

أثر التحيزات السلوكية على السلوك الاستثماري للمستثمر  
وكفاءة سوق الأوراق المالية  
دراسة ميدانية على البورصة المصرية

الباحث

محمد محمد أحمد رمضان

ماجستير إدارة الأعمال بكلية التجارة - جامعة دمياط

إشراف

الأستاذ الدكتور محمد عبدالله الهنداوي

أستاذ إدارة الأعمال وعميد كلية التجارة - جامعة دمياط

أثر التحيزات السلوكية على السلوك الاستثماري للمستثمر وكفاءة سوق الأوراق المالية

دراسة ميدانية على البورصة المصرية

الباحث

محمد محمد أحمد رمضان

ماجستير إدارة الأعمال بكلية التجارة - جامعة دمياط

إشراف

الاستاذ الدكتور محمد عبدالله الهنداوي

أستاذ إدارة الأعمال وعميد كلية التجارة - جامعة دمياط

ملخص:

تناول هذا البحث تحليل أثر التحيزات السلوكية علي كفاءة سوق الاوراق المصري واختبار الدور الوسيط للسلوك الاستثماري للمستثمرين الافراد، كما يسعى لتحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في التعرف علي أثر كل من التحيزات الادراكية والتحيزات العاطفية والتحيزات الاجتماعية وتحيزات السوق علي السلوك الاستثماري للمستثمرين الافراد في البورصة المصرية وأيهم أكثر تأثيراً علي كفاءة السوق، وأيضا التعرف علي مدي وجود اختلاف بين تحيزات المستثمرين الأفراد باختلاف العوامل الديموغرافية لهم (النوع، العمر، سنوات التعامل، المستوى التعليمي)، وتقديم مجموعة من المقترحات في ضوء نتائج البحث والتي تساعد المسؤولين في سوق الاوراق المالية المصري علي رفع مستوي اداء البورصة المصرية، من خلال معرفة الآثار السلبية للتحيزات السلوكية علي السلوك الاستثماري وأداء السوق .

وأسفرت نتائج التحليل الاحصائي عن مجموعة من النتائج أهمها : وجود تأثير معنوي للتحيزات الادراكية والتحيزات الاجتماعية والتحيزات العاطفية علي كل من السلوك الاستثماري للمستثمرين الافراد في البورصة المصرية وكفاءة السوق، كما توصلت الي وجود فروق معنوية بين تحيزات المستثمرين الافراد في البورصة لمصرية باختلاف العمر والمستوي التعليمي وسنوات التعامل، بينما لا توجد فروق معنوية بين تحيزات المستثمرين الأفراد وفقا للنوع .

This study investigates the impact of behavioral biases on the efficiency of the Egyptian securities market and examines the intermediate role of the

investment behavior of individual investors. It also seeks to achieve a set of objectives to identify the effects of cognitive biases, emotional prejudices, social prejudices and market bias on the investment behavior of individual investors in the Egyptian Stock Exchange. And which are more influential on the efficiency of the market, As well as to identify the extent of differences between the biases of individual investors with different demographic factors (gender, age, years of dealing, educational level), And provide a set of proposals in the light of the results of the research, which helps officials in the Egyptian stock market to raise the level of performance of the Egyptian stock market, by knowing the negative effects of behavioral biases on investment behavior and market performance.

The results of the statistical analysis resulted in a number of results, the most important of which were: The significant effect of cognitive biases, social prejudices and emotional prejudices on both the investment behavior of individual investors in the Egyptian Stock Exchange and the efficiency of the market, and also found significant differences between the biases of individual investors in the stock exchange While there are no significant differences between the biases of individual investors according to type.

## المقدمة

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم الأسواق الفرعية لسوق المال، والعمود الفقري لسوق رأس المال في ظل الاقتصاد الذي يعتمد على آليات السوق، وتأتي أهمية سوق الأوراق المالية، لما لها من آثار مختلفة على الأداء الاقتصادي والرفاهية الاقتصادية للمجتمع ككل، حيث تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة زيادة حجم التراكم الرأسمالي وزيادة الاستثمارات، ويتم تحقيق ذلك عن طريق

وجود سوق للأوراق المالية يتسم بالكفاءة، حيث تقوم أسواق الأوراق المالية بتعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات والتخصص الموارد المالية في المجالات المختلفة، مما يؤدي الى دفع عجلة التنمية الاقتصادية والنهوض بمعدلات النمو الاقتصادي، لذا تعتبر بورصة الأوراق المالية هي مرآة الاقتصاد القومي لأنها تعكس الوضع الاقتصادي للدولة، وبذلك يمكن استخدام مؤشرات أسعار الأسهم للتنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة قبل حدوثها (عرفان، ٢٠١٢).

وتتميز أسواق المال بكثرة التقلبات والتحركات في أوضاعها فلا تكاد تستقر فيها الأسعار علي إرتفاع معين حتي بتلوه انخفاض آخر، حيث مثلت هذه التقلبات أحد أكثر القضايا نقاشاً وإهتماماً في النظرية المالية نظراً لأهميتها البالغة علي المستوي الكلي والمستوي الجزئي، حيث أن عدم الاستقرار في أسواق راس المال يضعف الثقة فيها، ويؤثر علي الاستثمار من خلال عدم التوظيف الجيد للمدخرات وكذلك إرتفاع تكلفة التمويل.

ولقد توالى في الآونة الأخيرة الأزمات التي شهدتها أسواق المال ما أدى إلى ظهور جدل كبير في الأوساط الأكاديمية والذي أنطلق من التشكيك في نظرية كفاءة الأسواق، وذلك على يد عدد من الباحثين الذين قاموا بإثبات وجود عدد من التشوهات في سوق المال وعلى رأسهم "Shiller" ١٩٨١، "Banz" ١٩٨٥، "Debodt & Thaler" ١٩٨٥.

ومع إزدياد الشواهد، بدأ البحث في المؤثرات المختلفة التي تحكم سلوكيات متخذي القرار الاستثماري وعملية اتخاذ القرارات الاستثمارية وهو حقل جديد عرف بالتمويل السلوكي Behavioral Finance (صالح ٢٠١٢).

ومن ثم، يهدف هذا البحث الي القاء الضوء علي معرفة تأثير أبعاد التحيزات السلوكية علي دوافع وميول الاستثمار لدي المستثمرين الافراد في البورصة المصرية ومعرفة أي من هذه التحيزات أكثر تأثيراً علي جوانب السلوك الاستثماري، لكي نتمكن من فهم أنشطة وسلوكيات التداول ومعرفة آثار ذلك علي كفاءة السوق المصري، وذلك نظراً للدور الحيوي الذي تلعبه البورصة المصرية بالنهوض بخطط وسياسات الإصلاح ودفع قاطرة الاقتصاد المصري للنمو والازدهار .

## أولاً: مشكلة البحث:

من خلال مراجعة الدراسات السابقة ونتائج الدراسة الاستطلاعية تبين وجود تقلبات شديدة في البورصات العالمية والعربية، بالإضافة الي تتابع وتوالي الازمات والاختلالات التي تشهدها تلك الاسواق، مما أدى الي تواجه الباحثين والمهتمين بالأسواق المالية الي البحث في الاسباب الحقيقية وراء ذلك، والتشكيك في مدي امكانية تطبيق وفعالية نظرية الكفاءة وكذلك الفرضيات التي تقوم عليها ومن

أهمها عقلانية المستثمرين وتمتعهم بالرشد التام في عملية اتخاذ القرار المالي مما أدى الي التوصل الي ما يعرف باسم التمويل السلوكي الذي يعتمد في جوهره علي البعد النفسي والسيكولوجي في اتخاذ قرارات الاستثمارية .

وكذلك قصور النماذج المالية عن تفسير الأسعار الفعلية التي يتم تداولها في البورصة، ووجود فجوة بين الاسعار الحقيقية للأوراق المالية والاسعار الفعلية المتداولة، وأيضاً انخفاض الوعي الاستثماري لدى المستثمرين، وأن التذبذب السريع في أسعار الاوراق المالية لا يرجع فقط الي التغير في المراكز المالية للشركات إنما يرجع في كثير من الاحيان الي السلوك الاستثماري، والذي يتأثر بدوافع وميول المستثمرين وسيطرة الطابع النفسي من خوف وطمع وعدم التحكم في النفس في بعض الأحوال، ويظهر ذلك في كثير من تصرفات وسلوكيات المستثمرين أثناء عمليات التداول في الاسواق المالية، وفي هذا السياق ينبغي التعرف علي أهم التحيزات السلوكية التي تؤثر على المستثمرين الافراد في البورصة المصرية، بالإضافة الي دراسة تأثير هذه التحيزات علي دوافع وميول المستثمر وأثر ذلك علي كفاءة السوق المصري،

وبالتالي يمكن صياغة مشكلة الدراسة على النحو التالي:

ما مدى تأثير التحيزات السلوكية على السلوك الاستثماري للمستثمر الفرد وأثر ذلك على كفاءة سوق الأوراق المالية المصري؟

وينبثق عن هذا السؤال الرئيسي التساؤلات الفرعية التالية :

- ما مدى تأثير السلوك الاستثماري للمستثمرين الافراد في البورصة المصرية بالتحيزات السلوكية ؟

- ماهي أهم أبعاد التحيزات السلوكية وتأثيرها علي كفاءة سوق الاوراق المالية ؟

- ماهي العلاقة بين التحيزات السلوكية والسلوك الاستثماري وكفاءة سوق الاوراق المالية؟

ثانياً: أهداف البحث:

يسعى البحث الى تحقيق الأهداف التالية:

١- معرفة تأثير التحيزات السلوكية على خيارات المستثمرين والسلوك الاستثماري لهم .

٢- قياس تأثير التحيزات السلوكية على كفاءة سوق الأوراق المالية .

٣- تحديد الاختلافات الناتجة عن التحيزات السلوكية على المستثمرين باختلاف المتغيرات الديموغرافية والشخصية لهم .

٤- توصيف طبيعة المستثمر المصري من خلال التعرف على دوافع وميول المستثمر الفرد ومدى تأثيرها علي سلوكه الاستثماري نحو توظيف مدخراته في البورصة المصرية.

ثالثاً: فروض البحث:

سعيًا وراء تحقيق أهداف البحث قام الباحث باختبار مدى صحة أو خطأ الفروض التالية:

١- الفرض الأول:

" لا يوجد إرتباط معنوي بين أبعاد التحيزات السلوكية والسلوك الاستثماري كفاءة سوق الاوراق المالية المصري".

٢- الفرض الثاني:

" لا توجد آثار مباشرة وغير مباشرة ذات دلالة إحصائية للتحيزات السلوكية على كفاءة سوق المال المصري عند توسط السلوك الاستثماري".

وينقسم هذا الفرض الى الفروض الفرعية التالية:

- " لا يوجد تأثير معنوي مباشر لأبعاد التحيزات السلوكية على السلوك الاستثماري للمستثمرين الافراد".

- " لا يوجد تأثير معنوي مباشر لأبعاد التحيزات السلوكية علي كفاءة سوق الاوراق المالية المصري".

- " لا يوجد تأثير معنوي مباشر للسلوك الاستثماري على كفاءة سوق الاوراق".

- "لا يزداد التأثير المعنوي لأبعاد التحيزات السلوكية على كفاءة سوق الاوراق المالية عند توسط السلوك الاستثماري.

٣- الفرض الثالث:

" لا توجد فروق ذات دلالة معنوية بين المستثمرين الافراد في تحيزاتهم السلوكية وفقاً لخصائصهم الديموغرافية.

وينقسم هذا الفرض الى الفروض الفرعية التالية:

- لا توجد فروق ذات دلالة معنوية بين المستثمرين الافراد في تحيزاتهم السلوكية وفقاً للعمر.

- لا توجد فروق ذات دلالة معنوية بين المستثمرين الافراد في تحيزاتهم السلوكية وفقاً للخبرة.

- لا توجد فروق ذات دلالة معنوية بين المستثمرين الافراد في تحيزاتهم السلوكية وفقاً للنوع.

- لا توجد فروق ذات دلالة معنوية بين المستثمرين الافراد في تحيزاتهم السلوكية وفقاً للمستوي التعليمي.

رابعاً: أهمية البحث:

يستمد البحث أهميته مما يلي:-

١/٦- الأهمية العلمية :

- ندرة الأبحاث والدراسات العربية التي تناولت موضوع التمويل السلوكي حيث يعد مجالاً خصباً لمزيد من الدراسة والبحث- في حدود علم الباحث-. وأيضاً دراسات سلوك المستثمر الفرد في سوق الأوراق المالية
- محاولة تقديم إطار نظرياً ومنهجياً لدراسة أثار التحيزات السلوكية علي السلوك الاستثماري للمستثمرين الافراد في البورصة المصرية.
- قد يساهم البحث في سياق توليد المعرفة في هذا الجانب البحثي المهم وهو دراسة خيارات المستثمر وسلوكياته، ووضع روي للدراسات المستقبلية ومعالجة المشكلات القائمة في البيئة المصرية، ومحاولة الاستفادة من التجارب والدراسات الأجنبية في إطار موضوع التمويل السلوكي ونقلها إلى البيئة العربية والمصرية.

#### ٢/٦- الأهمية العملية:

- معرفة أهم العوامل المؤثرة في السلوك الاستثماري وكيفية توظيفها في بناء وإدارة المحافظ الاستثمارية وبالتالي مزيد من التخصيص الأمثل لموارد المالية ودفع عجلة التنمية الاقتصادية.
- العمل على فهم سلوك التداول وتنشيط وتطوير سوق الأوراق المالية في مصر، حيث يتعامل فيه أكثر من ٢ مليون مستثمر يقومون باستثمارات ضخمة في شتى نواحي الاقتصاد المصري تبلغ حوالى (٣٣٢) مليار جنيه كقيمة التداول خلال عام ٢٠١٧.

#### جدول رقم (١)

أحجام التداول في البورصة المصرية خلال الفترة (٢٠١٢-٢٠١٧)

٢٠١٧	٢٠١٦	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	البيان
٣٣٢	٢٨٥	٢٤٨	٢٩١	١٦٢	١٨٥	اجمالي قيمة التداول (بالمليار جنيه)
٢٢٢	٢٢٢	٢٢١	٢١٤	٢١٢	٢١٢	عدد الشركات المقيدة
٧,٠	٦,٠	٤,٩	٧,٣	٤,٨	٦,٢	عدد العمليات (بالمليون عملية)
١١٨٢	٨٢٠	٥٦٧	٨٨٢	٤٢٨	٥١٨	المتوسط اليومي لقيمة التداول (بالمليون جنيه)

المصدر من إعداد الباحث اعتماداً علي تقارير البورصة الدورية

- التعرف أهم التحيزات السلوكية المؤثرة على سلوك الاستثماري في بناء وإدارة المحافظ الاستثمارية وتفسير التقلبات التي تحدث في عوائد وأسعار الاسهم ومن ثم تقديم النصح والمشورة للحكومة والجهات المختصة والتي تساهم في تحقيق أداء أفضل للمستثمرين وزيادة كفاءة سوق الأسهم وبالتالي مزيد من الرخاء والتنمية.

خامساً: الاطار النظري للبحث

<sup>١</sup> تقرير البورصة المصرية عام ٢٠١٧

إن الاستثمار في الأوراق المالية فن وعلم له أصوله وقواعده فيتطلب قدر من المعرفة والخبرات العملية التي تساعد المستثمر علي حسن الاختيار والمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق، وكيف يمكن معرفة أفضل توقيت لشراء وبيع الأوراق المالية، ما هو اتجاه السوق لذا لا بد للمستثمر أن يكون علي دراية جيدة بأدوات تقييم الاستثمار وقراءة سيكولوجية المتعاملين للسوق وأوقات التلاعب في البورصة .

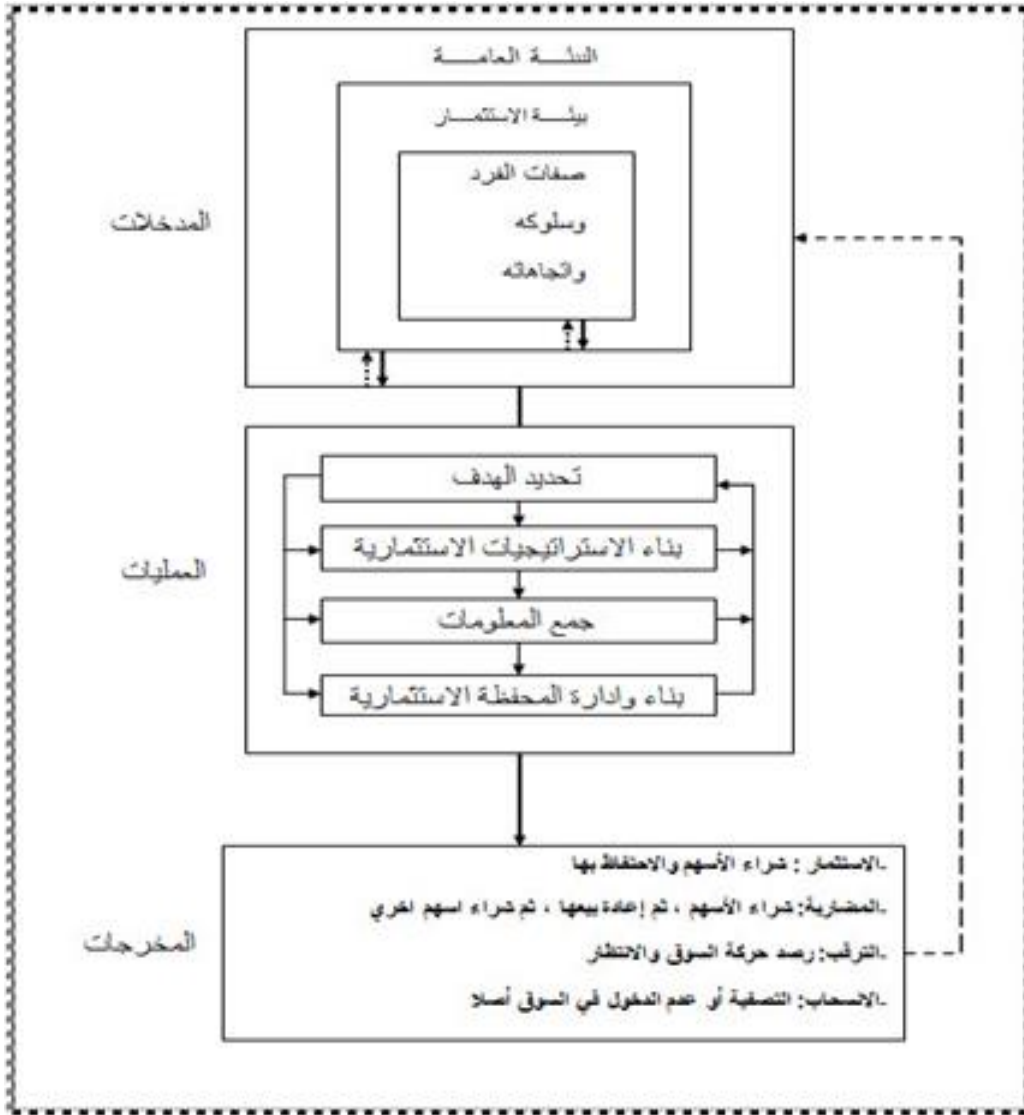
وأكد (2012) Jahanzeb بأنه لا يمكن تجاهل الجانب النفسي علي حياة البشر وسلوكهم، وأثره علي قراراتهم الاستثمارية، لان مجتمع البورصة قد يسيطر عليه عوامل الخوف والطمع، ويصرف النظر عن الاعتبارات المنطقية وحسابات السوق فقد تقود عملية المضاربة الي الربح والشعور السعادة وتحقيق الذات والتمتع بروح المغامرة، أو الخسارة وتغير الحالة النفسية للمستثمر وصولا الي الخوف والاكتئاب، فالمستثمر الناجح هو الذي يوازن بين دوافعه الاقتصادية ودوافعه السلوكية ويتمكن من الدمج بينهما للوصول الي سلوك إستثماري كفاء، ويشير السلوك الاستثماري للفرد الي عملية اتخاذ قرار تتضمن مجموعة من الأنشطة التي تقوم بها المستثمر استجابة لدوافعه بقصد تحقيق أهداف معينة في ظل مجموعة من المتغيرات الداخلية والخارجية (المحمودي، ٢٠١٢)، وتتمثل هذه الأنشطة في ثلاث مراحل أساسية وهي مرحلة إعداد الخطة الاستثمارية ومرحلة تنفيذ الخطة ومرحلة المتابعة.

وفي هذا السياق يمكن تحليل سلوك الاستثمار للأفراد في الأوراق المالية علي أنه نظام له مدخلات وعمليات ومخرجات. تشمل المدخلات علي المتغيرات الخاصة والمتغيرات البيئية سواء كانت متغيرات البيئة العامة أو متغيرات بيئة الاستثمار، ومن هذا المنطلق نجد أن عناصر المدخلات مجموعة من المتغيرات خاصة بالفرد وهي تلك المتغيرات المكونة له ككيان استثماري، ويدخل ضمن هذه المتغيرات الصفات الديموغرافية والدوافع الاستثمارية واتجاه الفرد وميوله نحو المخاطرة.

أما عن المتغيرات البيئية والتي تشمل علي مجموعتين، متغيرات البيئة العامة ومتغيرات بيئة الاستثمار، ومتغيرات البيئة العامة وهي تلك الاحداث المكونة للمناخ الاستثماري الذي يعيش فيه المستثمر بأبعاده السياسية والتي تعني أن النظام السياسي مستقر أو غيره، والاقتصادية والتي تشمل علي معدلات النمو والتضخم والسياسة المالية، والحضارية تشمل علي الدين، اللغة والتاريخ، والعوامل التكنولوجية وتشمل نظم المعلومات، التقنية وسرعة تقبل الافكار والمعلومات ونقلها والحصول عليها، والاجتماعية وتشمل علي العادات والتقاليد ودرجة التمسك بها.

أما عن متغيرات بيئة الاستثمار فهي تلك العوامل ذات الصلة المباشرة بالاستثمار في الاوراق المالية وتشمل علي طبيعة قطاع الاعمال والشركات المدرجة في البورصة من حيث العدد والحجم والقطاعات وأيضا عمق واتساع السوق المالي، وأيضا سياسات ونظم التداول في السوق بالإضافة الي البدائل الاستثمارية الأخرى المتاحة





المصدر: الصانغ، ناصر محمد، اخرون ، سلوك واتجاهات المستثمر السعودي في الاسهم(١٩٩٣)

### الشكل رقم (١)

#### تحليل السلوك الاستثماري

ومن خلال تفاعل مدخلات النظام مع بعضها البعض تتشكل عمليات النظام في الحصول علي البيانات ودراسة البدائل الاستثمارية والمفاضلة بينها وتحديد الاهداف الاستثمارية (دخل, نمو) وبناء استراتيجية من المضاربة أو الاستثمار الحقيقي وتكوين المحفظة الاستثمارية المناسبة مع دوافع وميول المستثمر .

في النهاية تظهر مخرجات النظام في صورة القرارات الاستثمارية للأفراد سواء قرار الشراء , قرار البيع, قرار عدم التداول والتي تعكس سلوكهم الاستثماري الذي هو نتيجة لتفاعل مزيج من المتغيرات الاقتصادية والمتغيرات السلوكية والنفسية، وتأسيسا علي ما سبق فإنه يمكن تعريف السلوك الاستثماري بأنه الاسلوب التي يقوم المستثمر من خلاله بالتحليل وفهم إجراءات ومعلومات الاستثمار والتنبؤ والحكم عند اتخاذ قرار الاستثمار . لذا سنتعرف علي أهم أبعاد السلوك الاستثماري والمتمثلة في دوافع الاستثمار وميوله وأساليب وطرق إختيار الأوراق المالية.

## دوافع الاستثمار Investment Motives

تلعب دوافع السلوك دوراً هاماً في تحديد وتوجيه سلوكه، تعتبر سيكولوجية الشخصية هي بوجه عام سيكولوجية الدوافع، وهو من أكثر المفاهيم شيوعاً في مجال الدراسات السلوكية وقد تستخدم لتفسير ما يجري داخل الانسان. وعرف (حطاب، ٢٠٠٢) الدوافع "بمختلف القوي التي تحرك الفرد و تستثير حماسه و تؤثر علي مجهوده وادائه والهدف الذي يسعى الي تحقيقه من العمل " وعلي الرغم من تعدد المتغيرات الحاكمة لعملية السلوك الاستثماري الا أنه يمكن تصنيفها الي نوعين من المتغيرات النوع الأول المتغيرات الاقتصادية وهي تلك المتغيرات والدوافع النابعة من هدف تعظم المنفعة وهي عوامل ذات علاقة بالبيئة العامة وبيئة الاستثمار، والنوع الثاني المتغيرات السلوكية أو العوامل الذاتية لها علاقة بصفات الأفراد واتجاهاتهم نحو الاستثمار وما يرتبط به (الصائغ، ١٩٩٣).

وتأسيساً علي ما سبق فإن دوافع الاستثمار: هي مجموعة من العوامل المحفزة علي الاستثمار التي تستقطب المستثمرين وتدفعهم نحو توظيف مدخراتهم في مشروع ما، أي إنها قوة محركة ومنتظمة وموجهة في وقت واحد للفرد باتجاه سلوك استثماري محدد.

ميول المستثمر

الميول الاستثمارية هي عبارة عن قوي داخلية تدفع المستثمر للسلوك استثماري محدد أو عبارة عن استعداد من جانب الفرد أن يستغرق في نشاط أو مجال معين دون الاخر.

ويوجد مجموعة من الميول السلوكية التي تدفع المستثمرين علي الاستثمار في سوق الأوراق المالية (حناوي، ٢٠١١):

- **ميول التفاؤل:** يتأثر نشاط وسلوك المستثمر بنظرته التفاؤلية تجاه الأحداث والمتغيرات البيئية المحيطة به والمتعلقة بنشاطه الاستثماري.
- **ميول المخاطرة:** تختلف أنماط المستثمرين واتجاهاتهم الاستثمارية تبعاً ميل المستثمرين نحو المخاطرة حيث تؤثر درجة ميل المستثمر نحو المخاطرة علي طبيعة مجال الاستثمار وأدواته الاستثمارية
- **ميول التنوع:** يختلف ميل المستثمرين في تنوع استثماراتهم، حيث ينوع المستثمر استثماراته وأجالها من أجل تخفيض مخاطر الاستثمار بالأخص الغير نظامية.

وبعد التعرف علي الدوافع والاهداف الاستثمارية التي يسعى المستثمر الي تحقيقها في سوق الاوراق المالية ، فان تحقيق هذه الاهداف يتوقف علي مدي ادراك ومعرفة المستثمر بأساليب اختيار وتداول الاوراق المالية ويطلق عليها البعض مرحلة بناء محفظة الاستثمار وهي المرحلة الثانية من

مراحل عملية الاستثمار في الأوراق المالية والتي تهتم بتحديد وتقييم الاستراتيجيات والبدائل المتاحة أمام المستثمر، وفي هذه المرحلة يقوم المستثمر بثلاث قرارات (سباع، ٢٠٠٤) كالاتي :

- **الانتقاء :** والتي يطلق عليه التنبؤ الجزئي والذي يتم من خلاله تحليل وفحص عدد من الأوراق المالية، ويوجد العديد من المداخل التي يعتمد عليها المستثمر لتحليل الأوراق المالية مثل التحليل الاساسي الذي يهتم بدراسة الظروف الاقتصادية المحيطة بالمنشأة، وكذلك مدخل التحليل الفني والذي يهتم بتتبع حركة أسعار الاسهم في الماضي وأنماط التداول .
- **التوقيت :** والذي يطلق عليه أيضا التنبؤ الكلي ، وفي هذه المرحلة يقوم المستثمر بالتنبؤ بأسعار الأوراق المالية وتقدير الفروق بينها وبين القيم الحقيقية لهذه الأوراق .
- **التنوع :** حيث يقوم المستثمر بتنوع إستثماراته بين عدة قطاعات لتخفيض المخاطر الاستثمارية .

ظل الفكر التقليدي في مجال التمويل سائدا لسنوات عديدة علي الاسواق المالية والذي يقوم علي افتراض ان المستثمر يتعامل بكل رشد ويظهر ذلك في محورين، الاول عن وصول معلومات جديدة الي السوق تؤدي الي تحديث الانطباعات الموجودة لدي الفرد بشكل سليم، والمحور الاخر أنه من خلال هذه المعلومات والانطباعات المحدثة يستطيع المستثمر أن يتخذ القرار المناسب، حتي ظهرت مجموعة من الدراسات والافكار التي بدأت تشكك في نظرية الكفاءة ورشد المستثمر، والتي تعتبر نواة للمدرسة السلوكية في التمويل، وتستند هذه المدرسة الي الاعتبارات النفسية للمستثمر وما تحتويه النفس البشرية من أخطاء ادراكية ومشاعر إنسانية، قد لا تمكنه من استيعاب المعلومات الجديدة الواردة في السوق، وبالتالي لا يتم تحديث معلوماته وكذلك انطباعاته، أو انه قد يقوم بتحديث معلوماته ولكن يتخذ القرار الاستثماري بشكل غير منطقي بسبب الحالة المزاجية أو عدم وضوح تفضيلات والرؤية أو نتيجة لتفاعله مع الاخرين وبيئة الاستثمار .

لذا يعتمد أنصار التمويل السلوكي علي الجانب السيكولوجي والذي يشمل العناصر التالية (الاعطاء الادراكية، المشاعر الانسانية، الحالة المزاجية، عدم وضوح التفضيلات والتفاعل مع الأفراد الاخرين) والذي يعتبر أن هذه العناصر هي مصادر عدم الرشد للمستثمرين بالإضافة الي ذلك حدود عملية المراجعة والتي تعني امكانية سيطرة القرارات الغير رشيدة علي اتجاه وحركة السوق لفترات طويلة، ونتعرف في الجزء التالي علي طبيعة التمويل السلوكي وكذلك أبعاد التحيزات السلوكية .

## التمويل السلوكي

ويرى Shefrin (2001) أن "التمويل السلوكي هو دراسة تأثير علم النفس على سلوك المتداولين الماليين وأثرها على الأسواق المالية". وكذلك يصف Ritter (2003) التمويل السلوكي بأنه عبارة التكامل ما بين النظرية المالية القياسية مع إدخال البعد النفسي والمنطقي في عملية صنع القرار، في

حين يؤكد Sewell (2007) على أن "التمويل السلوكي يهتم بدراسة تأثير النواحي النفسية على الممارسين للسلوك المالي وتأثيرها على السوق".

بينما يعرفه Jahanzeb (2012) على أنه هو " جزء من المالية يسعى الى فهم وتوضيح الآثار المترتبة على عمليات القرار النفسي في السوق المالي، حيث انه يستخدم المعرفة من علم النفس المعرفي والعلوم الاجتماعية والانثروبولوجيا لشرح سلوك المستثمرين الغير عقلاني" نلاحظ انن بأن التمويل السلوكي ينطلق من ملاحظة ما يحدث في سوق المال من اختلالات، ثم تحاول تفسيرها وهذا ما يثبت بأنها نظرية براغماتية تنطلق من تفسير الواقع لبناء النظرية (نظرية تفسيرية) ولكن نظرية الكفاءة التي تتصف بكونها نظرية معيارية تنطلق من البناء النظري وتحاول فرضه على الواقع ( صديقي ، ٢٠١٢).

يقترح التمويل السلوكي أن القرار الاستثماري يتأثر وبشكل كبير بالعوامل النفسية والعواطف، والتي تتضمن المشاعر التالية : الخوف الذعر والقلق، والحسد والنشوة والجشع، الرضا، والطموح، الغرور، على الأرجح كل هذه المشاعر تتداخل بنسب متفاوتة في صنع القرار المالي الاستثماري، وهذا ما يوضحه في الشكل التالي :



المصدر: سحنون؛ مريم، السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة الاسواق المالية، ٢٠١٦

شكل رقم (٢)

مشاعر المستثمرين الافراد خلال تقلبات سوق الاسهم

التحيزات السلوكية

يمكن تعريف التحيزات السلوكية بأنها أنماط من الانحراف في الحكم أو الراي يحدث في حالات معينة، يؤدي الى تشويه للإدراك الحسي أو حكم غير دقيق أو تفسير غير منطقي، ينتج عن قيود أو إعتبارات الوقت والتكلفة، نقص الآليات العقلية ومحدودة المعلومات والموارد (Bashir,2015).

بينما يؤكد (Baron,2007) أن التحيز السلوكي هي حالات أو شواهد من السلوك الذهني يحتمل أن يكون بعضها متكيف لأنها تؤدي إلى إجراءات أكثر فعالية تحت سياقات معينة (أي تمكن من اتخاذ قرارات أسرع في ظروف صعبة وعاجلة) أو أخرى تنتج عن نقص الآليات العقلية المناسبة (العقلانية المحدودة) أو ببساطة بسبب الضوضاء الذهنية والتشويه. ويرى الباحث التحيز السلوكي هو حالة من السلوك الذهني تعبر عن الميل عن التفكير العقلاني وتشتيت صانع القرار عن اتجاهه وعدم ادراك الحجم الحقيقي للمخاطر، والتفسير المنطقي للحقائق والبحث الكامل للمعلومات.

ويوجد العديد من التحيزات السلوكية التي تؤثر على عملية صنع القرارات الاستثمارية والتي تبين كيف يمكن أن يتأثر سلوك متخذ القرار بالمؤثرات المختلفة والتي تمثل أبعاد التحيزات السلوكية

#### ١ - التحيزات الاستدلالية والادراكية: Cognitive biases

هناك من يشير الى أن التحيز الادراكي إدراك اجرائي يحدث أحيانا نتيجة فئاعات مترسخة تجعل الفرد يلتزم بها بغض النظر عن أي معلومات مغايرة والتي قد تكون أكثر عقلانية (Baker et al, 2015)، وهي أحد الجوانب السلوكية المهمة والتي تؤثر على عقلانية الأفراد في اتخاذ قراراتهم وردود أفعالهم حول الأحداث والمعلومات ويعتبر خطأ في التفكير والتقييم والتذكر (صديقي ٢٠١٢)، وفقاً لدراسة Tversky & Kahneman (1992) يقوم الأفراد المستثمرين باتخاذ قراراتهم الاستثمارية في فلك الأحداث والنتائج التي يأملون في تحقيقها .

أي أن الناس في كثير في الاحيان تقوم باتخاذ القرارات على القواعد التقريبية من الابهام وليس المنطق الجاد وتشمل طرق أو قواعد الاستدلال على مجموعة من التحيزات الادراكية كما أشار (kahneman & tversky,1992) & (waweru et al 2008) & (Luang et al ,2011) هي تحيز التمثيل ، تحيز الترسخ، تحيز المتاح ، الادراك المتأخر، الثقة الزائدة، و تحيز الاطار.

#### ٢ - التحيزات العاطفية: Emotional biases

ويعرف التحيز العاطفي بأنه التحيز أو الميل الذي ينتج عن اتخاذ الافعال أو الاجراءات بناء عن العواطف والمشاعر بدلاً من الحقائق (Baker et al ,2015).

نظرية الاحتمال: Prospect theory: تركز على ذاتية وشخصية اتخاذ القرار، وتأثر المستثمرين بمنظومة القيم، حيث تعتبر نموذج وصفى للسلوك الاقتصادي يهيمن على تحليل صنع القرار في ظل المخاطرة والتي وضعها كل من (kahneman & tversky (1979) وتوصف نظرية الاحتمال الحالات العقلية التي تؤثر على اتخاذ القرار الفرد بناء على مجموعة من الدوال، وتعتبر نظرية المنفعة المتوقعة

EUT ونظرية الاحتمال نهجين لعملية صنع القرار من وجهات نظر مختلفة وتركز نظرية المنفعة المتوقعة على النموذج المعياري للسلوك الاقتصادي أي تركز على توقعات المستثمرين بعقلانية ورغم أنها أثبتت نفعاً في وصف كيف يجب أن يتصرف الناس، ولكن قد شكك البعض في مدى ملائمة وضعها للسلوك الفعلي (لماذا تتجذب الناس على حد سواء الى اليانصيب والتأمين ) وتشمل نظرية الاحتمال على مجموعة من التحيزات النفسية والعاطفية كما اشار waweru et al (2008)، (kengatharan et al, 2014) & (Luang et al, 2011) غيرهم منها: النفور من الخسارة ، النفور من الاسف ، تحيز التفاؤل، تحيز الوضع الراهن والمحاسبة العقلية وتأثير التصرف

### ٣ - التحيزات الاجتماعية وسلوك القطيع : Social bias & Herding effect

يقصد بها مدي تأثر المستثمر بمجتمع الاستثمار الذي يقوم باستقصاء المعلومات واخذ الرأي والمشورة منه، أو ميل المستثمرين الى تقليد واتباع اجراءات وتصرفات المستثمرين الاخرين وغالبا يحدث بسبب اعتماد المستثمرين على المعلومات الجماعية أكثر من المعلومات الخاصة (صالح، ٢٠١٢)، وتختلف من مجتمع لآخر وفقا لاتجاهاته الثقافية فالأفراد في المجتمعات القائمة علي الثقافة الفردية مثل الولايات المتحدة أقل تأثراً من المجتمعات القائمة علي الثقافة الجماعية كما في اليابان والدول العربية ومن اهم التحيزات الاجتماعية الشبكة الاجتماعية وسلوك القطيع .

### ٤ - عوامل السوق والتحيز المعلوماتي: Market factors & Information bias

وفقا الى Debondt & Thaler (1995) فإن حالة السوق يمكن أن تتأثر وتتأثر على سلوكيات المستثمرين وبالتالي تؤثر على صنع القرار في سوق الاسهم، ويظهر ذلك في رد فعل المستثمرين نتيجة لتغير في الأسعار والأخبار وأيضا استقرار الاتجاهات الماضية في المستقبل، ويحدد كل من (صالح، ٢٠١٢) (waweru et al 2008) & (Luang et al, 2011) (kengatharan 2014) et al,

عوامل السوق التي لها تأثير على صنع قرار المستثمرين وهي : الاسقاط، الانتقاء المعلوماتي، الاتجاهات الماضية من الاسهم والحجب المعلوماتي، الافراط في رد الفعل.

الدراسات السابقة

هدفت الدراسة (Mahina et al (2017) الي تحديد تأثير التحيزات السلوكية على الاستثمار في سوق الأوراق المالية في رواندا. وشملت علي ال تحيز الثقة الزائدة، والتحيز التفاؤل المفرط، ونفور الخسائر، وتحيز الإسناد الذاتي، والتحيز تأثير التصرف، وتوصلت الدراسة إلى أن معظم المستثمرين عانوا من التحيزات السلوكية في الاستثمار في أسواق الأسهم. توصلت الدراسة إلى أن المستثمرين في البورصة الرواندية يقعون في تحيز الثقة الزائدة كلما كانت استثماراتهم ناجحة ويؤدي ذلك إلى زيادة التداول، وكذلك يتأثر العديد من المستثمرين بتأثير التصرف حيث يقوم ببيع الاسهم الرباحة بسرعة والاحتفاظ بالأسهم الخاسرة ، كما هدفت دراسة (Ahmad et al(2017) الي معرفة تأثير الاستدلال على قرارات المستثمرين الأفراد، وعلى كفاءة السوق في بورصة باكستان والعلاقة بين التحيزات الاستدلالية،

وقرارات الاستثمار، وكفاءة السوق المدركة، وأثبتت نتائج الدراسة أن التحيزات الاستدلالية تؤثر سلباً على القرارات الاستثمارية للمستثمرين الأفراد في سوق باكستان وكفاءة السوق المدركة. نتيجة لذلك يتخذ المستثمرون قرارات غير منطقية، الأمر الذي قد يتسبب في حدوث عدم استقرار داخل السوق.

وكذلك هدفت دراسة (Hadi 2017) الي معرفة تأثير للتحيزات السلوكية للمستثمرين مثل تحيز التمثيل وتحيز المتاح والثقة الزائدة على الكفاءة المدركة لسوق المال في باكستان. وأظهرت النتائج الي وجود علاقة عكسية قوية بين الكفاءة المتصورة للسوق المالية الباكستانية ووهم التحيز في السيطرة (الثقة الزائدة) والتحيز المتاح، في حين أن تحيز التمثيل ليس له تأثير كبير على كفاءة السوق . وعلي الجانب الآخر تحاول دراسة (Mistry 2015) فهم سلوك المستثمرين الأفراد في سوق الأسهم الهندية، وكذلك معرفة سيكولوجية المستثمرين في حالات السوق وتصنيفهم علي أساس ذلك الي هجومي ودفاعي ومعتدل، وتوصلت الدراسة الي وجود علاقة إيجابية بين حالة السوق وصنع القرار للمستثمرين بسوق الأسهم الهندية. كما هدفت دراسة المحمودي (٢٠١٢) الي تحديد العوامل المؤثرة علي سلوك المستثمر الفرد عند اتخاذه قرار الاستثمار في سوق الاوراق المالية المصري من خلال معرفة أهدافهم الاستثمارية، وأساليبهم في الاستثمار وسلوكيات البيع والشراء، وتوصلت الدراسة الي وجود تأثير للعوامل الاقتصادية والاجتماعية والسلوكية علي سلوكه الاستثماري، وكذلك هدفت دراسة حناوي (٢٠١١) الي التعرف علي السلوك الاستثماري ودوافعه وميوله بالتطبيق علي الجمعيات التعاونية السكنية في سوريا، وذلك من خلال التعرف دوافع الاستثمار (دوافع السكن، دوافع تنمية المال، دوافع الربح، دوافع اخري) وميول الاستثمار (ميول التفاؤل، ميول المخاطرة) وتوصلت الدراسة الي وجود اختلافات جوهرية بين دوافع الاستثمار، حيث أكثر هذه الدوافع اهمية هي دوافع السكن يليها دوافع تنمية راس المال ، وكذلك يوجد فروق جوهرية بين ميول ودوافع المستثمرين في الجمعيات التعاونية باختلاف خصائصهم الشخصية والاقتصادية.

سادساً: منهج البحث

#### ١- متغيرات البحث:

تنقسم متغيرات البحث الي ما يلي:-

- المتغير المستقل: هو المتغير الذي يؤثر علي المتغير التابع وكذلك يفسر الظاهرة محل الدراسة والسبب الافتراضي لها، ويتمثل في التحيزات السلوكية ويمكن قياسها من خلال الأبعاد الاتي:

- التحيزات الاجتماعية - التحيزات الادراكية

- التحيزات العاطفية - تحيزات السوق

- المتغير التابع: ويتمثل في كفاءة سوق الأوراق المالية ويمكن قياسه من خلال الاتي :-

- الكفاءة التشغيلية - الكفاءة التسعيرية

- تطوير الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق - خصائص السوق
- المتغير الوسيط: هو الذي قد يكون له دور في التأثير على المتغير التابع، ولولا وجوده، لَمَا استطاع المتغير المستقل التأثير في المتغير التابع ويتمثل في السلوك الاستثماري للمستثمر الفرد ويمكن قياسه من خلال الاتي
- أهداف ودوافع الاستثمار
- أساليب وطرق إختيار وتداول الأوراق المالية.
- ميول المستثمر

## ٢- مجتمع البحث وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث في المستثمرين الأفراد في البورصة المصرية الذين يقومون بإدارة محافظهم الاستثمارية بأنفسهم، ونظراً لان المستثمرين الأفراد هم الفئة الأكثر في تداولات البورصة المصرية، وبالتالي الأكثر تأثيراً حركة السوق، لذا هم الأكثر عرضة لتأثير التحيزات السلوكية دون غيرهم.

ونظر لكبر حجم مجتمع الدراسة وانتشار مفرداته حتي يصل الي أكثر من ٢ مليون مستثمر، وذلك حتي نهاية عام ٢٠١٧، واختلافهم من فترة الي لآخري نظرا لدخول وخروج المستثمرين من السوق، وبلغ نسبة تعاملات المستثمرين الافراد نحو ٦٥% من إجمالي تعاملات في السوق حيث ارتفعت صافي مشترياتهم إلى نحو ٦,٤ مليار جنيه خلال عام ٢٠١٧ وذلك مقارنة بصافي شراء قدره ٢ مليار جنيه خلال عام ٢٠١٦ وذلك بعد استبعاد الصفقات والسندات. لذا فان الباحث أتمد علي طريقة المعاينة العشوائية في اختيار المستثمرين وعلي قائمة الاستقصاء كأداة لجمع البيانات .

وأتمد البحث علي عينة الطبقيّة ذات مرحلتين في اختيار مفردات العينة، في المرحلة الاولي تم اختيار عينة من شركات السمسرة المسجلة لدي سوق الأسهم المصري قدرها (٤٠) شركة، من شركات السمسرة مسجلة في البورصة في المحافظات التالية دمايط، الدقهلية، الاسكندرية، القاهرة، الجيزة وكفرالشيخ، وذلك خلال نهايات ٢٠١٧ عام وبداية ٢٠١٨ م. حيث بلغ عدد شركات السمسرة المقيدة في البورصة المصرية حتي نهاية عام ٢٠١٧ الي (١٤٧) شركة تتفاوت فيما بينها من حيث عدد العمليات والحجم وقيمة التداول.

في المرحلة الثانية تم اختيار عينة عشوائية من المستثمرين الافراد داخل هذه الشركات ممن يدرون استثماراتهم بأنفسهم قدرها ٥٠٠ مستثمر، حيث أن اعداد المتعاملين في البورصة المصرية يزيد بكثير عن ١٠٠٠٠٠٠ مفردة وان معامل الثقة ٩٥% وأن حدود الخطأ ٥% من خلال الاستعانة بالجداول الاحصائية وأراء المختصين في هذا المجال لتحديد حجم العينة، في ضوء ذلك فإن حجم العينة يصل



الي ٣٨٤ مفردة، وقد زاد الباحث في حجم العينة لضمان تمثيل أفضل لمجتمع البحث والوصول الي حجم العينة الحقيقي .

### وحدة المعاينة

وتتمثل وحدة المعاينة في المستثمر الفرد الذي يدير محفظته الاستثمارية بنفسه، وينقسم الي مستثمر عادي يتداول من خلال الذهاب بنفسه الي شركة السمسرة خلال صالات التداول، ومستثمر الالكتروني يتداول من خلال المواقع الالكترونية والشاشات التداول دون الذهاب الي مقر شركة السمسرة. وحيث أن نسبة المستثمرين العادين (٧٠%) \* ونسبة المستثمرين الالكترونيين (٣٠%) وبنفس النسبة تم اختيار مفردات العينة من المستثمرين العاديين (٣٥٠) مفردة ومن المستثمرين الالكترونيين (١٥٠) مفردة .

حيث تم توزيع استثمارات الاستقصاء المعدة لذلك علي مفردات العينة في كل شركة من شركات السمسرة عن طريقة المقابلة الشخصية للمستثمرين المترددين علي تلك الشركات خلال الفترة من شهر نوفمبر وديسمبر عام ٢٠١٧ وحتى شهر مارس عام ٢٠١٨، أما بالنسبة للمستثمرين الإلكترونيين فقد تم إرسال قائمة الاستقصاء عن طريق الأيميل وصفحات التوصل الاجتماعي الخاصة بهم التي يلتقي عليها المستثمرون، والتي تم اعدادها عن طريق خدمة Google Drive.

سابعاً: تحليل البيانات والنتائج

### التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة: Descriptive Statistics

قام الباحث بإجراء تحليل وصفي للبيانات باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS V.24، وذلك بهدف التعرف على قيم المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمتغيرات الدراسة. ويوضح الجدول رقم (٢) قيم الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمتغيرات الدراسة.

#### جدول رقم (٢)

نتائج التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات بالوسط الحسابي والانحراف المعياري

الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	متغيرات الدراسة
.84297	4.1073	التحيزات الادراكية
.83445	4.0548	التحيزات العاطفية
.76064	3.6067	التحيزات الاجتماعية
.82508	4.0168	تحيزات السوق
.52366	3.9464	التحيزات السلوكية
.42511	3.9212	السلوك الاستثماري
.39032	2.9275	كفاءة سوق الاوراق المالية

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من الجدول رقم (٢) ما يلي:

١- بلغ الوسط الحسابي للتحيزات السلوكية (٣,٩٥) بإنحراف معياري (٠,٥٢٤) وهو أعلى من المتوسط العام للمقياس (٣درجة)، بما يشير إلى وجود مستوى مرتفع من التحيزات السلوكية لدي المستثمرين الافراد داخل البورصة لمصرية، كما أظهرت النتائج وجود تحيزات ادراكية بين المستثمرين وكذلك تحيزات عاطفية حيث بلغ الوسط الحسابي لهما (٤,١١) و(٤,٠٥) على التوالي، كما أظهرت النتائج وجود تحيزات اجتماعية وتحيزات السوق حيث بلغ الوسط الحسابي لهما (٣,٦١) و(٤,٠٢) على التوالي .

٢- بلغ الوسط الحسابي للسلوك الاستثماري للمستثمرين الافراد (٣,٩٢) بإنحراف معياري (٠,٤٢٥) وهو أعلى من المتوسط العام للمقياس (٣درجة)، بما يشير إلى تأثير سلوك المستثمرين الافراد داخل البورصة المصرية بدوافع وميول الاستثمار بدرجة كبيرة

٣- بلغ الوسط الحسابي لكفاءة سوق الاوراق المالية (٢,٩٣) بانحراف معياري (٠,٣٩٠) وهو أقل من المتوسط العام للمقياس (٣درجة)، بما يشير إلى درجة توافر مستوي كفاءة سوق الاوراق في حدود المتوسط أو أقل.

تحليل علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

لتحديد نوع وقوة العلاقة بين متغيرات الدراسة قام الباحث بحساب معاملات الارتباط بين جميع متغيرات الدراسة باستخدام معامل الارتباط لبيرسون، وذلك لإختبار صحة الفرض الأول والذي ينص على: "لايوجد ارتباط معنوي بين أبعاد التحيزات السلوكية والسلوك الاستثماري كفاءة سوق الاوراق المالية المصري".

وأظهر التحليل الإحصائي النتائج الخاصة بهذه العلاقة كما هو موضح بالجدول رقم (٣):

جدول رقم (٣)

مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

المتغير	١	٢	٣	٤	٥
التحيزات الادراكية	١				
التحيزات العاطفية	.216**	١			
التحيزات الاجتماعية	.179**	.357**	١		
تحيزات السوق	.074	.195**	.289**	١	
السلوك الاستثماري	.309**	.398**	.446**	.215**	١
كفاءة سوق الاوراق المالية	-400**	-.387**	-.468*	-.206*	326*

\*\* معنوي عند مستوى ٠,٠١ \* معنوي عند مستوى ٠,٠٥

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من الجدول رقم (٣) ما يلي:

يوجد ارتباط معنوي بين أبعاد التحيزات السلوكية والسلوك الاستثماري عند مستوى معنوية ٠,٠٥، وكان أقوى أبعاد التحيزات السلوكية ارتباطا بالسلوك الاستثماري للمستثمرين الافراد هو بعد التحيزات

الاجتماعية بمعامل ارتباط (٠,٤٤٦) يليه بعد التحيزات العاطفية بمعامل ارتباط (٠,٣٩٨) وكذلك يليه بعد التحيزات الادراكية بمعامل ارتباط (٠,٣٠٩) وأخيراً بعد تحيزات السوق بمعامل ارتباط (٠,٢١٥).

يوجد ارتباط معنوي بين أبعاد التحيزات السلوكية وكفاءة سوق الاوراق المالية عند مستوى معنوية ٠,٠٥، وكان أقوى أبعاد التحيزات السلوكية ارتباطاً بكفاءة سوق الاوراق المالية هو بعد بعد التحيزات الاجتماعية بمعامل ارتباط (٠,٤٦٨) يليه بعد التحيزات الادراكية بمعامل ارتباط (٠,٤٠٠) يليه التحيزات العاطفية بمعامل ارتباط (٠,٣٨٧). وأخيراً بعد تحيزات السوق بمعامل ارتباط (٠,٢٠٦)

يوجد ارتباط معنوي بين السلوك الاستثماري وكفاءة سوق الاوراق المالية وبلغ معامل الارتباط (٠,٣٢٦) عند مستوى معنوية ٠,٠١.

يوجد ارتباط معنوي بين التحيزات الادراكية وكل من التحيزات العاطفية والتحيزات الاجتماعية عند مستوى معنوية ٠,٠٥، وذلك بمعامل ارتباط (٠,٢١٦) و (٠,١٧٩) على التوالي أما عن تحيزات السوق فلا يوجد ارتباط معنوي بين التحيزات الإدراكية وتحيزات السوق، وكذلك ارتباط معنوي بين التحيزات العاطفية والتحيزات الاجتماعية وتحيزات السوق بمعامل ارتباط (٠,٣٥٧) و (٠,١٩٥) عند مستوى معنوية ٠,٠٥، وكذلك ارتباط معنوي بين التحيزات الاجتماعية وتحيزات السوق بمعامل ارتباط (٠,٢٨٩) عند مستوى معنوية ٠,٠٥ .

وبناءً على النتائج الإحصائية السابقة، يتضح وجود ارتباط معنوي بين أبعاد التحيزات السلوكية والسلوك الاستثماري كفاءة سوق الاوراق المالية ، الأمر الذي يعني رفض الفرض الرئيسي الأول وقبول الفرض البديل بوجود علاقة ارتباط معنوية بين متغيرات البحث.

قياس التأثيرات المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة:

قام الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي AMOS V.22 لقياس التأثيرات المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات النموذج عن طريق أسلوب تحليل المسار، وللتعرف على مستوى معنوية العلاقات بين متغيرات النموذج وثبوت معنوية النموذج كما يتضح في الجدول رقم (٤).

#### جدول رقم (٤)

مؤشرات معنوية نموذج تحليل المسار

المؤشر	القيمة المعيارية	القيمة المحسوبة
مستوى المعنوية	0	0.05 >
مؤشر جودة المطابقة (GFI)	1	0.90 <
الجذر التربيعي لمتوسط البواقي (RMR)	0	0.06 >
مؤشر المطابقة المقارن (CFI)	1	0.95 <

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي

وقد أظهر التحليل الإحصائي نتائج اختبار هذا الفرض كما هو موضح في الجدول رقم (٥).

جدول رقم (٥)

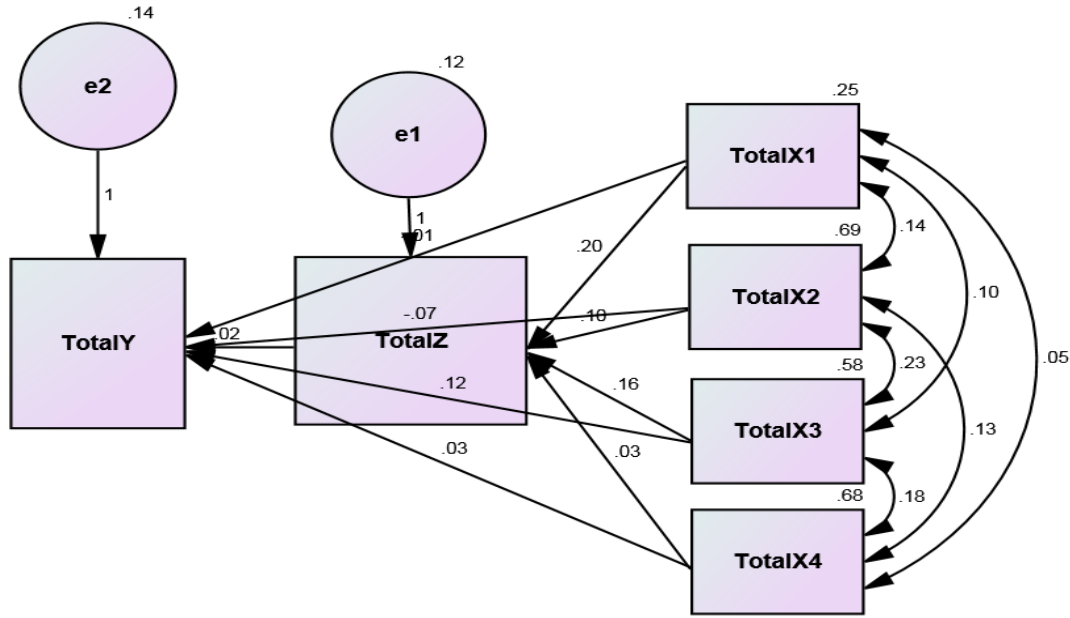
نتائج تحليل التأثيرات المباشرة وغير المباشرة والكلية لأبعاد التحيزات السلوكية على كفاءة سوق الاوراق المالية عند  
توسيط السلوك الاستثماري

م	المسار غير المباشر	قيمة معامل المسار المباشر	قيمة معامل المسار غير المباشر	قيمة معامل المسار الكلي
١	التحيزات الإدراكية السلوك الاستثماري	0.02 -	0.277	0.279 -
٢	التحيزات العاطفية السلوك الاستثماري	0.072 -	0.114	0.266 -
٣	التحيزات الاجتماعية السلوك الاستثماري	0.123	0.116	0.239
٤	تحيزات السوق السلوك الاستثماري	0.027	0.029	0.056

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي

ومن الجدول رقم (٥) يتضح أن:

- ١- يزداد التأثير المعنوي الإيجابي للتحيزات الإدراكية على كفاءة سوق الاوراق المالية عند توسيط السلوك الاستثماري، حيث بلغت نسبة التأثير المباشر (٠,٠٢)، بينما بلغت نسبة التأثير غير المباشر (٠,٢٧٧)، ويعني ذلك أنه عند توسيط السلوك الاستثماري ارتفعت نسبة التأثير الكلي الي (٠,٢٧٩).
  - ٢- يزداد التأثير المعنوي للتحيزات العاطفية على كفاءة سوق الاوراق المالية عند السلوك الاستثماري، حيث بلغت نسبة التأثير المباشر (٠,٠٧٢)، بينما بلغت نسبة التأثير غير المباشر (٠,١٥٤)، ويعني ذلك أنه عند توسيط السلوك الاستثماري ارتفعت نسبة التأثير الكلي لتصل (٠,٢٢٦).
  - ٣- يزداد التأثير المعنوي للتحيزات الاجتماعية على كفاءة سوق الاوراق المالية عند السلوك الاستثماري، حيث بلغت نسبة التأثير المباشر (٠,١٢٣)، بينما بلغت نسبة التأثير غير المباشر (٠,١١٦)، ويعني ذلك أنه عند توسيط السلوك الاستثماري ارتفعت نسبة التأثير الكلي الي (٠,٢٣٩).
  - ٤- لا يزداد التأثير المعنوي لتحيزات السوق على كفاءة سوق الاوراق المالية عند السلوك الاستثماري، فبالرغم من أن توسيط السلوك الاستثماري يؤدي إلى زيادة قيمة التأثير الكلي من (٠,٠٢٧) إلى (٠,٠٥٦) إلا أن هذه الزيادة ليست معنوية إحصائياً.
- وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي لمعامل التحديد R2 أن أبعاد التحيزات السلوكية والسلوك الاستثماري تفسر ٦٤,٨٪ من التغير في كفاءة سوق الاوراق المالية، أما باقي النسبة وهي ٣٥,٢٪ ترجع لمتغيرات أخرى لم تشملها الدراسة.
- ويمكن عرض نتائج اختبار هذه المرحلة في الشكل رقم (٦):



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي

شكل رقم (٦)

التأثيرات غير المباشرة لأبعاد التحيزات السلوكية على كفاءة سوق الأوراق المالية عند توسيط السلوك الاستثماري

وبناءً على النتائج السابقة يتضح أن التأثير المعنوي للتحيزات الإدراكية والتحيزات العاطفية والتحيزات الاجتماعية على كفاءة سوق الأوراق المالية المصري يزداد عند توسيط السلوك الاستثماري، في حين لم يثبت زيادة التأثير المعنوي للتحيزات السوق عند توسيط السلوك الاستثماري، الأمر الذي الأمر الذي بأنه ليس هناك دلائل إحصائية كافية لقبول الفرض العدمي ورفض الفرض البديل.

ثامناً : التوصيات والمقترحات

• ملخص النتائج:

- نتائج اختبار الفرض الأول : والذي يتعلق بعلاقة الارتباط بين متغيرات البحث وينص على: "لا يوجد ارتباط معنوي بين أبعاد التحيزات السلوكية والسلوك الاستثماري كفاءة سوق الاوراق المالية المصري".

١- وجود ارتباط معنوي بين أبعاد التحيزات السلوكية والسلوك الاستثماري، وكان أقوى أبعاد التحيزات السلوكية إرتباطاً بالسلوك الاستثماري للمستثمرين للأفراد هو بعد التحيزات الاجتماعية يليه بعد التحيزات العاطفية، وكذلك يليه بعد التحيزات الادراكية وأخيراً بعد تحيزات السوق.

٢- وجود ارتباط معنوي بين أبعاد التحيزات السلوكية وكفاءة سوق الاوراق المالية، وكان أقوى أبعاد التحيزات السلوكية إرتباطاً بكفاءة سوق الاوراق المالية هو بعد تحيزات السوق يليه بعد التحيزات الادراكية يليه بعد التحيزات الاجتماعية، وأخيراً بعد التحيزات العاطفية.

٣- وجود علاقة إرتباط معنوي بين السلوك الاستثماري وكفاءة سوق الاوراق المالية

- نتائج اختبار الفرض الثاني:

أ- فيما يتعلق بالتأثيرات المباشرة لأبعاد التحيزات السلوكية على السلوك الاستثماري :

١- يتضح وجود تأثير معنوي إيجابي مباشر للتحيزات الادراكية على السلوك الاستثماري للمستثمرين الافراد في البورصة المصرية عند مستوى معنوية ٠,٠٥، وتتفق هذه النتيجة مع (Barber et al (2011) & Kengatharan (2014) ويمكن للباحث أن يفسر ذلك بأن السلوك الاستثماري يتأثر بشكل كبير بالتحيزات السلوكية حيث تؤثر التحيزات الادراكية علي دوافع الاستثمار وكان من أكثر التحيزات تأثيراً تحيز الترسخ وتحيز المتاح.

٢- يتضح وجود تأثير معنوي مباشر للتحيزات العاطفية على السلوك الاستثماري للمستثمرين الافراد في البورصة المصرية عند مستوى معنوية ٠,٠٥، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (ابوسعدة،١٩٩٩)، ويمكن للباحث أن يفسر ذلك بأن السلوك الاستثماري يتأثر بشكل كبير بميول المستثمرين الافراد وكان من أكثر التحيزات تأثيراً تحيز الثقة الزائدة.

٣- يتضح وجود تأثير معنوي مباشر للتحيزات الاجتماعية على السلوك الاستثماري للمستثمرين الافراد في البورصة المصرية عند مستوى معنوية ٠,٠٥، وتتفق هذه النتيجة مع دراسات التالية (Onsomu(2014) & Thanh et al (2014) ويمكن للباحث أن يفسر ذلك بأن السلوك الاستثماري للمستثمرين الافراد يتأثر بشكل كبير بأساليب وطرق تداول الاسهم داخل السوق وأنماط واتجاه المستثمرين الاخرين .

٤- عدم وجود تأثير معنوي مباشر لتحيزات السوق على السلوك الاستثماري للمستثمرين الافراد في البورصة المصرية عند مستوى معنوية ٠,٠٥ .

ب- فيما يتعلق بالتأثيرات المباشرة لأبعاد التحيزات السلوكية على كفاءة سوق الاوراق المالية :

١- وجود تأثير معنوي للتحيزات الاجتماعية على كفاءة سوق الاوراق المالية عند مستوى معنوية ٠,٠٥، وتشير هذه النتيجة أن كفاءة سوق الاوراق المالية المصري تتأثر ونقل كلما تزداد التحيزات الاجتماعية هذه النتيجة مع دراسة (Ahmad, et al (2017) ويمكن للباحث أن يفسر ذلك بأن سلوك القطيع واعتماد المستثمرين علي المعلومات الجماعية يوتر بشكل جوهري علي كفاءة السوق لاسيما في الازمات .

٢- وجود تأثير معنوي للتحيزات العاطفية على كفاءة سوق الاوراق المالية عند مستوى معنوية ٠,٠٥، وتشير هذه النتيجة أن كفاءة سوق الاوراق المالية المصري تتأثر ونقل كلما تزداد التحيزات العاطفية، هذه النتيجة مع دراسة (Hadi & Chaffai, et al(2014 2017) ويمكن للباحث أن يفسر ذلك بأن الثقة الزائدة وتحيز تأثير التصرف يوتر بشكل جوهري علي كفاءة السوق .

٣- عدم وجود تأثير معنوي مباشر للتحيزات الادراكية وتحيزات السوق علي كفاءة سوق الاوراق المالية المصري عند مستوى معنوية ٠,٠٥ .

ج- فيما يتعلق بالتأثير المباشر للسلوك الاستثماري على كفاءة سوق الاوراق المالية :

أسفرت نتائج التحليل الإحصائي عن وجود تأثير معنوي للسلوك الاستثماري على كفاءة سوق الاوراق المالية عند مستوى معنوية ٠,٠٥، ويمكن للباحث أن يفسر ذلك بأن كفاءة السوق لا تتأثر بالمراكز المالية للشركات فقط بل تتأثر بشكل جوهري بعواطف ونفسية المستثمرين .

د- فيما يتعلق بالتأثير غير المباشر للتحيزات السلوكية على كفاءة سوق الاوراق المالية عند توسيط السلوك الاستثماري :

١- توصلت الدراسة إلى أن السلوك الاستثماري للمستثمرين الافراد يتوسط التأثير للتحيزات الادراكية على كفاءة سوق الاوراق المالية المصري، ولذا يمكن القول بأنه سيزداد التأثير المعنوي للتحيزات الادراكية على كفاءة سوق الاوراق المالية عند توسيط السلوك الاستثماري، ويفسر الباحث ذلك بأن وجود تحيزات الادراكية لدي المستثمرين الافراد في البورصة المصرية يؤثر ذلك علي سلوكهم الاستثماري مما ينعكس سلبياً على كفاءة السوق .

٢- كما توصلت الدراسة إلى أن السلوك الاستثماري يتوسط جزئياً التأثير السلبى للتحيزات العاطفية على كفاءة سوق المصري، ولذا يمكن القول بأنه سيزداد التأثير المعنوي للتحيزات العاطفية على كفاءة سوق الاوراق المالية عند توسيط السلوك الاستثماري ويفسر الباحث ذلك بأن وجود مستوى مرتفع من التحيزات العاطفية يؤثر علي سلوكهم الاستثماري مما ينعكس

سلبياً على كفاءة سوق الأوراق المالية، وتتفق هذه النتيجة دراسة (Chaffai, et al 2014) حول وجود تأثير سلبي بين التحيزات العاطفية وكفاءة السوق.

٣- وكذلك توصلت الدراسة إلى أن السلوك الاستثماري يتوسط جزئياً التأثير السلبي للتحيزات الاجتماعية على كفاءة سوق المصري، ولذا يمكن القول بأنه سيزداد التأثير المعنوي للتحيزات الاجتماعية على كفاءة سوق الأوراق المالية عند توسيط السلوك الاستثماري ويفسر الباحث ذلك بأن وجود مستوى مرتفع من سلوك القطيع يؤثر على حركة التداول واتجاهات الاسعار في السوق مما ينعكس سلبياً على كفاءة سوق الأوراق المالية وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Aduadet al, (2012) حيث وجدت أن سلوك القطيع واسع الانتشار بين كثير من المستثمرين ربما لتأثير الانتماءات العائلية والمعلومات الجماعية وكذلك يؤثر سلباً على الاداء المالي.

#### • التوصيات:

في ضوء نتائج الدراسة يمكن للباحث تقديم التوصيات التالية :

#### ١- فيما يتعلق بالتحيزات السلوكية

- قيام هيئة الرقابة المالية بزيادة الاهتمام والمعرفة بالعوامل والانماط السلوكية المختلفة ومدى تأثيرها على السلوك الاستثماري كالعواطف والادراكات والمشاعر والطموح والاتجاهات وذلك لتوفير رؤية شاملة على نظرية التمويل السلوكي من خلال التواصل مع المراكز البحثية والاكاديمية وذلك من اجل رفع مستوي ومهارة الاستثمار لدي المستثمرين.
- ينبغي علي شركات السمسرة مع منح بطاقة المستثمر الزامه بعض الدورات التدريبية التي تعمل علي زيادة معرفته بفنون وأساليب الاستثمار وتزويد من الوعي الاستثماري لديه .
- ينبغي علي المستثمرين الادراك والانتباه من الوقوع في تاثير التحيزات السلوكية علي سلوكهم الاستثماري واداء سوق المال، وضرورة التفرة بين الاتجاهات السعريه والاحداث الغير عادية (تشوهات) في السوق.

#### ٢- فيما يتعلق بالسلوك الاستثماري.

- ضرورة تثقيف المستثمر من خلال برامج التوعية والتي ينبغي تركيزها علي برامج تحليل شخصية المستثمر ومعرفة الجانب النفسي وأثاره علي سلوكيات المستثمرين وتشكيل الاسعار في السوق .
- ربط الجامعات والمراكز البحثية المتخصصة بالهيئات والوزرات ذات الصلة بحيث يتم امدادها بالموضوعات البحثية وكذلك إمدادها بكل المعلومات والنتائج التي تم التوصل اليها.
- ينبغي علي شركات السمسرة عقد اللقاءات والدورات المستمرة لمعرفة الجوانب النفسية للمستثمرين واتجاهاتهم الاستثمارية واهم المشاكل التي تواجههم ونقاط الضعف لديهم .



### ٣- فيما يتعلق بكفاءة سوق الاوراق المالية

- ينبغي علي هيئة الرقابة المالية العمل علي توفير المعلومات بصورة دقيقة وتوحيد الاخبار والتصريحات عن هذا المجال، والزام الشركات بالإفصاح ونشر القوائم والتقارير الخاصة بها بشكل دقيق وبصفة دورية .
- ينبغي علي هيئة الرقابة المالية سرعة اتخاذ كافة الاجراءات القانونية الصارمة تجاه كل من يقوم بأعمال التلاعب بالسوق والاسعار وتضليل المستثمرين.
- ينبغي علي هيئة الرقابة المالية ادخال بعض الادوات والسياسات التي تعمل علي زيادة كفاءة السوق مثل برامج صناع السوق ونظم الشراء والبيع علي المكشوف بالإضافة الي تخفيض تكاليف تداول الاوراق المالية وتراخيص الوساطة المالية.
- ضرورة أهتمام الدولة بسوق الاوراق المالية والاعتماد عليه في تمويل مشروعاتها القومية التنموية بما يعود بالنفع علي برامج التنمية والاصلاح الاقتصادي

### ويمكن تلخيصها في المقترحات التالية:

- ١- دراسة مقارنة لمعرفة تاثير التحيزات السلوكية علي كفاءة سوق الاوراق المالية في أكثر من دولة لمعرفة درجة الاختلاف في التأثير .
- ٢- دراسة أثر التحيزات السلوكية علي مالية الشركات.
- ٣- التعرف على تأثير نوع الشخصية في العلاقة بين التحيزات السلوكية كفاءة سوق الاوراق المالية .
- ٤- التعرف على علاقة بين السلوك الاستثماري واستقرار سوق المال .
- ٥- دراسة اثر التحيزات السلوكية في سوق تداول لعملات والتجارة الدولية

### قائمة المراجع

أولا : المراجع العربية :-

المحمودى ؛ داليا احمد، العوامل التي تؤثر على سلوك المستثمر الفرد عند اتخاذه قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة ، ٢٠١٢.

الصائغ، ناصر محمد، اخرون ، سلوك واتجاهات المستثمر السعودي في الاسهم، جامعة الملك سعود ، كلية العلوم الادارية ، مركز البحوث، ١٩٩٣.

حناوي، سوزان، السلوك الاستثماري دوافعه وميوله بالتطبيق علي الجمعيات التعاونية السكنية في مدينة حلب، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة حلب ، ٢٠١١.

سباع ؛ محمد فاروق ، دراسة تحليلية لمحددات تعامل صغار المستثمرين في الاوراق المالية - بالتطبيق على البورصة المصرية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة قناة السويس، ٢٠٠٤

صديقي؛ صفية، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس. رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، 2012.

صالح؛ شادي، استخدام نظرية التمويل السلوكي في تفسير القرارات الاستثمارية للمستثمرين الأفراد في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قناة السويس كلية التجارة، 2012.

عرفان ؛ نيفين سعيد، الدوافع الاستثمارية للمستثمرين الافراد واثارها على القيمة السوقية للأوراق المالية التطبيق على البورصة المصرية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة جامعة قناة السويس، ٢٠١٢.

## ثانيا المراجع الاجنبية:-

.Banz; Rolf .W, The Relationship Between Return And Market Value Of Common Stoc Ks, **Journal of Financial Economics** ,Volume 9, Issue 1, March 1981, P. 3-18.

Bakar , Suzaida et al, The Impact of Psychological Factors on Investors' Decision Making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang, **Procedia Economics and Finance**, 35, 2016, P.319 – 328.

- Baron, J. **Thinking and deciding** (4th ed.). New York, NY: Cambridge University Press,2007.
- De Bondt ; Werner. F and Thaler; Richard, Does the stock market overreact? **The Journal Of Finance**, Vol. 40,No. 3, (jul., 1985), pp. 793-805.
- De Bondt ;Werner. F and Thaler ; Richard H, Financial Decision-Making In Markets And Firms: A Behavioral Perspective , **Journal of Finance**, Nber Working Papers 4777,June1995.
- Hadi, Fazal, Impact of Biases on Perceived Market Efficiency: Case of Pakistani Financial Market, **Research Journal of Finance and Accounting** www.iiste.org, ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online) Vol.8, No.1, 2017.
- Jahanzeb ; Agho, Implication Of Behavioral Finance In Investment Decision-Making Process, **Business and Management Review** , Vol .2 , No. 8 , October 2012.
- Kahneman, D. & Tversky, A. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, **Science**, 85(4157) ,(1974), pp.1124-1131.
- Kahneman, D. & Tversky, A. Prospect theory: an analysis of decision-making under risk'. **Econometrica**, (1979). vol. 47,No.2, 263–291.
- Kahneman; Daniel and tversky; Amos, Advances in prospect , Theory, cumulative Representative of uncertainty, **Journal of Risk and Certainty**, vol.5,1995, p.p: 297.324.
- Kengatharan, Lingsiya, et al, The Influence of Behavioral Factors in Making Investment Decisions and Performance: Study on Investors of Colombo Stock Exchange, Sri Lanka, **Asian Journal of Finance & Accounting**, 2014, Vol. 6, No. 1
- Luong, Le Phuoc, et al, Behavioral Factors influencing individual investors bescision-making and performance, A survey at the Ho Chi Minh Stock Exchange, **Master thesis**, Umeå School of Business, 2011.
- Mahina et al , Effect of Behavioural Biases on Investments at the Rwanda Stock Exchange. **International Journal of Accounting, Finance and Risk Management**. Vol. 2, No. 4, 2017, pp. 131-137. doi: 10.11648/j.ijafm.20170204.11.

- Mistry, Krutika, A Study of Individual Investors' Behavior in Stock Market- With Special Reference to Indian Stock Market, **International Journal of Management and Commerce Innovations** ISSN 2348-7585 (Online) Vol. 3, Issue 1, pp: (541-545), Month: April 2015.
- Ritter j , "From Efficient Markets Theory to Behavioral finance" **Journal of Economic perspectives**\_ vol .17, No.1,winter 2003 p.p:83- 104.
- Sewell; Martin,Behavioural Finance, University of Cambridge , February 2007 **[Http://www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf](http://www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf)**.
- Shefrin; Hersh, Behavioral Corporate Finance. Journal of applied corporate finance, Vol. 14, No. 3, fall 2001.
- Shiller ; Robert, Do Stock Prices Move Too Much To Be Justified By Subsequent Changes In Dividends? **The American Economic Review**, Vol. 71, No. 3, june 1981, 421-436..
- Tavrany; Alireza et el, Investigation of Investors over confidence Familiarity and Socialization, **Accounting and Finance**, vol.45, No:2, 2005, p.p: 282 – 300.
- Waweru, N., M., Munyoki, E., & Uliana, E. The effects of behavioral factors in investment decision-making: a survey of institutional investors operating at the Nairobi Stock Exchange. **International Journal of Business and Emerging** (2008).vol.1,No.1, 24-41