيز النفور من الخسارة وأسعار الأسهم كانت دالة معنوياً بلغ معها معامل التفسير R^2 (0.466) وهذا يعني أن (46%) من التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم سببها تحيز النفور من الخسارة وأن النسبة المتبقية تعود لمتغيرات أخرى غير داخلية في الدراسة، وكان إختبار f قد بلغ (15.94) وهي أعلى من f الجدولية، مما يؤكد معنوية الأثر وعليه ستكون النتيجة قبول فرضية الوجود ورفض فرضية العدم.

وإن علاقة الأثر بين تحيز النفور من الخسارة وأسعار الأسهم كانت دالة معنوياً بلغ معها معامل التفسير R^2 (0.39) وهذا يعني أن (39%) من التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم سببها تحيز الثقة المفرطة وأن النسبة المتبقية تعود لمتغيرات أخرى غير داخلية في الدراسة، وكان إختبار f قد بلغ (11.72) وهي أعلى من f

الجدولية، مما يؤكد معنوية الأثر وعليه ستكون النتيجة قبول فرضية الوجود ورفض فرضية العدم.

في حين كانت علاقة الأثر بين تحيز ضبط النفس وأسعار الأسهم دالة معنوياً بلغ معها معامل التفسير R^2 (0.517) وهذا يعني أن (51%) من التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم سببها تحيز ضبط النفس وأن النسبة المتبقية تعود لمتغيرات أخرى غير داخلية في الدراسة، وأن إختبار f قد بلغ (8.56) وهي أعلى من f الجدولية، مما يؤكد معنوية الأثر وعليه ستكون النتيجة قبول فرضية الوجود ورفض فرضية العدم.

وعليه سيكون قرار فرضيات الدراسة لعلاقات الارتباط كالاتي:

- هنالك علاقة أثر دالة معنوية بين تحيز النفور من الخسارة وأسعار الأسهم.
- هنالك علاقة أثر دالة معنوية بين تحيز الثقة المفرطة وأسعار الأسهم.
- هنالك علاقة أثر دالة معنوية بين تحيز ضبط النفس وأسعار الأسهم.

الاستنتاجات

- ١- لم تستطع نظريات المالية السلوكية رغم قوتها ان تفسر العديد من التحيزات والألغاز والظواهر والحالات الشاذة التي تظهر بشكل متكرر في الاسواق المالية، وهذا ما أثبتته الادبيات والدراسات المتعددة.
- ٢- سعت المالية السلوكية الى تقديم بديل آخر لعملية تسعير الموجودات الرأسمالية عبر إستخدام العناصر والمتغيرات النفسية والاجتماعية مع المتغيرات المالية الاساسية المرتبطة بالعائد والمخاطرة، أي ان المالية السلوكية تعد مكملة وليست بديلة عن المالية التقليدية.
- ٣- هناك مجموعة من التحيزات النفسية المرتبطة بالاحكام تؤثر في حركة أسعار الأسهم وتجعل المستثمرين يقعون في أخطاء التحيزات عند اتخاذ القرار الاستثماري.
- ٤- أظهرت الدراسة أن المستثمرين متحيزون نوعاً ما في أغلب فقرات التحيزات العاطفية فهم يتميزون بالثقة المفرطة وأنهم يصلون الى درجة اليقين بشأن قراراتهم المالية حتى لو كانت هنالك مؤشرات عكس ذلك، وبرغم تفاوت إستجابة المستثمرين لفقرات بعد النفور من الخسارة الا أن المتوسط العام أشار الى أنهم يعانون من هذا التحيز.
- ٥- دراسة آثار الثقة المفرطة وضبط النفس لدى المستثمرين في عملية اتخاذ القرار وتدريبهم على التعامل مع قدرات ومهارات التنبؤ لديهم بطرق موضوعية دون المبالغة في وضع التقديرات غير المعقولة لهذه المهارات.
- ٦- أظهرت النتائج الاحصائية أن للثقة المفرطة تأثير معنوي في أسعار الأسهم في الاسواق المالية. وأن المبالغة بالثقة في تقدير المهارات والقابليات يقود المستثمر الى اتخاذ قرارات بخطورة غير مبررة منطقياً وبالتالي اتخاذ قرارات لاعقلانية عند التداول او عند تنويع المحفظة او عند تحديد مستوى المخاطرة المقبول.

التوصيات

- ١- ينبغي الاهتمام بتوأمة بين العلوم النفسية والمالية في تفسير وضبط سلوكيات المستثمرين عبر مواد منهجية نفسية في التخصصات المالية.
- ٢- ضرورة إقامة ندوات تخصصية من أساتذة مختصين لمستثمري السوق لتوضيح سبلات التحيزات وإستثمار إيجابياتها.
- ٣- دراسة السلوكيات الشخصية وسلوكيات الأفراد من أجل تصميم الستراتيجيات الهجومية لاستغلال المستثمرين الذين لازالوا يعانون من أخطاء التحيزات الإدراكية ولأجل محاولة التخلص من التحيزات النفسية الإدراكية، ويمكن ان يتم ذلك عبر فتح فروع أكاديمية بعلم النفس الإدراكي والاجتماعي في الاقسام المالية والاستثمارية.
- ٤- محاولة فهم سلوكيات المجتمع سيما المستثمرين وأسباب ظهور التحيزات التي تسبب شذوذ في إتخاذ القرارات الاستثمارية من أجل معرفة وتحديد ما اذا كان ارتفاع وانخفاض أسعار الأسهم ناتج عن التفكير الجمعي أو سوء التقدير والبحث الوافي والثقة الزائدة وغيرها أو عن أسباب مالية صرفة عبر اقامة دورات للتطوير الاجتماعي والنفسي ودراسة ظواهر المجتمع الشائعة.
- ٥- توظيف العلوم النفسية والاجتماعية في القطاعات المالية الاكاديمية والاستثمارية عبر استخدام المتخصصين بعلم النفس والاجتماع للمساعدة في فهم وتفسير السلوكيات النفسية والاجتماعية للمستثمر في كافة الاقسام والكليات والمجمعات البحثية المتخصصة بالشؤون المالية والاستثمارية.

المصادر والهوامش

- [1] Lee, W. Y., Jiang, C. X., & Indro, D. C. (2002), Stock market volatility, excess returns, and the role of investor sentiment. *Journal of banking & Finance*, 26(12), 2277-2299.
- [2] Baker, M., & Wurgler, J. (2006), Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. *JOFI The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- [3] Perez-Liston, D., Huerta, D., & Haq, S. (2016), Does investor sentiment impact the returns and volatility of Islamic equities? *Journal of Economics and Finance*, 40(3), 421-437.
- [4] Shefrin, H. (2000), *Beyond Fear and Greed: Understanding Behavioral finance and the Psychology of Investing*, Harvard Business School Press.
- [5] Mitroi, Adrian Stancu, I. (2014), Biases, Anomalies, Psychology of a Loss and Individual Investment Decision Making. *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*.
- [6] Ricciardi, V. (2000), "An Exploratory Study in Behavioral Finance: How Board of Trustees Make Behavioral Investment Decisions Pertaining to Endowment Funds at U.S. Private Universities." (Preliminary Dissertation Topic.
- [7] Statman, M. (2014). Behavioral finance: Finance with normal people. *Borsa Istanbul Review*, 14(2).
- [8] Uygur and Taş (2012), Modeling the effects of investor sentiment and conditional volatility in international stock markets, *Journal of Applied Finance & Banking*, vol.2, no.5, p 239-260. [http://www.scienpress.com /Upload /JAFB /Vol%202_5_15](http://www.scienpress.com/Upload/JAFB/Vol%202_5_15).
- [9] Kapoor, S. and Prosad, J.M. (2017), "Behavioral Finance: A Review", *Information Technology and Quantitative Management*, Elsevier B.V.
- [10] Angie, A. D., Connelly, S., Waples, E. P., & Kligyte, V. (2011), The influence of discrete emotions on judgement and

- decision-making: A meta-analytic review. *Cognition and Emotion*, 25(8), 1393-1422.
- [11] Kahneman, D. and A. Tversky. (1979), "Prospect theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, pp. 263-291.
- [12] Tversky, A. and D. Kahneman. (1981), *The Framing of Decisions and the Psychology of Choice*. Science (New York, N.Y.), 211 (4481), pp. 453-458.
- [13] Bodie. Zui, Kane. Alex & Marcus. Alang (2008), "Essentials of Investment".
- [14] Shiller, R. J. (2003), "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance", *Journal of Economic Perspectives*, pp. 83-104.
- [15] Rizzi, J. V. (2008), "Behavioral Basis of the Financial Crisis", *Journal of Applied Finance*, 18 (2), pp. 84-96
- [16] Nicolosi, G.; L. Peng and N. Zhu. (2009), "Do Individual Investors Learn from Their Trading Experience", *Journal of Financial Markets*, 12 (2), pp. 317-336.
- [17] Altman, M. (2014), *Behavioral Economics, Thinking Processes, Decision Making, and Investment Behavior*, Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing, pp. 43-61.
- [18] Pompian, M. M. (2011), *Behavioral finance and wealth management: how to build investment strategies that account for investor biases* (Vol. 667): John Wiley & Sons.
- [19] فردويستون، يوجين برجهاام (١٩٨٩)، التمويل الإداري، تعريب عدنان الداغستاني، احمد نبيل عبدالهادي، تقديم سلطان محمد السلطان، دار المريخ، الرياض، السعودية.
- [20] محمد علي العامري (٢٠٠٨)، الإدارة المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر، جامعة بغداد، بغداد، العراق.

[21] صديقي، صفية (٢٠١٢)، "طرق تقييم وتحليل الاوراق المالي طبقاً لنظرية المالية السلوكية" رسالة ماجستير، الجزائر.
