

جامعة قاصدي مرباح ورقلة-الجزائر -
كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير
أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم
تخصص: مالية الأسواق



بعنوان:

تحليل سلوكيات صغار المستثمرين عند إتخاذ قراراتهم
الإستثمارية في أسواق الأوراق المالية
دراسة إستطلاعية تحليلية في سوق تونس وسوق دبي للأوراق المالية

من إعداد الطالبة : سميرة السايح
نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 30 جوان 2021
أمام اللجنة المكونة من السادة :

رئيسا	أستاذ، جامعة ورقلة	أ.د/ محمد بركة
مشرفا ومقررا	أستاذ، جامعة ورقلة	أ.د/ بولرباح غريب
مناقشا	أستاذ محاضر أ ، جامعة ورقلة	د/ عبد الباقي بضيف
مناقشا	أستاذ محاضر أ ، جامعة الوادي	د/ محمد باي
مناقشا	أستاذ محاضر أ ، المركز الجامعي آفلو	د/ خلف الله بن يوسف
مناقشا	أستاذ محاضر أ ، جامعة تبسة	د/ سليم جابو

السنة الجامعية 2021/2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿يَرْفَعِ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ ۗ وَاللَّهُ
بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ﴾

﴿وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ
وَسَتُرَدُّونَ إِلَىٰ عَالِمِ الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنَبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ﴾

﴿قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا ۗ إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ﴾

صِدْقَ اللَّهِ الْعَظِيمِ



هَذَا

اهدي إنجاز حياتي هذا وبكل فخر
إلى من تجرعا الكأس فارغا
ليسقياني قطرة حب... إلى من حصدا
الأشواك

عن دربي ليمهدا لي طريق العلم ...
أمي وأبي أطال الله في عمرهما
إلى من بهم أكبر وعليهم أعتد... إلى شموع متقدة تنير ظلمة حياتي...
إلى من بوجودهم أكتسب قوة ومحبة لا حدود لها...
إلى الذين شاركوني مر الحياة وحلوها وحبهم يسري في دمي
إلى إخوتي وأخواتي، أزواجهم وأبنائهم فاطمة، سعاد، العايش،
العيد، ياسمين، آسيا، فتحية، حياة، خالد أشرف
إلى الفقيد الغالي رحمه الله واسكنه فسيح جنانه
إلى روح أخي وحببي مراد
إلى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس
البريئة رياحين حياتي أحفاد العائلة براعم شجرة
مسعود السايح أسأل الله أن تفخر بعلمهم وشأنهم هذه الأمة
إلى من أفخر برفقة حياته إلى الزوج الكريم عرفانا وشكرا
جمال
إلى من تحلو بالإخاء وتميزوا بالوفاء
والعطاء ...
إلى يبايع الصدق الصافي إلى من سعدت
برفقتهم في دروب الحياة
إلى من عرفت كيف أجدهم وعلموني أن لا أضيعهم
أصدقائي وفاء، خيرة، سلمى، مريم، نجاة، خالد، حسين
أهدي مشروع تخرجي هذا
إليكم أحبتي وإلى كل من كان لي عوناً
وسندا.



شكركم

لكل مبدع إنجاز، ولكل شكر قصيده، ولكل مقام مقال،
ولكل نجاح شكر وتقدير فالحمد لله حمدا كثيرا...
تسابق الكلمات وتتزاحم العبارات لتنظم عقد الشكر والتقدير
الذي يستحقه أستاذي المشرفين

بولرباح غريب و إلياس بن ساسي

اللذان كان لهما قدم السبق في ركب العلم
تحية شكر وتقدير خالصة على كل ما قدماه لي من توجيهات ومعلومات
قيمة ساهمت في إثراء الموضوع
وأخص بجزيل الشكر والعرفان للسادة :
نورة الجلوبوي، سوق دبي للأوراق المالية ؛
رؤوف الباجي، سوق تونس للأوراق المالية
إن قلت شكرا فشكري لن يوفيكم حقكم، حقاً سعيتم فكان السعي مشكورا،
وإن جف حبري وإنتهت كلماتي عن التعبير فصفاء قلبي بالدعاء يرداكم
شكرا لكم موظفين سوق تونس وسوق دبي للأوراق المالية
فأنتم جميعا تستحقون الشكر والثناء، فلولاكم ولولا جهودكم لما كان للنجاح أي وصول،
ولما تحققت الأهداف، فأنتم أساس رفعة أطروحتي هذه.
شكرا لكل من أشعل شمعة وأنار لي بها عملي
وإلى من وقف على المنابر وأعطى من حصيلة فكره
لينير دربي

شكرا لكم أصدقائي خيرة مزوزي، أم الخير دشاش، أستاذي الجموعي قريشي،
والزميل ل. أحمد

إلى كل الأساتذة الكرام والزملاء
كل واحد بإسمه فجزاكم الله عني كل خير
ولكم مني كل التقدير و الإحترام.

شكركم

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى إختبار تأثير ومستويات تأثير العوامل السلوكية على سلوكيات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية. ولتحقيق هذا الهدف يتم إتخاذ مجموعة واسعة من العوامل السلوكية باعتبارها التحيز الذي يعبر عن الحالة الشادة التي يمكن أن تؤثر على سلوكيات العديد من صغار المستثمرين ومنه تؤثر على قراراتهم الإستثمارية.

إقتصر عينة الدراسة على مجموعة من صغار المستثمرين - مستثمري الأسهم - التي تشارك في الأسواق المالية العربية - سوق تونس وسوق دبي للأوراق المالية - خلال الفترة ديسمبر 2018 - سبتمبر 2019. وبالتحديد الأسواق في الدول ذات ثقافة مالية. تم إختبار فرضيات الدراسة من خلال الإستبيانات الموزعة على صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية. وتم تحليل البيانات التي تم جمعها بإستخدام البرنامج الإحصائي SPSS v25. بالإضافة إلى إجراء مقابلات شبه منظمة مع بعض مسؤولي ومنظمي علاقات المستثمرين في كلا السوقين لأجل الفهم الأعمق لهذه السلوكيات.

وقد خلصت النتائج في مجملها إلى وجود تفاوت في التأثير ؛ عدم وجود تأثير لعامل وسائل الإعلام والإحتياجات المالية على سلوكيات صغار المستثمرين. بينما توجد ستة عوامل لها تأثير على سلوكيات صغار المستثمرين تتمثل في : الأهداف والرغبات، النفور من الخسارة، النفور من الأسف، ظروف السوق، الجانب الديني، والمعلومات المالية. ووجود تأثير ضعيف لبقية العوامل المتمثلة في : الثقة المفرطة، النفور من المخاطرة، سلوك القطيع، التفاؤل المفرط، تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه، تأثير الإستدلال، الجانب الأخلاقي، المشورة والتوصية، والجانب الاجتماعي. أيضا تم التوصل إلى عدم وجود إختلافات جوهرية بين صغار المستثمرين في إنتهاج سلوكياتهم الإستثمارية حسب عامل السن والخبرة في الإستثمار. بينما ظهرت إختلافات طفيفة حسب عامل الجنس والسوق المستثمر فيه.

الكلمات المفتاح : عوامل سلوكية، سلوكيات صغار المستثمرين، قرارات إستثمارية، إختلافات ديمغرافية.

Abstract

This study aims to examine the effect and levels of influence of behavioral factors on the behaviors of small investors in the Arab stock markets. To achieve this goal, a wide range of behavioral factors are taken as a bias that expresses the anomaly that may affect the behavior of many small investors and thus affect their investment decisions.

The study sample was restricted to a group of small investors - equity Exchange - during the period December 2018 - September 2019. The study investors - that participate in the Arab financial markets - Tunis Stock Exchange and Dubai Stock hypotheses were tested through questionnaires distributed to small investors in the Tunisian and Emirati markets. The data collected was analyzed using statistical program SPSS v 25. In addition to conducting semi-structured interviews with some officials and organizers of investor relations in both markets for a deeper understanding of these behaviors.

The results concluded in its entirety to a disparity in the impact. The lack of influence of the factor of the media and financial needs on the behavior of small investors. While there are six factors that have an impact on the behavior of small investors: goals and desires, loss aversion, aversion to regret, market conditions, the religious aspect, and financial information. Furthermore, there is a weak influence of the rest of the factors represented by: overconfidence, aversion to risk, herd behavior, excessive optimism, preference and preservation of the status quo, the effects of inference, the moral aspect, advice and recommendation, and the social aspect. Also, it was found that there were no fundamental differences between small investors in approaching their investment behavior according to age factor and investment experience. While slight differences appeared according to the gender factor and the investment market.

Keywords: behavioral factors, the behavior of small investors, investment decisions, demographic differences.

قائمة المحتويات

الإهداء

شكر وتقدير

الملخص

قائمة المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال البيانية

قائمة الملاحق

المقدمة

الفصل الأول : الإطار السلوكي في عملية إتخاذ القرارات الإستثمارية

تمهيد

المبحث الأول : النظرية المالية السلوكية

I. دوافع ظهور الاتجاه السلوكي في علم المالية

II. ظهور المالية السلوكية

المبحث الثاني : العوامل السلوكية المؤثرة على قرارات المستثمرين

I. العوامل المتعلقة بالقيم الديمغرافية للمستثمرين

II. العوامل المتعلقة بالجوانب السيكلوجية للمستثمرين

III. العوامل المتعلقة بالتفاعلات الاجتماعية والقيم الشخصية للمستثمرين

IV. العوامل المتعلقة بالإحتياجات المالية الشخصية للمستثمرين

V. العوامل المتعلقة بالجوانب المعلوماتية للمستثمرين

خلاصة

الفصل الثاني : الدراسات السابقة

تمهيد

المبحث الأول : عرض الدراسات السابقة

I. الدراسات المتعلقة بالقيم الشخصية والاجتماعية للمستثمرين

II. الدراسات المتعلقة بالجوانب السيكلوجية للمستثمرين

III. الدراسات المتعلقة بالجوانب المعلوماتية للمستثمرين

المبحث الثاني : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

I. مناقشة وتقييم الدراسات السابقة

II. مايميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

III. العوامل السلوكية التي تؤثر على سلوكيات صغار المستثمرين في هذه الدراسة

خلاصة

الفصل الثالث : تحليل سلوكيات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية

تمهيد

المبحث الأول : المنهجية المستخدمة في الدراسة

I. طريقة جمع البيانات

II. الإستراتيجية المتبعة في الدراسة

III. الإعتبارات الأخلاقية

IV. مجتمع وعينة الدراسة

V. خصائص عينة الدراسة

المبحث الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة

I. تصميم أداة القياس

II. طريقة معالجة البيانات

III. إختبار ثبات وصدق أداة القياس

المبحث الثالث : عرض ومناقشة نتائج الدراسة

I. عرض نتائج الدراسة

II. مناقشة نتائج الدراسة

خلاصة

الخاتمة

قائمة المصادر والمراجع

الملاحق

فهرس المحتويات

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
56	العوامل السلوكية التي تؤثر على عملية إتخاذ القرار الإستثماري	الجدول (1-2)
62	توزيع إستمارة الإستبيان على عينة الدراسة	الجدول (1-3)
63	توزيع أفراد العينة حسب متغير الجنس	الجدول (2-3)
64	توزيع أفراد العينة حسب متغير السن	الجدول (3-3)
65	توزيع أفراد العينة حسب متغير الحالة الاجتماعية	الجدول (4-3)
66	توزيع أفراد العينة حسب متغير المستوى الدراسي	الجدول (5-3)
67	توزيع أفراد العينة حسب متغير المركز الوظيفي	الجدول (6-3)
68	توزيع أفراد العينة حسب متغير الخبرة في الإستثمار	الجدول (7-3)
69	توزيع أفراد العينة حسب متغير القطاع المستثمر فيه	الجدول (8-3)
69	توزيع أفراد العينة حسب متغير السوق	الجدول (9-3)
72	درجات سلم ليكارت الخماسي	الجدول (10-3)
73	معامل الثبات والصدق لمحاور الإستبيان	الجدول (11-3)
74	تصنيف الإجابات وفق المتوسط الحسابي المرجح	الجدول (12-3)
75	تأثير العوامل المتعلقة بالجوانب السيكولوجية على سلوكيات صغار المستثمرين	الجدول (13-3)
78	تأثير العوامل المتعلقة بالجوانب السيكولوجية على سلوكيات صغار المستثمرين	الجدول (14-3)
81	تأثير العوامل المتعلقة بالقيم الشخصية والتفاعلات الاجتماعية على سلوكيات صغار المستثمرين	الجدول (15-3)
83	تأثير العوامل المتعلقة بالجوانب المعلوماتية على سلوكيات صغار المستثمرين	الجدول (16-3)
85	تأثير العوامل المتعلقة بالإحتياجات المالية على سلوكيات صغار المستثمرين	الجدول (17-3)
86	تأثير العوامل السلوكية على قرارات صغار المستثمرين حسب طبيعة الجنس	الجدول (18-3)
93	تأثير العوامل السلوكية على قرارات صغار المستثمرين حسب السن	الجدول (19-3)
102	تأثير العوامل السلوكية على قرارات صغار المستثمرين حسب الخبرة في الإستثمار	الجدول (20-3)
110	تأثير العوامل السلوكية على قرارات صغار المستثمرين حسب السوق المستثمر فيه	الجدول (21-3)

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
63	توزيع أفراد العينة حسب متغير الجنس	الشكل (1-3)
64	توزيع أفراد العينة حسب متغير السن	الشكل (2-3)
65	توزيع أفراد العينة حسب متغير الحالة الاجتماعية	الشكل (3-3)
66	توزيع أفراد العينة حسب متغير المستوى الدراسي	الشكل (4-3)
67	توزيع أفراد العينة حسب متغير المركز الوظيفي	الشكل (5-3)
68	توزيع أفراد العينة حسب متغير الخبرة في الإستثمار	الشكل (6-3)
70	توزيع أفراد العينة حسب متغير السوق	الشكل (7-3)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
151	قائمة أسماء الأساتذة المحكمين	الملحق رقم 01
151	نموذج إستمارة تحكيم الإستبيان الموزعة على الأساتذة المحكمين	الملحق رقم 02
161	نموذج إستمارة الإستبيان الموزعة على أفراد عينة الدراسة	الملحق رقم 03

مقدمة

توطئة :

يحتاج المستثمر لترشيد قراراته الإستثمارية إلى إدارة فاعلة قادرة على تقييم عوائد الأسهم وبناء محافظ إستثمارية تعطي له عوائد مناسبة، بالإضافة إلى حاجته لمعرفة العوامل التي على أساسها يتم تحديد أسعار الأسهم في السوق المالية. إلا أن تحليل المؤشرات المالية وحده لا يكفي لإتخاذ القرار السليم، إذ تشوب القرار بعض التحيزات السلوكية في مزاجه والتي يمكنها أن تحيده على القرار الصحيح والعقلاني.

إن اللاعقلانية المستثمرين حقيقة لا مفر منها لان سلوك المستثمر لا يمكن أن يتوافق مع الافتراضات المنطقية للنظريات المالية. حيث قام الجدل بأن المستثمرين ليسوا آلات لتعظيم العوائد كما تعتقد النظريات التقليدية وتم التوصل بأن الميول المعرفي والعاطفي يتحكم في سلوكيات المستثمرين ويؤدي إلى إرتكاب الأخطاء المعرفية. مما يؤدي إلى فشل المستثمرين في تقييم بدائلهم المتاحة لإختيار البديل الأمثل لإفتقارهم لضبط أنفسهم، تفهم المفردة في قدراتهم، الخطأ في تقدير المعلومات، المبالغة في ردود الفعل، أو إتباع سلوك القطيع، يمكن أن تقع هذه الأخطاء في شكل حالات شادة في السوق. مما إستدعى تقييم الحالات الشادة وفهم سلوك المستثمرين الذي كان مهملا فيما مضى. وأدت الحاجة إلى ظهور المالية السلوكية كتيار جديد تمكن من الاستحواذ على الاهتمام العلمي ودفع النظريات المالية في وقت قصير جدا. بالإضافة إلى الميول المعرفي والعاطفي للمستثمرين هناك مجموعة أخرى من العوامل التي تؤثر بشكل ملحوظ على سلوك المستثمرين عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية، بحيث نجد تفكير مختلف أو متجانس لمجموعة من المستثمرين الذين يملكون خصائص مشتركة كالسن، الجنس، المهنة، المؤهل العلمي، والحالة الاجتماعية...

إن ما يميز الأسواق المالية العربية هو صغر حجمها مقارنة بالأسواق المتقدمة حيث تتصف معظم الأسواق المالية العربية بقلّة الأدوات الإستثمارية المتاحة، إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم، في حين أن أسواق السندات لا تزال في مراحلها الأولى. أيضا للتدبدبات والتجارب السلبية في العديد من الأسواق العربية، وما تركته من أزمات نفسية لدى العديد من المستثمرين وقصور الوعي ووجود بعض القيود أدى إلى طرح إشكالية الدراسة. إذ تعد محاولة للوقوف على أهم العوامل السلوكية التي تؤثر على سلوكيات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية. على إفتراض أن صغار المستثمرين غير عقلانيين وتشوب قراراتهم بعض التحيزات السلوكية والتي يمكنها أن تحيدهم على القرار الصحيح والعقلاني.

1. طرح الإشكالية :

يتضح مما سبق أن قرارات المستثمرين في أسواق الأوراق المالية تلعب دورا مهما في تحديد إتجاه السوق. ولفهم وإعطاء بعض التوضيحات المناسبة لقرارات المستثمرين، من المهم إستكشاف العوامل السلوكية التي تؤثر على قرارات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية. وسيكون من المفيد للمستثمرين فهم السلوكيات الشائعة،

والتي من خلالها تبرر ردود أفعالهم من أجل عوائد أفضل. فرغم الدراية الكافية للمستثمرين عن الأسهم إلا أنه يمكن أن يشوب قراراتهم بالاستثمار جملة من التحيزات؛ ترتبط بسيكولوجية المستثمر في إتخاذ القرار وتلعب دورا كبيرا في تحديد اتجاه الأسعار. لذلك جاءت هذه الدراسة لتبحث في العوامل السلوكية التي تؤثر على سلوكيات صغار المستثمرين في سوق الأوراق المالية العربية ومنه تؤثر على قراراتهم الإستثمارية، لذلك كانت هناك حاجة ماسة لطرح مشكلة الدراسة والمتمثلة في الإجابة على السؤال الرئيس التالي :

✓ ماهي أهم العوامل السلوكية المؤثرة على خيارات وتصورات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية؟

ويتفرع من السؤال الرئيسي لهذه الدراسة الأسئلة التالية :

- ماهي مختلف العوامل السلوكية المؤثرة على سلوكيات صغار المستثمرين والتي يمكن تحديدها في أسواق الأوراق المالية العربية؟
 - عند أي مستوى تؤثر (إن وجد) هذه العوامل السلوكية على قرارات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية؟
 - هل توجد إختلافات بين سلوكيات صغار المستثمرين حسب الجنس، السن، الخبرة الإستثمارية، والسوق؟
2. فرضيات الدراسة :

من خلال مراجعة الدراسات السابقة لا شك في أن العوامل السلوكية تؤثر على قرارات الإستثمار للمستثمرين في الأسواق المالية، وخاصة في أسواق الأوراق المالية. تبحث هذه الدراسة في تأثير ومستويات تأثير المتغيرات السلوكية على قرارات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية. وعليه تهدف هذه الدراسة إلى إختبار فرضيتين رئيسيتين من خلال مجموعة من الفرضيات الجزئية والتي تمت صياغتها وفق أسس علمية في مايتعلق بالعوامل السلوكية وعلاقتها بخيارات وتصورات صغار المستثمرين.

الفرضية الرئيسية الأولى :

يوجد تأثير للعوامل السلوكية المختلفة على سلوكيات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية.

الفرضيات الجزئية : لقد تم تقسيم الفرضية الرئيسية إلى عدة فرضيات فرعية تمثلت في :

- يوجد تأثير معنوي للعوامل المتعلقة بالجوانب السيكولوجية للمستثمر على سلوكيات صغار المستثمرين ؛
- يوجد تأثير معنوي للعوامل المتعلقة بالقيم الشخصية والتفاعلات الإجتماعية للمستثمر على سلوكيات صغار المستثمرين ؛
- يوجد تأثير معنوي للعوامل المتعلقة بالجوانب المعلوماتية على سلوكيات صغار المستثمرين ؛
- يوجد تأثير معنوي للعوامل المتعلقة بالإحتياجات المالية الشخصية على سلوكيات صغار المستثمرين.

الفرضية الرئيسية الثانية :

توجد فروق جوهرية بين صغار المستثمرين في إنتهاج سلوكياتهم الإستثمارية في أسواق الأوراق المالية العربية.

الفرضيات الجزئية : لقد تم تقسيم الفرضية الرئيسية إلى عدة فرضيات فرعية تمثلت في :

- توجد فروق ذات دلالة إحصائية في سلوكيات صغار المستثمرين حسب الجنس ؛
- توجد فروق ذات دلالة إحصائية في سلوكيات صغار المستثمرين حسب السن ؛
- توجد فروق ذات دلالة إحصائية في سلوكيات صغار المستثمرين حسب الخبرة الإستثمارية ؛
- توجد فروق ذات دلالة إحصائية في سلوكيات صغار المستثمرين حسب السوق.

3. متغيرات الدراسة :

في نطاق إجراءات تطوير أداة الدراسة، وبعد إختيار أداة الإستبانة كوسيلة لقياس العوامل السلوكية المؤثرة على القرارات الإستثمارية لصغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية، تم تشكيل جملة من العوامل السلوكية أو المتغيرات والمتكونة من 17 متغير يشمل هذه الدراسة والمتمثلة في :

- عوامل متعلقة بالجوانب السيكلوجية للمستثمر : الأهداف والرغبات ، التحيزات المعرفية والعاطفية التي توجه قرار المستثمر؛
- عوامل متعلقة بالقيم الشخصية والتفاعلات الاجتماعية للمستثمر : الخصائص التعبيرية دينيا، أخلاقيا، وإجتماعيا؛
- عوامل متعلقة بالجوانب المعلوماتية للمستثمر : المعلومات المالية، المشورة والتوصية، ووسائل الإعلام (التغطية الصحفية)؛
- عوامل متعلقة بالإحتياجات المالية الشخصية : إحتياجات التنوع، سهولة توافر الأموال كلما دعت الحاجة، تقليل الخسائر والمخاطرة وتعظيم العائد.

4. مبررات إختيار الموضوع :

كان إختيار الموضوع نتيجة لعدة إعتبرات موضوعية وأخرى ذاتية وهي كالتالي:

- الأهمية البالغة التي حضى بها موضوع المالية السلوكية خاصة بعد القصور الحاصل في النظرية المالية والتشوهات الملاحظة في أسواق الأوراق المالية ؛
- تفاقم معظم الأزمت من خلال بعض السلوكيات العشوائية وغير العقلانية الملاحظة خاصة من خلال سلوك التقليد و الإرتكاز على الإشاعات عند إتخاذ القرار ؛
- محاولة إقتراح نموذج أو تشكيلة من العوامل السلوكية تساعد أو توجه صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية على ممارسة بعض الآليات للسيطرة على هذا السلوك غير العقلاني.

5. أهمية الدراسة :

- هناك العديد من النقاط التي تبرز أهمية هذه الدراسة وهي كالتالي :
- تأتي هذه الدراسة للتأكيد على أهمية الجوانب السلوكية ودورها في قياس أسعار الأسهم مما يحقق الاستفادة في تطوير العملية التداولية، وبالتالي تحقيق جودة الأداء في السوق المالي والتي تنعكس على قرارات المستثمرين وحركة أسواق الأوراق المالية؛
- توضح للمستثمرين الحاليين والمرتقبين أهم المتغيرات التي يمكن ان تؤثر على قرارات صغار المستثمرين عند إتخاذ قرارات الإستثمار في أسواق الأوراق المالية؛
- تساعد نتائج هذه الدراسة في رسم صورة واضحة عن نمط سلوك المستثمرين ومحاولة فهم العوامل السلوكية المؤثرة على القرارات الإستثمارية لصغار المستثمرين، وأيضا تحديد أبعادها ومستويات تأثيرها على قرارات الإستثمار وأداء صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية؛
- تسعى هذه الدراسة إلى تحديد العوامل التي تشكل سلوك المستثمرين غير العقلاني، وذلك من خلال تحديد أهم السلوكيات السيكولوجية التي يمكن ان تؤثر على قرارات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية.

6. أهداف الدراسة :

- تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية :
- تطبيق المالية السلوكية لتحديد العوامل السلوكية المحتملة التي تؤثر على سلوكيات صغار المستثمرين ومنه على قراراتهم الإستثمارية ؛
- تحديد مستويات تأثير العوامل السلوكية على سلوكيات صغار المستثمرين ومنه قرارات الإستثمار
- لفهم وتحليل سلوك صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية، والتي تسمح بتحليل وزن وتأثير هذه السلوكيات على أسعار الأسهم ؛
- تحديد وتحليل الدوافع السلوكية لصغار المستثمرين وأثرها على إتجاهات سلوكياتهم الإستثمارية ؛
- بناء نموذج سيكولوجي يمكن إستخدامه كأساس نظري لضبط سلوكيات صغار المستثمرين التي تتحكم في تحقيق الآليات الإستثمارية في أسواق الأوراق المالية العربية ؛
- تهدف هذه الدراسة أيضا إلى تقديم اقتراحات سيكولوجية تتعلق بالأمور الإدارية والمساهمة في إنشاء نظام وقائي سيكولوجي خلال الأزمات في أسواق الأوراق المالية ؛
- إعطاء بعض التوصيات لصغار المستثمرين لضبط تصرفاتهم لتحقيق نتائج إستثمارية جيدة ؛
- تحديد خلفية لمزيد من البحوث والدراسات في مجال المالية السلوكية في أسواق الأوراق المالية العربية.

7. حدود الدراسة :

تسعى الدراسة للتأكيد على أهمية العوامل السلوكية ودورها في قياس أسعار الأسهم، وأيضاً لتحليل سلوك أو مزاج صغار المستثمرين عند إتخاذ قرار الشراء أو البيع أو الإحتفاظ بالأسهم مما يحقق الإستفادة في تطوير العملية التداولية. ويفترض أن تتم الدراسة على سوق الأوراق المالية الجزائري إلا أنه يتميز بكونه سوق ساكن وغير متصل بشكل كبير بالأسواق المالية العالمية. وأيضاً لا يزال السوق الجزائري في مهده إلا بعض عمليات الادخار التي بدأتها بعض الشركات الخاصة الجزائرية. وبالتالي لا يمكن أن يكون للموضوع تحليل على هذا المستوى، ولأن تطبيق هذه الدراسة لا يتم إلا في سوق ديناميكية ويوجد فيها حضور جدا قوي لمختلف المستثمرين من أجل توثيق العلاقة بين سلوكيات المستثمرين غير العقلانية التي يمكن تحديدها في أسواق الأوراق المالية وقرارات صغار المستثمرين.

يقتصر تطبيق هذه الدراسة على صغار المستثمرين في سوق تونس وسوق دبي للأوراق المالية كتمثيل للدول العربية. بيانات الدراسة تم جمعها خلال فترة زمنية إعتباراً من ديسمبر 2018 إلى سبتمبر 2019.

8. طريقة جمع البيانات :

تم إستخدام تقنية البحوث المسحية في هذه الدراسة، بحيث يتم جمع البيانات والمعلومات من أفراد المجتمع المدروس. ليتم ويصف الظواهر الموجودة عن طريق سؤال الأفراد عن آرائهم، مواقفهم، قيمهم، أو سلوكياتهم.

كان هذا التصميم مناسباً لهذا النوع من الدراسة لأن الباحثة كانت تريد جمع البيانات التي تهدف إلى التأكد من الحقائق الإستثمارية للقرارات في أسواق الأوراق المالية العربية. ويستخدم هذا النوع من منهجية البحث في الدراسات الاستقصائية لجذب الآراء المستنيرة للمستثمرين. وغالباً ما يتم إستخدامه لدراسة الحالة العامة للأشخاص والمنظمات لأنه يبحث في سلوك وآراء الأشخاص من خلال إستجوابهم بالإضافة إلى جمع البيانات عن طريق الإستبيان تجرى مقابلات مع بعض المسؤولين في سوق تونس وسوق دبي للأوراق المالية للحصول على فهم أعمق حول السلوكيات المالية لصغار المستثمرين. نظراً لأن هؤلاء المديرين مسؤولين عن مراقبة التداول ومعلومات السوق الخاصة، ويتعين عليهم الإشراف على شركات الأوراق المالية بالإضافة إلى أنشطة التداول في سوق الأوراق المالية، فمن المتوقع أن يكون لديهم فهم عميق بأسواق الأوراق المالية وسلوكيات صغار المستثمرين. وعليه فإن من أجريت معهم المقابلات مؤهلين لهذه الدراسة ويمكنهم تقديم تحليل ومناقشة مهمة حول هذا الموضوع.

9. المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة :

لتحقيق أهداف الدراسة تم إعتداد المنهج الوصفي التحليلي لعرض الجانب النظري. أما التطبيق العملي تم إتباع منهج دراسة الحالة، والذي إستند على وجود إرتباط وتلازم بين الجانب النظري والجانب التطبيقي للبحث. ولتحديد العوامل السلوكية المؤثرة في قرارات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية، تم تبني تصميم البحث الاستقصائي وجمع البيانات الأولية بإستخدام الإستبيانات والتي تم فحصها من طرف الباحثة وترميز البيانات المتحصل عليها وجدولتها لأجل التحليل.

10. هيكل الدراسة :

لقد تم هيكله هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول، إثنين منها خصصت للجانب النظري وذلك للإحاطة الجيدة بالموضوع. بينما خصص الفصل الثالث لدراسة الحالة، أين تم إختبار الفرضيات من خلال دراسة عينة من صغار المستثمرين في سوق تونس وسوق دبي للأوراق المالية. ويمكن إستعراض هيكل الدراسة كما يلي :

عنون الفصل الأول بالاطار السلوكي في عملية إتخاذ القرارات الإستثمارية تم تقسيمه إلى مبحثين، تم التطرق في المبحث الأول إلى المفاهيم النظرية للمالية السلوكية ودوافع ظهورها. أما المبحث الثاني فتم فيه عرض العوامل السلوكية المؤثرة على سلوكيات المستثمرين ومنه على قراراتهم الإستثمارية، أين تم التطرق إلى خمسة مداخل ؛ الأول العوامل الديمغرافية المؤثرة على سلوك المستثمر، الثاني العوامل السيكولوجية المؤثرة على سلوك المستثمر، الثالث العوامل المتعلقة بالجوانب المعلوماتية للمستثمر، الرابع العوامل المتعلقة بالتفاعلات الاجتماعية والقيم الشخصية للمستثمر، والخامس العوامل المتعلقة بالاحتياجات المالية الشخصية.

جاء الفصل الثاني تحت عنوان : الدراسات السابقة تم تقسيمه إلى مبحثين ؛ الأول تم فيه التطرق لعرض الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع سلوكيات المستثمرين في إتخاذ قرار الإستثمار في الأوراق المالية. أما المبحث الثاني فقد خصص لمناقشة وتقييم الدراسات وإستخلاص مايميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة وكذا تحديد العوامل السلوكية المؤثرة على سلوكيات صغار المستثمرين في هذه الدراسة.

خصص الفصل الثالث لدراسة الحالة، والذي تم تقسيمه هو الآخر لثلاث مباحث ؛ الأول صيغت فيه المنهجية المستخدمة في الدراسة من حيث طريقة جمع البيانات، الإستراتيجية المتبعة في الدراسة، الإعتبارات الأخلاقية، مجتمع وعينة الدراسة وخصائصها. أما المبحث الثاني فتم به عرض الأدوات المستخدمة في الدراسة من حيث تصميم أداة القياس، إختبار ثبات وصدق الأداة، وطريقة معالجة البيانات. في المبحث الثالث تم تحليل و إختبار الفرضيات ومناقشة نتائج التحليل الإحصائي، حيث تم فيه تحليل بيانات عينة من صغار المستثمرين بسوق تونس وسوق دبي للأوراق المالية. حيث تم إستعمال الطرق القياسية لإيجاد تأثير ومستويات تأثير المتغيرات السلوكية على قرارات صغار

المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية. وتم استخدام الإحصاءات الوصفية لوصف المعلومات الشخصية للمبحوثين، وأيضاً لوصف مستوى التأثير للمتغيرات السلوكية على إتخاذ القرارات الإستثمارية لصغار المستثمرين، وإختبار الفروقات باستخدام إختبار T-Test لعينتين مستقلتين وتحليل التباين الأحادي ANOVA لمعرفة الإختلافات الجوهرية بين صغار المستثمرين في إنتهاج سلوكياتهم الإستثمارية.

الفصل الأول

الإطار السلوكي في عملية

إتخاذ القرارات الإستثمارية

تمهيد

نظرا لحقيقة أنه لا يتمتع المستثمرين دائما بعقلانية، فقد تكون قراراتهم مدفوعة بمفاهيم مسبقة سلوكية. وهو ما قامت عليه المالية السلوكية في إطار النظريات الواقعية، على عكس نظرية التوقعات العقلانية. أثبتت النظريات الواقعية تواجد نوع من المستثمرين في السوق يتخذون قراراتهم الإستثمارية بناء على إعتقادات خاطئة ويصلون في النهاية إلى قرار إستثماري خاطئ. وقد أولت ذلك إلى وجود عوامل سيكولوجية لدى المستثمرين الذين تتغلب عليهم نزعة التفاؤل أو نزعة التشاؤم، تقتصر هذه الأخيرة على التحركات السعرية في المدى الزمني القصير، لذا فإن على المستثمر أن لا يتعامل مع هذه التحركات السعرية بدوافع عاطفية أو حدسية.

جاءت سيكولوجية المستثمرين في مجال علم النفس المعرفي، أين أكد عن حدود قدرة المستثمر عن تكيفه على النحو الامثل وتعرضه إلى جملة من التحيزات السلوكية التي تؤثر على سلوكه ومن تم على الأسعار. حيث أثبتت بعض الدراسات أن سيكولوجية المستثمرين هي اللاعب الرئيسي والمحرك الأول للسوق بدلا من حقائق السوق ونتائج أداء الأسهم. ولهذا فالإستراتيجية الناجحة للإستثمار في السوق هي التي لا تعتمد على العواطف، لأنه قد ينحرف السلوك والإدراك الحسي ويؤدي إلى نتائج عكسية، وبالتالي ينحرف المستثمر عن طريقه من الهدف الرئيسي إلى أهداف أخرى غير حقيقية أو غير واقعية.

سنحاول تقديم أسس المالية السلوكية وشرح التحيزات السلوكية الرئيسية، حيث سيتم التطرق في هذا الفصل إلى الإطار السلوكي في عملية إتخاذ القرارات الإستثمارية، في المبحث الأول النظرية المالية السلوكية وقد تم التطرق إلى دوافع ظهور الاتجاه السلوكي في علم المالية، المفاهيم النظرية للمالية السلوكية. بينما تناول المبحث الثاني جملة من العوامل السلوكية المؤثرة على قرارات المستثمرين حيث تم فيه إستخلاص بعض من العوامل الديمغرافية المحددة لإتجاهات المستثمرين في السوق وذلك في الجزء الأول، أما في الجزء الثاني تم التعرف على جملة من العوامل السيكولوجية المؤثرة على سلوك المستثمرين في السوق، وعرض الجزء الثالث العوامل المتعلقة بالتفاعلات الاجتماعية والقيم الشخصية للمستثمر، الجزء الرابع العوامل المتعلقة بالإحتياجات المالية الشخصية، بينما ضم الجزء الخامس العوامل المتعلقة بالجوانب المعلوماتية.

المبحث الأول : النظرية المالية السلوكية :

نتيجة لتعدد ظهور التشوهات أو الحالات الشاذة في الأسواق المالية والتي أدت إلى نقض وزعزعة صحة نظرية كفاءة الأسواق المالية، ظهر إتجاه فكري جديد حاول وضع تفسير لهذه الظواهر من خلال دمج النظرية المالية والنظرية السلوكية. وعليه جاء هذا المبحث لشرح دوافع ظهور هذا الإتجاه السلوكي وجذور ظهوره.

I. دوافع ظهور الاتجاه السلوكي في علم المالية :

نظرا للتقلبات المفرطة والحالات الشاذة لأسواق الأوراق المالية لوحظت بعض الظواهر التي لا تتفق مع نظرية الكفاءة، وترتبط هذه التشوهات أو الحالات الشاذة بمجموعة من العوامل والظواهر كالموسمية، أو الربحية، أو التقلبات الجوية ...

1. التشوهات الموسمية : وهي حالة شاذة في سوق الأوراق المالية وتعرف بالتشوهات التقويمية لأنها ترتبط بيوم معين أو شهر أو أي وقت من السنة بسبب الميل المتكرر.

1.1. أثر نهاية الأسبوع : واحدة من أقدم الأدلة على الشذوذ في سوق الأوراق المالية هو تأثير الاثنين أو عطلة نهاية الأسبوع. حيث كشفت الدراسات أن متوسط العائد يوم الجمعة مرتفع بشكل غير طبيعي في حين أن متوسط العائد يوم الاثنين منخفض بشكل غير طبيعي. (Bin Mohamad, Shamsheer, & Mohamad Ali, 1988)

التأثير الموسمي ليوم الاثنين والذي يحدث عادة عندما يكون متوسط عوائد الأسهم منخفضة أو سلبية يوم الاثنين - خاصة في ساعات التداول الأولى - مقارنة بأيام الأسبوع الأخرى، بينما يزيد متوسط العوائد يوم الجمعة (Messaoui, Essai d'analyse de l'impact du comportement psychologique des investisseurs institutionnels sur les cours boursiers (marchés d'actions). Cas : la faillite de la banque américaine Lehman Brothers, 2014, p. 54)

كان French 1980 أول من لفت الإنتباه إلى تأثير يوم الاثنين وعطلة نهاية الأسبوع، حيث قام بدراسة العوائد اليومية لمؤشر S&P 500 وتوصل الى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين عوائد أيام الأسبوع، أي أن متوسط العائد اليومي للسوق ليس هو نفسه لجميع أيام الأسبوع ، وعلى الرغم من أن متوسط العوائد للأيام الأربعة من الأسبوع كان إيجابياً، إلا أن المتوسط ليوم الاثنين كان سالباً بشكل كبير وهو ما يعرف بأثر الاثنين ويطلق على العوائد الموجبة في نهاية الأسبوع بأثر نهاية الأسبوع (French, 1980). أيدت ذلك دراسة (Gibbons & Hess, 1981) وكشفت ان متوسط عوائد الاثنين يكون منخفضاً بشكل غير عادي أو حتى سلبي. وأضافت بأنه لا يوجد ما يثبت أن هذه الحالة مرضية وغير عادية. أضاف Bin Mohamad, Shamsheer, & Mohamad Ali, 1988 في دراستهم تفسير لوجود تأثير عطلة نهاية الأسبوع أن السوق غير قادر على إستيعاب جميع المعلومات المتاحة لخصم أسعار الأسهم يوم الجمعة، بإفتراض تسرب الأخبار الجيدة والسوق لا تزال مفتوحة

والأخبار السيئة بعد إغلاق السوق والتي تنعكس حينها على سعر الاثنين. أما إذا كان السوق فعالاً سيستوعب جميع الأخبار الجيدة والسيئة في أسعار الأسهم يوم الجمعة نفسه، وإذا تجاوزت الأخبار الجيدة الأخبار السيئة فإن العوائد ستكون إيجابية ؛ وفي حالة العكس ستكون سلبية.

وعلى هذا الأساس تتمثل إحدى الإستراتيجيات الإستثمارية البسيطة في قيام المستثمر بشراء الأسهم عند الإقفال كل يوم إثنين وبيع هذه الأسهم عند الإقفال كل يوم الجمعة، يمكنه تحقيق عوائد نظامية. غير أن ذات الدراسة لم تتمكن من تأكيد أن إتباع هذه الإستراتيجية يسمح بتغطية تكاليف الصفقات المترتبة عنها وأوصت بالطرق لذلك في بحوث أخرى. (Bin Mohamad, Shamsheer, & Mohamad Ali, 1988)

2.1. تأثير اليوم : توصلت العديد من الدراسات إلى أن متوسط العائد اليومي للسوق ليس هو نفسه لجميع أيام الأسبوع.

3.1. أثر نهاية السنة : تأثير شهر يناير هو تأثير تقويم يتعلق بتشوه أسواق الأوراق المالية الذي شهده شهر يناير، والذي يتميز بارتفاع أسعار الأسهم نسبة إلى شهر ديسمبر. وعليه يكون متوسط العوائد الخام لشهر يناير أعلى بكثير من متوسط العوائد لبقية أشهر السنة. (B. Patel, 2016) تختلف التفسيرات المتعلقة بهذا الأثر لكن الأكثر بروزاً هو أن ميل المستثمرين إلى إدراك كل بداية سنة مستهل بداية جديدة وهذا ما يدل على التفاؤل الذي تنقله أفعالهم دون وعي. (Bentayeb , 2013, p. 58)

كان Sidney Wachtel أول خبير إقتصادي درس ووثق موسمية الاسعار في مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة 1927-1942. أين لوحظ وجود إتجاهات صعودية متكررة من ديسمبر إلى يناير خلال فترة 11 سنة من مجموع 15 سنة التي درسها. ومنها أطلق على هذا الأثر بتأثير يناير. (Wachtel, 1942) وقد تم تفسير هذا الأثر في ظل نظرية الكفاءة بالمعاملات ذات الدوافع الضريبية، ذلك أن المستثمرين المنطقيين سوف يسعون للتخفيف من الآثار الضريبية في نهاية العام. ولا يمكن أن تفسر عمليات بيع الخسائر الضريبية لشهر يناير بأكمله لعدم تحقيق عوائد غير عادية كبيرة خلال الأيام القليلة الأولى من شهر يناير. (Reinganum, 1983)

يشير بعض الباحثين إلى أن تأثير شهر يناير لا يزال قائماً في أسواق الأوراق المالية على الرغم من قدم ظهوره. إلا أن باحثين آخرون ينفون هذا الاستنتاج ويشيرون إلى أن تأثير شهر يناير لم يعد سائداً أو فقد سيطه على الأقل في فترات من دراستهم. (Klock & Bacon, 2014) (Patel & Evans, 2003) (Moosa, 2005)

4.1. أثر الشهور : لوحظ في أسواق الأوراق المالية أن الأسعار تميل إلى الارتفاع خلال 15 يوم الأولى من كل شهر، وتنخفض في 15 يوم الأخيرة وهذا ما عرف بأثر تغير الشهر. بحيث يظهر متوسط عوائد الأسهم إيجابي فقط خلال النصف الأول من الشهر ولا يمكن تمييزه عن الصفر خلال النصف الأخير من الشهر. حيث أن هذا التأثير

الشهري مستقل عن الحالات التقويمية الشاذة المعروفة كتأثير يناير، وهو ناتج عن تحول في متوسط توزيع العوائد من أيام في النصف الأول من الشهر بالنسبة إلى أيام في النصف الأخير من الشهر. (Boudreaux, 1995) (Robert , 1987)

2. أثر إدماج ورقة مالية جديدة في المؤشر :

نظرا لأهمية المؤشرات الكبيرة والاهتمام المتزايد بتسيير المؤشرات، فإن الملاحظة القائمة من خلال الدراسات حول هذه الظاهرة ستكون عند دخول أو خروج الأسهم في مؤشر الأسعار. (Bentayeb , 2013, p. 58) حسب Shleifer لوحظ أن هناك إستجابات في أسعار الأسهم التي تضاف أو تحذف من مؤشر ستاندرد آند بورز 500 (S&P 500) أو غيرها من المؤشرات. إذ أنه سيرتفع سعر الورقة المالية عند إدماجها في مؤشر الأسعار، وقد يصل هذا الارتفاع إلى نسبة 3%. (Shleifer, 1986) وهذه النتيجة تتناقض مع فرضية كفاءة السوق التي تنص على أن الأسهم تشكل بدائل مثالية فيما بينها.

3. أثر الدخول إلى سوق الأوراق المالية :

تعد العروض العامة الأولية من الظواهر التي يصعب تفسيرها من قبل نظرية كفاءة السوق. وقد لاحظ 1975 Ibbotson أنه في مرحلة ما بعد طرح الأسهم للجمهور يكون الأداء إيجابي في العام الأول وسلي في السنوات الثلاث التالية وإيجابي في العام الخامس الأخير. أي أن العروض العامة الأولية تعطي عوائد منخفضة بنسبة 1% شهرياً تقريباً في السنوات الثانية والثالثة والرابعة من التداول، وعوائد غير عادية إيجابية في العامين الأول والخامس. (Ibbotson & Jaffe, 1975)

على عكس Ibbotson الذي قام بتحليل عوائد سوق الأوراق المالية لمدة 5 سنوات بعد طرحها للجمهور قام Ritter 1991 بتحليل العوائد خلال 3 سنوات بعد طرحها للجمهور. وتوصل بأن العروض العامة الأولية التي تم توثيقها على نطاق واسع ظاهرة قصيرة الأجل، أي أن الأداء الضعيف لا يمتد إلى أكثر من 3 سنوات ويوجد تباين كبير في الأداء الضعيف من سنة إلى أخرى وفي جميع القطاعات.

إن الاستنتاج بأن العروض العامة الأولية ضعيفة الأداء في المتوسط، يعني أن تكاليف زيادة رأس المال في الاكتتاب العام للأسهم ليست مرتفعة بشكل غير عادي على الأقل بالنسبة لتلك الشركات التي يتم طرح أسهمها للجمهور في الأوقات التي تكون فيها معنويات المستثمرين متفائلة. وبالتالي فإن شركات النمو الناشئة المطروحة للاكتتاب العام لا تواجه بالضرورة تكاليف مرتفعة مقارنة بالشركات القائمة. يتوافق هذا النمط مع سوق الاكتتاب العام الذي يبالغ فيه المستثمرين بشكل مفرط في توقعاتهم بشأن نمو الأرباح المحتملة لشركات الناشئة. (Ritter, 1991)

إن العروض العامة الأولية في فترات معينة وفي صناعات معينة يتم إصدار إصدارات جديدة بأقل من قيمتها الحقيقية، غير أن هذا التسعير المنخفض يمكن أن يعطي أفضل العوائد مقارنة بالسوق. (Allen & Faulhaber, 1989)

تؤكد نتائج Ibbotson 1975 أنه لا توجد حالات خروج عن كفاءة السوق في ما بعد البيع. إلا أن صغر حجم العينة (120 إصداراً) يمكن أن ينتج عنه أخطاء معيارية كبيرة لدرجة أنه لا يستطيع رفض فرضية كفاءة السوق بعد طرح الأسهم للجمهور.

4. أثر تدبب الأسعار :

قام Shiller 1981 بدراسة العلاقة بين تباين أسعار السوق وتباين القيمة الحقيقية للأسهم وتوصل إلى أن تدبب أسعار السوق يفوق بكثير تدبب القيمة الحقيقية. وهذا لا يتوافق مع نموذج الأسواق الفعالة الذي يفترض أفضل التوقعات للسعر العقلاني. ولمعرفة ما إذا كان بإمكان التغيرات في توزيعات الأرباح تفسر التدبب في أسعار السوق، يفترض أن تنحرف الأرباح الحقيقية عن إتجاهاتها على المدى الطويل أكثر بكثير مما كانت عليه في الماضي. (Shiller R. J., 1980)

5. أثر الزخم :

أثر الزخم والمعروف أيضاً بالقوة النسبية أو تأثير الاستمرارية ؛ هو أن الأسهم التي تولد عوائد أعلى من المتوسط خلال فترة معينة (الفائزين) ستولد أيضاً عوائد أعلى من المتوسط في الفترة المقبلة، والأسهم التي تولد عوائد أقل من المتوسط في فترة معينة (الخاسرين) سوف تولد أيضاً عوائد أقل من المتوسط في الفترة المقبلة. وعليه تسعى الإستراتيجية القائمة على الزخم إلى إستغلال إفتراض أن الفائزين بالأمس سيكونون الفائزين في الغد وأن الخاسرين بالأمس سيكونون هم الخاسرين في الغد. (Champagne, 2002)

إن الإستثمار في الزخم يتضمن بشكل أساسي الإستثمار على أساس إتجاه سابق، حيث يشتمل الزخم السعري الأكثر شيوعاً في عمليات الإستثمار على أساس أسعار الأسهم التاريخية. ويقترح أنه إذا تم الحفاظ على الاتجاهات الحديثة في أسعار الأسهم في المستقبل القريب، لان نهج الإستثمار الذي يشتري الأسهم التي شهدت أسعارها إرتفاعاً في الماضي لأنها تميل لإعطاء أفضل العوائد في المستقبل والعكس. (Søndergaard, 2010) وهذا يعد خرقاً لنظرية الكفاءة لأنه في السوق الكفاء من المستحيل أن تتبع الأسعار نمطا محدداً لأنها تسلك سيرورة عشوائية.

6. أثر الحجم :

توصل Banz 1981 إلى أن عوائد المؤسسات صغيرة الحجم - ذات الرسملة البورصية الصغيرة - أكبر من عوائد المؤسسات كبيرة الحجم وهذا ما لا يتوافق مع نظرية كفاءة السوق. إلا أنه لا يمكن الاستفادة من هذا الأثر. وإذا أخذنا بعين الاعتبار تكاليف المعاملة المرتبطة بشراء وبيع الأسهم غير السائلة، فإنه يظهر إضافة إلى الخطر النظامي خطر إضافي آخر وهو خطر السيولة. وكل مستثمر سعى لاستغلال هذا الأثر لم يكتسب أكثر من معدل السوق وحسب المخاطر النظامية. (Albouy, 2005)

7. أثر التقلبات الجوية :

قامت العديد من الدراسات بدراسة العلاقة بين الظروف الجوية وعوائد الأسهم وتوصلت أغلبها إلى وجود علاقة كبيرة بين التقلبات المناخية وعوائد الأسهم بحيث يمكن أن تدفعها في الاتجاه الإيجابي أو السلبي. وسنتطرق إلى ذلك لاحقاً في المبحث الثاني من الفصل الأول.

إن إثبات وجود مثل هذه التشوهات في الأسواق المالية سيجعل المستثمرين العقلانيين يقبلون على إغتنامها إذ تعتبر فرصاً بالنسبة لهم لتحقيق أرباح غير عادية، غير أن التنافس لإغتنامها سيعمل على إختفائها. حيث إختفت معظم هذه الحالات الشاذة بعد تحديدها كما صرح Malkiel 2003 في قوله " يبدو أن تأثير يناير قد إختفى فور اكتشافه " والسؤال الذي يطرح نفسه هنا هو: هل من الممكن الاستفادة من هذه التشوهات لأجل تحقيق أرباح غير عادية؟ والإجابة تكون سلبية نظراً لوجود تكاليف الصفقات. (Messaoui, 2014)

II. ظهور المالية السلوكية :

إن موضوع السلوك ليس جديد في المالية، يعود إعتماده إلى نهايات القرن التاسع عشر (19) حيث أشارت إليه مجموعة من الأبحاث والدراسات فيما مضى ووضحت أثر الحالات النفسية للأفراد على سلوكياتهم وكان أبرزها ما كتبه العالم Emile Zola في كتابه النقود L'Argent عام 1891 حيث ركز فيه عن عالم المال وما كان يحدث في بورصة باريس من خلال إظهار لآثار المضاربة والممارسات السلوكية لمديري الشركات المتمثلة في الخداع والترويج الإحتيالي والإهمال لأجل تنمية ثرواتهم. وقد أشار في كتابه إلى سلوك أعوان الصرف في مواجهة المخاطر التي تعرضت لها البورصة آنذاك وقدم وصف دقيق لما إنتاب هؤلاء الاعوان من نوبات الخوف والهلع الجماعية بمجرد صدور معلومات جديدة. حيث تختلط الأمور وتنتشر الفوضى بين المتعاملين والجميع يركض في إتجاهات مختلفة دون أن يكون لأي منهم إدراك واضح لما يحدث، ليتضح في نهاية المطاف أن كل ذلك مجرد إشاعات لا أساس لها من الصحة. (بن زاير، 2016/2015، صفحة 154)

وبعد مضي ثلاثة وخمسون عاما (53 عاما) من الوصف الذي قدمه Zola قدم كل من John von Neumann و Oskar Morgenstern نظرية الإختيار العقلاني - وهي النموذج التفسيري الذي أستخدم من طرف علماء الإجتماع لتفسير السلوك البشري عند عملية إتخاذ القرار، كما تجدر الإشارة إلى أن نظرية المنفعة المتوقعة هي أساس نظرية الإختيار العقلاني - في المؤلف الذي قاما بنشره سنة 1944 بعنوان: *Théorie des "jeux et comportements économiques"* "نظرية الالعاب والسلوك الإقتصادي" أين وضحا عقلانية اللاعبين وأكدوا أن هناك على الأقل لاعب واحد عقلاني، وهو الذي يختار دائما الإجراء الذي يعطي أفضل النتائج ويعظم بذلك منفعته الخاصة، بالنظر إلى ما يتوقع أن يقوم به خصمه. (Diba & Grossman, 1988, p. 752) ومن هنا إتضح وصفا علميا لسلوك الأفراد إتجاه تفضيلاتهم وخياراتهم بإدراك واضح في جميع الظروف وبتقدير جيد ودقيق للمبلغ الفعلي الذي يفضلون الحصول عليه كعائد مقابل الخطر المحتمل. (بن زايد، 2016/2015، صفحة 154)

بدأ علم النفس المعرفي في الستينات بإلقاء الضوء على الدماغ بإعتباره جهاز لمعالجة المعلومات، وقد لاحظ كل من Raiffa 1968 و Kahneman & Tversky 1979 أن سلوك الفرد نظريا يختلف عن الممارسة ولا يمكن للنماذج المالية الكلاسيكية تفسير أو توقع جميع القرارات المالية. (Egidijus , Jureviciene, Petras, & Novickyte, 2013, p. 871) وعليه بدأ علماء النفس في هذا المجال أمثال Word Edwards و Daniel Kahneman و Amos Tversky بمقارنة النماذج المعرفية لإتخاذ القرار في ظل المخاطر وعدم اليقين بالنماذج الاقتصادية للسلوك العقلاني. وقد صاغ Kahneman و Tversky نظرية الإحتمال في عملهم " تحليل القرار تحت الخطر " عام 1979. (Birău, 2012, pp. 47-48)

باستخدام علم النفس المعرفي لشرح إختلاف الإتجاهات في إتخاذ القرار الاقتصادي في النظرية الكلاسيكية الجديدة. وبذلك زاد إهتمام الباحثين والخبراء الماليين لمحاولة إيجاد نموذج علمي لتفسير التشوهات الملاحظة في الأسواق المالية ومعالجة مشكل الالعقلانية عند الأفراد من خلال الفوضوية في تصرفاتهم إتجاه المعاملات المالية. وكمساهمة أولى لمجموعة من المتخصصين في المالية والمهتمين بدراسة سلوك المستثمرين وحركية السوق. وقد حاولت دراساتهم بناء نموذج لتفسير سلوكيات الأفراد في معاملات الأسواق المالية نذكر منهم Thaler & DeBondt عامي 1985 و Shiller عامي 1981 و 1984. وتوالت بعد ذلك الأبحاث والدراسات لبناء نظرية مالية جديدة قادرة على تفسير ما يحدث من طرف الأفراد في الأسواق المالية، وبذلك ظهرت المالية السلوكية. أين قدمت لها عدة تعاريف.

عرف Thaler 1993 المالية السلوكية على أنها بمثابة إنفتاح فكري. أي أنه حل أي مشكلة مالية لا بد من التأكد من حالة الأفراد وتصرفاتهم إن كانت عقلانية أم لا. أيضا تهتم بفهم وشرح طريقة تفكير المستثمرين والعوامل المؤثرة على قراراتهم. (بن الضب و بلقاسم، 2015، صفحة 302)

وفقا لـ Shefrin 2001 فإن المالية السلوكية هي دراسة كيفية تأثير علم النفس على عملية إتخاذ القرارات المالية في الأسواق المالية. (Egidijus , Jureviciene, Petras, & Novickyte, 2013, p. 871)

وفي رأي Thaler & Barberis 2001 أن للمالية السلوكية لبنات بناء تتمثل في حدود المراجعة التي تجادل بأنه يمكن أن يصعب على المستثمرين العقلانيين التخلص من الإضطرابات التي يتسبب بها المستثمرين غير العقلانيين ؛ علم النفس الذي يصنف أنواع الإنحرافات عن العقلانية الكاملة والمتوقع بروزها. (Birău, 2012, p. 48)

أما Fromlet 2001 إقترح بأن المالية السلوكية تجمع بشكل وثيق السلوك الفردي وظواهر السوق بإستخدام المعرفة في المجال النفسي والنظرية المالية. (Birău, 2012, p. 48)

أما Ciouil 2005 أن المالية السلوكية هي دراسة تأثير علم النفس على سلوك الممارسين الماليين والتأثير اللاحق على الأسواق. (Konstantinidis, Katarachia, Borovas, & Voutsas, p. 19)

بناء على ماسبق يمكن إستنتاج أن المالية السلوكية هي علم أو منهج جديد نسبيا يمزج بين علم المالية وعلم النفس، يحاول فهم وشرح كيفية تأثير المنطق أو الأخطاء المعرفية على قرارات المستثمرين وأسعار الأوراق المالية. وأيضا إعطاء تفسير للحالات الشاذة والإنحرافات التي تظهر في الأسواق المالية وعجزت نظرية الكفاءة عن تفسيرها. وعليه ظهرت المالية السلوكية كنموذج دفع النظريات المالية، وفي وقت قصير جدا تمكن من تحدي الإستحواذ على الإهتمام الأكاديمي والعلمي. وتم الإعتراف به ليس فقط كإطار نظري بديل بل كنموذج أو تيار مهيمن جديد.

المبحث الثاني : العوامل السلوكية المؤثرة على قرارات المستثمرين :

تتسبب بنية المعلومات وخصائص المشاركين في السوق في توجيه قرارات الإستثمار، وعليه تتأثر نتائج السوق بتصرفات وسلوكيات المستثمرين. بحيث يقودهم ميولهم إلى ارتكاب الأخطاء المعرفية. أيضا قد يفتقرون إلى ضبط النفس، ثقتهم في قدراتهم، سوء تقدير معلوماتهم، المبالغة في ردود أفعالهم، أو إتباع القطيع دون تفكير. جل هذه السلوكيات هي غير عقلانية وقد تقود سلوك المستثمر وتؤدي إلى العديد من الحالات الشاذة في السوق.

I. العوامل المتعلقة بالجوانب الديمغرافية للمستثمرين :

- للسمات الشخصية والخصائص الذاتية للمستثمر دور بالغ الأهمية في تحديد إتجاهات المستثمرين للتعامل في أسواق الأوراق المالية ومن أهم هذه الخصائص نجد : (الشواورة، 2008، الصفحات 222-225)
1. **عامل السن** : يتوقع أن المستثمر الذي في سن الشباب يكون أكثر مغامرة على تحمل المخاطرة في سبيل تحقيق أكبر العوائد مقارنة بغيره الذي هو في سن الكهولة أو الشيخوخة. لذلك يتجه المستثمرين كبار السن نحو الإستثمار في الأوراق المالية المضمونة العوائد، على عكس المستثمرين الشباب الذين يتجهون إلى الإستثمار في الأسهم العادية. ومنه يصعب تحديد السن الملائم للتعامل في أسواق الأوراق المالية.
 2. **عامل الجنس** : بسبب إختلاف الأهداف والرغبات والطموحات بين الجنسين يختلف قرار الإستثمار، فمبول الذكور يكون نحو الإدخار و الإستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المرتفع وعند مستوى معين من الخطر. بعكس الإناث أين يكون ميولهن نحو الإدخار و الإستهلاك، وعليه غالبا ما تتجه أفكارهن إلى الإستثمار في الأوراق المالية المضمونة العوائد والتي تتسم بدرجة عالية من الإستقرار.
 3. **المؤهل العلمي** : للمستوى التعليمي للمستثمر أثر كبير على قراره الإستثماري، إذ تتسم قرارات ذوي المؤهلات العلمية بالإلمام بالمتغيرات والمعطيات الموضوعية للإستثمار، ومنه يفترض أن تكون قراراتهم أكثر بعدا عن سوء التقدير.
 4. **مستوى الدخل** : يتوقع أن يلجأ المستثمرين ذوي الدخل المنخفضة إلى المغامرة بالإستثمار في الأصول الخطرة طمعا في تحسن أوضاعهم المعيشية، فإن وقعت الخسارة فقد لا يخسرون الكثير، وأن تحقق الربح فسوف يكون مجزي. بينما يميل المستثمرين ذوي الدخل المرتفعة إلى عدم المغامرة بالإستثمار في الأصول الخطرة، لإمتلاكهم ما يكفي لتلبية إحتياجاتهم.
 5. **الخبرة العلمية** : للحصيلة المعرفية المبنية على الممارسة العملية أثر بالغ الأهمية على صحة وسلامة قرار الإستثمار، ومنه يكون تقدير من يمتلك الخبرة أكثر دقة من غيره مع مراعاة التفاوت الموجود من مستثمر إلى آخر من حيث المدة ونوعية الخبرة والتعامل في السوق. إذ يمكن الإلمام بقواعد البيع والشراء فقط من خلال التجربة والممارسة العملية، لذلك تكون تعاملات المحترفين في السوق أكثر من تعاملات المستجدين.

6. الحالة الاجتماعية : الحالة الاجتماعية هي أيضا عامل فعال يؤثر في عملية إتخاذ قرار المستثمرين. فيما يتعلق بتحمل المخاطر فإن المستثمرين غير المتزوجين هم أكثر عرضة للمخاطر من المتزوجين، لأن المتزوجين يتحملون مسؤوليات عن أنفسهم وعن عائلاتهم. (Sadiq & Ishaq, 2014, p. 48) يميل المستثمرين المتزوجين إلى إظهار مستوى منخفض من تحمل المخاطر مقارنة بالمستثمرين غير المتزوجين لشعورهم أن الخسائر المحتملة لقراراتهم الإستثمارية المحفوفة بالمخاطر قد تؤثر على المراكز المالية لعائلاتهم وعلاقاتهم مع الأسر الأخرى. وكلما زاد عدد افراد عائلة المستثمرين المتزوجين زادت إلتزاماتهم المالية وعليه يظهرون سلوك النفور من المخاطرة. (Subramaniam & Athiyaman, 2016) لأنهم مضطرين إلى التفكير في قضايا عائلاتهم.

بغض النظر عن وضع السوق فإن قرارات الإستثمار في أسواق الأوراق المالية تعتمد على سلوك المستثمرين وقت إتخاذ القرار. بحيث قد يكون لمجموعة من المستثمرين الذين يملكون خصائص ديموغرافية مشتركة، تفكير متجانس أو مختلف. وعليه قامت العديد من الدراسات بدراسة تأثير العوامل الديموغرافية على سلوكيات المستثمرين الأفراد عند إتخاذ قرار الإستثمار في أسواق الأوراق المالية وقد أظهرت أن إختلاف جنس المستثمر وسنه، مستوى الدخل، المعرفة والخبرة العلمية، الحالة الاجتماعية والمهنة تعطي مواقف مختلفة إتجاه عملية إتخاذ القرار. وقد توصلت العديد من الدراسات إلى أن العوامل الأكثر شيوعًا التي لها تأثير كبير على سلوك المستثمرين هي سن المستثمر وجنسه، مستوى دخله، مستواه التعليمي، ومهنته (Shafi, 2014)، (Bhavani & Shetty, 2017). وكانت نتائج دراسة (Farzana, Rahman, & Mazumder, 2012) مختلفة اين توصلت أن المستوى التعليمي للمستثمر ومهنته عوامل مهمة للإستثمار ولها الأولوية في قرار شراء الأسهم، في حين لا يوجد أي تأثير لعامل السن والجنس على سلوك المستثمر. وفي هذا الإتجاه توصل (Rashid & Nishat, 2009) إلى أن المستثمر صغير السن الذي يتمتع بمستوى تعليمي لديه قوة تركيز في التحليل الفعال للمعلومات، التسيير الجيد للإستثمار، سهولة عملية المعاملات، وإدارة المخاطر في الوقت المناسب. ولكنه عديم الخبرة وذا نقص في المهارة والدخل. وتوصلت ذات الدراسة في تجربة لتداول هؤلاء المستثمرين للتحقيق في تأثير المتغيرات الديموغرافية وتبين بأنها غير مهمة للإستثمار. جاءت دراسة (Sadiq & Ishaq, 2014) مساندة لذلك أين توصلت أن عامل الجنس، الحالة الاجتماعية، المهنة وحجم العائلة ليس لهم أي تأثير على سلوك المستثمرين أثناء إتخاذ قرار الإستثمار.

أما من ناحية تقييم العوامل الديموغرافية لتحديد قرار الشراء، البيع، والاحتفاظ بالأسهم أثناء الإعلان عن توزيعات الأرباح فقد اتضح من دراسة (Khanam, 2017) أنه عند الإعلان عن توزيعات الأرباح، فإن هناك استجابة مختلفة للمستثمرين بين مختلف العوامل الديموغرافية والقرارات الإستثمارية للمستثمرين.

من جهة أخرى سعت العديد من الدراسات لأثر العوامل الديموغرافية على مستوى تحمل المستثمرين لمستوى معين من مخاطر الإستثمار. وقد جاءت دراسات (Geetha & Ramesh, 2012)، (Patel & Modi,

(2017) لدراسة تأثير العوامل الديموغرافية كالجنس، السن، الحالة الاجتماعية، المستوى التعليمي، مستوى الدخل، حجم العائلة على مستوى تحمل المخاطر لدى المستثمرين بالإضافة إلى تفضيل الإستثمار وتوصلت إلى أن للعوامل الديموغرافية تأثير كبير على بعض عناصر القرار الإستثماري وغير مهمة في عناصر أخرى. أيد ذلك في دراسة (Subramaniam & Athiyaman, 2016) إلا أنها أضافت سن المستثمر وعدم وجود إرتباط لجنس المستثمر، مهنة، وحالة الإجتماعية على إدراك وتحمل المستثمرين للمخاطر. ساندت دراسة (Chavali & Mohanraj, 2016) سابقتها في إرتباط سن المستثمر بمستوى تحمل المخاطر، وعارضتها في إرتباط مهنته بمستوى تحمل المخاطر. أيضا جاءت دراسة (Sadiq & Ishaq, 2014) لتحليل هذا الأثر وتوصلت نتائجها إلى أن العوامل الديموغرافية للمستثمرين؛ المؤهل العلمي، مستوى الدخل، الخبرة العلمية، ومعرفة الإستثمار تؤثر على مستوى تحمل المستثمرين لمستوى المخاطر فيما يتعلق بإختيار الإستثمار.

كذلك سعت العديد من الدراسات إلى فهم الإختلافات في مستوى تحمل المخاطر بين المستثمرين الذكور والإناث. أكدت دراساتهم أن الإناث يختلفن بشكل كبير في سلوكياتهم الإستثمارية عن الذكور، إذ يكون سلوك التداول عند الذكور أكثر من الإناث وبالتالي تقل عوائدهم عن عوائد الإناث. ويظهر هذا الإختلاف أكثر عند الذكور والإناث غير المتزوجين. وهو ما أكدت عليه دراسة (Barber & Odean, 2001). وأيدت ذلك دراسات كل من (Bajtelsmita, Bernasek, & Jianakoplos, 1999)، (Albaity & Rahman, 2012) إذ توصلت إلى وجود إختلاف بين الجنسين في تحمل المخاطر حيث يكون الذكور أكثر عرضة للمخاطر من الإناث. بالإضافة إلى ميل الذكور إلى تحقيق نتائج أفضل من الإناث. وقد أيد ذلك من خلال دراسات أخرى. أما دراسة (Hue Ton & Nguyen, 2014) فقد سعت لمعرفة ما إذا كان هناك إختلاف في إتخاذ قرارات الإستثمار بين الجنسين من نفس؛ السن، المستوى التعليمي، تجربة الإستثمار (الخبرة العلمية)، مستوى الدخل، والحالة الاجتماعية. وكشفت الدراسة أن هناك بعض الإختلافات بين مجموعات مختلفة من المستثمرين في أسواق الأوراق المالية، وعليه إتضح أن الذكور الشباب لديهم استعداد أكبر للمخاطرة في إتخاذ قرار الإستثمار من الإناث. بينما يفضل المستثمرين كبار السن خيارات عدم المخاطرة والامان في تداول الأسهم. وغالبا ما يواجه المستثمرين الذين لديهم خبرة أكثر من خمس سنوات مخاطر أعلى، وللمستثمرين الغير متزوجين القدرة على تحمل مخاطر أكثر من المستثمرين المتزوجين. وفي الاخير توصلت الى ارتباط الجنس والسن والخبرة الإستثمارية والحالة الاجتماعية بإتخاذ قرار المستثمر. وللمستثمرين ذوي المؤهلات التعليمية ومستويات الدخل المختلفة نفس القرار في تداول الأسهم.

بصفة عامة ومما سبق نخلص إلى أن سلوكيات المستثمرين في الاسواق المالية ترتبط في المقام الاول بالعوامل الديموغرافية بحيث نجد تفكير متجانس أو مختلف لمجموعة المستثمرين الذين يملكون خصائص مشتركة. ويتضح

أنه من بين العوامل الديموغرافية فإن عامل الجنس هو أول عامل فعال للتمييز والتصنيف بين المستثمرين، وبسبب دور المتغيرات العاطفية أو المعنوية تختلف المواقف بين الذكور والإناث حيث تميل الإناث إلى النفور من المخاطرة.

II. العوامل المتعلقة بالجوانب السيكولوجية للمستثمرين :

ينظر صغار المستثمرين في احتياجاتهم الإستثمارية، أهدافهم، والقيود المفروضة عليهم في إتخاذ القرارات الإستثمارية، ولكن لا يمكن إتخاذ قرار إستثماري ناجح في جميع الأوقات. ولشرح ظروف الشراء أو البيع أو الإحتفاظ بالأسهم تركز المالية السلوكية على الطريقة التي يفسر بها المستثمرين المعلومات ويتصرفون على بناءها لإتخاذ القرارات الإستثمارية. بحيث يقودهم ميولهم إلى إرتكاب الأخطاء المعرفية. وعليه يستند سلوك المستثمرين في السوق على المبادئ السيكولوجية لإتخاذ القرار.

أيضا يمكن أن تؤدي التغيرات الخارجية في مزاج المستثمرين إلى سلسلة من الأحداث - التفاوض أو التشاؤم - والتي تظهر في معنويات المستثمرين والتي لا يمكن تبريرها بعقلانية. سيتم التطرق في هذا الجزء إلى جملة من العوامل السيكولوجية والتي لها تأثيرات مختلفة واضحة ومهمة ومنتظمة على سلوكيات المستثمرين ومنه على قراراتهم الإستثمارية. تتمثل العوامل السيكولوجية التي تناولتها الدراسة في ؛ التحيزات المعرفية ومعنويات المستثمرين.

1. التحيزات المعرفية :

تعد التحيزات المعرفية قائمة من العوامل السيكولوجية التي تؤثر على إتخاذ المستثمرين لقراراتهم الإستثمارية. فمن ناحية تحليل الكيفية التي يتم بها إتخاذ القرار الإستثماري من جانب مستوى معرفة المستثمر ومدى خضوعها لنزاعات سلوكية. غالبا ما تكون مستويات المعرفة منخفضة بحيث يشوب القرار تحيزات سلوكية، فغالبا ما يخضع المستثمرين الأفراد إلى قيود معالجة المعلومات، الغفلة، والتحيزات المعرفية و الإضطراب النفسي. كما تكون الثقة المفرطة، النفور من الأسف، تأثير التصرف، تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه، غياب التنوع، تأثير الإستدلال، النفور من المخاطرة، النفور من الخسارة، سلوك القطيع، ظروف السوق، التفاوض والتشاؤم المفرط، والتنافر المعرفي من هذه العوامل.

1.1. الثقة المفرطة : الثقة المفرطة هي المبالغة في تقدير المستثمرين للمخاطر ولمعرفهم وقدراتهم عند مراقبة الأحداث. إذ يعتقد المستثمر بقوة ويهتم أكثر بالتقييم الخاص به للأسهم ويولي إهتمام أقل بإعتقادات الآخرين. وهذا يحدث بعد تحقيق المستثمر لبعض النجاحات المتكررة. لأن النجاح في السوق قد يحمل المستثمرين سلوك الثقة المفرطة بالنفس. يكون المستثمر أكثر ثقة عندما يشعر بأنه مسيطر على النتيجة - حتى ولو كان ذلك مجرد وهم - ويمكن أن يحدث هذا التصور حتى دون وجود معلومات، أين يعتقد المستثمر أن الأسهم التي يملكها ذات أداء أفضل من أسهم الآخرين. فعادة ما يتوقع المستثمر عوائد أعلى من المتوسط (Levišauskait, 2010, p. 120).

الثقة المفرطة هي واحدة من الآثار الجانبية التي يمكن أن تتسبب في التداول المفرط، مما يؤدي إلى زيادة تكاليف التداول. (Singh, 2012, p. 118) إذ أن المستثمرين الذين لديهم مبالغة بالثقة بالنفس يميلون لإنساب نجاحاتهم إلى قدراتهم ومهاراتهم، وفشلهم إلى ظروف خارجة عن إرادتهم أو سوء الحظ. بالإضافة إلى أن لديهم تقدير أقل للخطر الذي يمثل الإدارة الجيدة لأصول الأسهم ويميلون لتقديم تنازلات أكثر من اللازم. وكثيرا ما تستخدم وتيرة المعاملات كمقدر للثقة المفرطة، حتى ولو كانت مؤشر غير كامل (Suret, 2011). أما دراسة (Naoui & Khaled, 2010) كشفت عن وجود التقلبات المفرطة في أسعار سوق الأوراق المالية والتي لها علاقة متلازمة مع حجم التداول بسبب المستثمرين الذين لديهم ثقة مفرطة. وعلى نفس السياق توصلت دراسة (Odean, 1998) إلى أن المستثمرين الذين لديهم ثقة مفرطة يبالغون في تقدير معلوماتهم الخاصة مما يرفع من حجم التداول، بحيث لا تؤدي كثرة التداول إلى أداء أفضل. أضافت إلى ذلك دراسة (Zaiane & Abaoub, 2010) أنهم يثقون في حدسهم، ويعتبرون أنفسهم محظوظين ويتداولون الاوراق المالية بطريقة عدوانية إستنادا إلى مصادر معلومات متعددة ومتنوعة.

تناولت الدراسات التي جاءت حول الثقة المفرطة بالنفس ثقة المستثمرين في قدراتهم ومستوى معرفتهم. وأشارت النتائج إلى أن المستثمرين يعانون من الثقة المفرطة في إتخاذ قراراتهم الإستثمارية خصوصا القرارات الصعبة التي تشمل عدم اليقين. توصلت نتائج دراسة (Seppälä, 2009) إلى أن المستثمرين يتعرضون للتحيزات السلوكية، إلا أن درجة تأثيرهم تختلف لاختلاف خبراتهم وبعض الخصائص الأخرى. وتوصلت ذات الدراسة الى ان مستشاري الإستثمار هم أقل عرضة لتحيز الثقة المفرطة عن غيرهم من المستثمرين وعامة الجمهور. بينما المستثمرين الذين يملكون حدس عالي هم أكثر عرضة للتحيزات السلوكية كتحيز الثقة المفرطة.

وقد أشارت نتائج دراسات كل من (Makokha, 2015) ، (Qasim, Yassir Hussain, Mehboob, & Arshad, 2019) ، (Shafi, 2014) إلى أن قرارات المستثمرين تتأثر بتحيزات الثقة المفرطة وعليه تؤثر على عوائد الأسهم في السوق. إذ توجد علاقة إيجابية قوية بين عوائد الأسهم وتحيز الثقة المفرطة. وقد أظهرت العديد من الدراسات السيكولوجية أن الذكور هم أكثر عرضة للثقة المفرطة من الإناث، ما يجعلهم يبالغون في تقدير دقة معلوماتهم ويؤدون أداءً أسوأ من الإناث. وتوضح هذه الاختلافات أكثر بين المستثمرين الذكور والإناث غير المتزوجين (Barber & Odean, 2001) وعليه يميل الذكور بصورة كبيرة للثقة المفرطة من خلال كثرة تداولاتهم، ويبدو أن الثقة المفرطة هي المسؤولة عن زيادة حجم التداول (Van Eaton, 2000, pp. 2-3). بينما جاءت دراسة (Onsomu, 2014) معارضة لما سبق حيث قامت بتحديد التحيزات السلوكية التي تؤثر على قرارات المستثمرين من حيث الجنس، وأشارت نتائجها إلى عدم وجود تأثير لتحيز الثقة المفرطة عند المستثمرين. وأيضاً لم تكن هناك علاقة ملحوظة بين إنحياز الثقة المفرطة وجنس المستثمر.

2.1. النفور من الأسف : ينشأ النفور من الأسف عند المستثمرين الذين يرغبون في تجنب الآلام الناجمة عن أسفهم لقرار الإستثمار السيئ. نظرية النفور من الأسف هي نظرية راسخة في نفسية الأفراد، مما يدل على أن بعض المستثمرين لديهم تأسف عندما يرون أن قراراتهم تؤول إلى الخطأ بعد ما كانت تظهر بشكل صحيح من المعلومات المتوفرة سابقا. (Yahyazadehfar, Ghayekhloo , & Sadeghi, 2010). وما يؤثر على عملية إتخاذ القرار هو التركيز المفرط على مشاعر الأسف، يتركز هذا النوع من التحيز في أفكار المستثمرين لأنهم يميلون للشعور بسوء الحظ بعد أن إرتكبوا الخطأ. وللنفور من الأسف دورا هاما في إتخاذ قرار الإستثمار، فهو يؤثر على سلوك المستثمرين فيؤدي إلى المماثلة في إتخاذ القرارات. وقد أظهرت الدراسات أن المستثمر سوف يؤجل القرار، بدعوى أنه ينتظر صدور معلومات جديدة وحتى عند صدور معلومات جديدة فإنه لن يغير قراره.* (Van Eaton, 2000, p. 3) يشجع هذا النفور المستثمرين على الإحتفاظ بالأسهم ذات الأداء الضعيف وتجنب بيعها، كما يتجنب الإعتراف بالخسارة المرتبطة بها وبقاره الإستثماري السيئ. (Yahyazadehfar, Ghayekhloo , & Sadeghi, 2010, p. 2)

لابد أن يعمل المستثمر على تجنب آلام الأسف في معاملات الأوراق المالية، لأنها تؤدي به لإمتلاك أسهم خاسرة لمدة طويلة نسبيا وبالمقابل يتكبد تكاليف الفرص البديلة. وقد تأكد ذلك في دراسة (Yahyazadehfar, Ghayekhloo , & Sadeghi, 2010) التي حوى موضوعها دراسة سلوك المستثمرين في سوق الأسهم، أين تم دراسة التحيزات التي يمكن أن تؤثر على سلوك المستثمرين وتأثيرها في النفور من الأسف. بينت النتائج أن المؤثرات السيكولوجية تميل إلى أن تشعر المستثمر بالحزن والأسى بعد أن أخطأ في الحكم. والعلاقة بين تأثير التصرف، سلوك القطيع، التنافر المعرفي ذات أثر إيجابي وذات دلالة إحصائية على النفور من الأسف. أما في علاقة النفور من الأسف بالعوامل الديمغرافية للمستثمرين فإنه يزداد نفور المستثمرين مع التقدم في السن وقد يرجع أحد أسباب ذلك ان المستثمرين الأكبر سنا يتبنون مخاطر أقل في إستثماراتهم. أيضا جنس المستثمر محدد مهم للنفور من الأسف، حيث تميل الإناث للنفور من الاسف أكثر مقارنة بالذكور، كونهن يختزن خيارا أقل خطورة في إستثمارتهن مقارنة بالذكور. وقد أكد كذلك أن تحيز النفور من الاسف هو عامل وسيط يؤثر على العلاقة بين السن والجنس وقدرة المستثمرين على تحمل المخاطر (Arora & Kumari, 2015).

3.1. النفور من المخاطرة : تختلف تصورات المستثمرين للمخاطرة إذ يكون المستثمر على استعداد لإتخاذ المزيد من المخاطر بعد حصوله على أرباح مالية، هذه الأخيرة لا يتوانى في إعادة إستثمارها لتحقيق أرباحا جديدة متحملا لمخاطرها، ويعتبرها كما لو أنها مقامرة بمال الخضم (كازينو المال) وهذا ما يسمى أثر "بيت المال". يتوقع من أثر بيت المال أن المستثمرين هم عرضة لشراء الأسهم ذات المخاطر العالية بعد تحقيق أرباح عن طريق بيع

* تسمى هذه الحالة بتأثير الانفصال عند علماء النفس.

الأسهم بصورة مرجحة. إلا أنه قد يصبح أقل إستعدادا للمخاطرة بعد أن يشهد خسارة مالية وهذا ما يسمى أثر " لدغات الأفاعي " ويتذكر المستثمر ذلك لفترة طويلة ويصبح حذرا بعد أن تتكرر خسارته ويشعر بأنه لن ينجح في المستقبل أيضا، حيث يمكن أن يحسن تنوع محفظته من الأسهم الجديدة ولكن إذا كانت أسعار الأسهم المشتراة حديثا تنخفض بسرعة قد يشعر المستثمر بتأثير لدغات الأفاعي ويخاف من إختيار الأسهم في محفظته في المستقبل. وأحيانا يواجه المستثمرين الخاسرين المخاطرة، حيث يجدونها فرصة لتعويض خسائرهم وأيضا فرصة لإختراق حاجز أثر "لدغات الأفاعي" (Levišauskait, 2010, p. 124).

وقد بحثت دراسة (Lu Wang, Shi, & Fan, 2006) في الآليات السيكولوجية لسلوكيات الإستثمار الخطرة في أسواق الأوراق المالية الصينية وتوصلت إلى انخفاض مستوى إدراك المخاطر بين المستثمرين الأفراد. وأكدت دراسة (Shafi, 2014) على أن العوامل الأكثر شيوعًا التي لها تأثير كبير على سلوك المستثمرين هي عامل المخاطرة. وعارضت ذلك دراسة (Hassan Al-Tamimi, 2006) أين توصلت إلى أن لعامل النفور من المخاطرة تأثير ضعيف على سلوك المستثمرين الأفراد.

4.1. النفور من الخسارة : يشير النفور من الخسارة إلى أن المستثمرين يميلون إلى أن يكونوا أكثر حساسية للخسائر مقارنة بالارباح. أي أن الألام الناجمة عن فقدان مبلغ من المال هو أكثر إيلاما بالمقارنة مع متعة الحصول على نفس المبلغ من المال (Arora & Kumari, 2015). وخلصت دراسة (Rekik & Boujelbene, 2013) إلى أن عامل النفور من الخسارة يؤثر على تصور المستثمرين لعمليات إتخاذ قراراتهم الإستثمارية. عارضت ذلك دراسة (Hassan Al-Tamimi, 2006) أين توصلت إلى أن لعامل النفور من الخسارة تأثير ضعيف على سلوك المستثمرين الأفراد. في حين ان دراسة (Arora & Kumari, 2015) بحثت في تأثير السن والجنس على مستوى تحمل المستثمرين للمخاطر في قراراتهم المالية من خلال التحيزات السلوكية كالنفور من الخسارة. وأكدت نتائج الدراسة أنه يزداد النفور من الخسارة مع التقدم في السن، وقد أرجع سبب ذلك كون المستثمرين الأكبر سنا لديهم فرص أقل للتعافي من الخسائر. وأيضا ليس لديهم ما يكفي من الدخل ليخسروه. كما توصلت أن الجنس محدد مهم للنفور من الخسارة، إذ يظهر عامل النفور من الخسارة عند الإناث أكثر بالمقارنة مع الذكور. وفي الأخير أكدت الدراسة أن التحيزات السلوكية (النفور من الخسارة) عوامل وسيطية تؤثر على العلاقة بين السن والجنس وقدرة المستثمرين على تحمل المخاطر.

5.1. تأثير التصرف : هو تجنب المستثمر الأسهم التي تخلق الأسف ويسعى إلى الأسهم التي تجلب الفخر. الأسف ؛ هو الألم العاطفي الذي يخلق عند الإدراك بأن القرار السابق كان سيئا. والفخر ؛ هو الفرح العاطفي الذي يخلق عند الإدراك بأن القرارات سارت على ما يرام. وقد يؤثر الخوف من الأسف والسعي للفخر على ثروة المستثمرين بطريقتين كما يلي :

1. دفع المستثمرين لضرائب أكثر من اللازم بسبب التصرف ببيع الأسهم الراجعة بدلا من الأسهم الخاسرة ؛
2. ربح المستثمرين لعوائد أقل من محافظهم المالية لبيعهم الأسهم الراجعة في وقت مبكر جدا وإحتفاظهم بالأسهم ذات الأداء الضعيف التي لا تزال تتناقص مع نتائج السوق.

وقد كان Statman & Shefrin 1985 أول الإقتصاديين من أظهر أن المستثمر الذي يخاف من الأسف ويسعى إلى الفخر يكون ميالا إلى بيع الأسهم الراجعة من بيع الأسهم الخاسرة، أي الإحتفاظ بالأسهم ذات الأداء الضعيف وتجنب بيعها. (Levišauskait, 2010, pp. 123-124) وبالتالي يؤثر هذا السلوك على سلوك المستثمر.

قدمت العديد من الدراسات دليلا على أن المستثمرين يتصرفون بطريقة تتسق مع تأثير التصرف، وأكدت على أنه سلوك واسع الإنتشار. وبينت أنه عادة ما يقي المستثمرين في محافظهم الإستثمارية الأسهم الخاسرة مدة أطول من الأسهم الراجعة. وقد جاءت دراسة (Muermann & Volkman, 2006) مؤكدة على ذلك من خلال تركيزها على كيفية توقع الأسف والفخر في محيط ديناميكي يؤدي بالمستثمرين إلى إتباع إستراتيجية مثلى أين يتم بيع الأسهم الراجعة والإحتفاظ بالأسهم الخاسرة. وبينت نتائجها أن المستثمرين الذين يشعرون بالأسف والفخر يملكون سلوك التداول الذي يتماشى مع تأثير التصرف. إلا أن دراسة (Sung, 2007) جاءت معارضة للدراسة السابقة ومؤكدة أنه يمكن أن يتبع المستثمرين إستراتيجية تداول الزخم على عكس تأثير التصرف، لأنه يوجد مجموعات من المستثمرين لديهم فخر متميز نوعا ما ويفضلون الأسف.

6.1. تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه : تتوافق المحافظة على الوضع الراهن مع سلوك المستثمرين الذين لا تتغير توقعاتهم على الرغم من صدور معلومات جديدة. هذا التحيز يتوافق مع إستخدام المعتقدات السابقة التي تؤثر بصورة غير ملائمة على تطلعاتهم التي لا تأخذ بعين الإعتبار المعلومات الجديدة الواردة. وتستند التوقعات بشكل غير طبيعي على المعلومات التاريخية وبصورة جانبية على المعلومات الحديثة. هذا التحيز لا يخص المستثمرين الأفراد فقط بل يؤثر وبشدة على المحللين المحترفين، إلا أنه ذا أهمية أكبر عند المستثمرين الأفراد.

7.1. غياب التنوع : تكون المحافظ الإستثمارية المشكلة من طرف المستثمرين أقل تنوعا مقارنة بما تقدمه نظرية المحفظة المالية التي تركز على مبدأ التنوع لتجنب المخاطر أو تخفيضها، وربما تؤدي زيادة تنوع المحفظة إلى التنوع السلبي وهو زيادة عدد الأسهم المملوكة بدلا من إختيار الأوراق المالية غير المرتبطة. أيضا من خلال الألفة ينخفض تنوع المحافظ الإستثمارية نتيجة للتحيز الأليف، حيث يشعر المستثمرين بتحكم أفضل لما يعرفونه أكثر. وينظر المستثمرين لإدارة المخاطر من خلال معرفتهم الجيدة لعدد محدود من الأوراق المالية على أنه أفضل تنوع، وهذا خطأ واضح (Suret, 2011, pp. 13-14).

أشارت نتائج دراسة (Goetzmann & Kumar, 2008) إلى أن المستثمرين يدركون فوائد التنوع لكنهم يواجهون صعوبة في التنفيذ والحفاظ على محفظة متنوعة بشكل جيد، لأنها عملية مكلفة لمعظم المستثمرين. غير أن مجموعات أخرى صغيرة من المستثمرين لا تتمتع بالتنوع بسبب نقص المعلومات المميزة. أما دراسة (Ivkovi, Sialm, & Weisbenner, 2008) جاءت لإختبار ما إذا كانت المعلومات المميزة تساعد في تفسير سبب تركيز بعض المستثمرين الأفراد في محافظهم الإستثمارية على عدد قليل من الأسهم. وأشارت النتائج إلى أن المستثمرين الذين يملكون محافظ كبيرة لديهم ما يكفي لتنوع بين العديد من الأسهم، إلا أن إهتماماتهم تركز على عدد قليل من الأسهم. لأنها تعطي أداء أفضل بكثير من أداء هؤلاء الذين لديهم تنوع في العديد من الأسهم. بالإضافة إلى أن النتائج تعكس أن المستثمر الذي يميل إلى الإستثمار في عدد قليل من الأسهم تكون له القدرة على تحديد وإختيار الأسهم الجيدة.

8.1. تأثير الإستدلال أو التأثير الإرشادي : الإستدلال هو إستخدام قواعد بسيطة من الإبهام للتوصل بسرعة إلى حل مرض وليس بالضرورة الحل الأمثل للمشكلة أو للتوصل إلى قرار. وإستخدام الإستدلال في إدارة المحافظ الإستثمارية ليس من إختصاص المستثمرين الأفراد. إذ يستخدمه المحترفين بشكل متكرر، وغالبا ما يطبق الأفراد قواعد الإبهام أو منطق الإستدلال للإسترشاد وليس منطق التنظيم للتعامل مع هذه المعلومات.

الإستدلال بنموذج قرار سريع لا يسترشد على التصرف العقلاني ولا على معالجة كافة المعلومات المطلوبة، لأنه يستند إلى المعتقدات بدلا من التركيز على الحقائق المؤكدة. إذ ينظر المستثمرين عموما إلى أنه من الملائم تجنب شراء الأوراق المالية التي شهدت أداء جد سيئ بعكس المستثمرين الذين لديهم عوائد ممتازة. وهو ما يؤدي إلى بيع الأسهم الخاسرة وشراء الأسهم الراجعة، لأن المستثمرين يعتقدون وبطريقة غير صحيحة أن الأداء الجيد على المدى البعيد هو أحد العوامل الهامة لقرار شراء الأسهم، وأن ضعف الأداء على المدى البعيد هو من العوامل الهامة لقرار بيع الأسهم. بيد أن المستثمر لا يولي إهتمام لجميع المعلومات المتاحة، وغالبا ما يطبق قواعد قرارات بديهية وتقديرية للمعلومات المختارة وفقا لعدة تحيزات معرفية (Suret, 2011, pp. 8-10).

9.1. التنافر المعرفي : هي واحدة من أفضل وأقوى النظريات المعروفة في علم النفس الإجتماعي التي إقترحها Festinger عام 1957. تفترض أن المستثمر يسعى للتوازن المعرفي الذي يخلق عند كسر حالة التوتر، بحيث يحفز هذا الوضع لإستعادة التناسق وفقا لمبدأ "التوازن" أو "الإتناسق المعرفي". غالبا ما يسعى المستثمر إلى الحفاظ على التناسق بين العناصر الشخصية (الآراء، الإجراءات، المعتقدات، الشعور، والقيم والمواقف ...) ووفقا لهذه النظرية فإن تعارض المعارف الفردية مع بعضها البعض يشعر بحالة غير سارة من التوتر وهي حالة "التنافر المعرفي" التي عرفها Festinger بأنها: "الشعور بالإنزعاج النفسي الناجم عن عنصرين متضاربين معرفيا، ويدفع الفرد إلى الحالة التي تدفعه للحد من هذا الشعور الغير مريح" (Brunel & Gallen, 2011, pp. 1-2). إذ أن التنافر المعرفي هو مشكلة من مشاكل الذاكرة التي تؤثر على سلوك المستثمرين، إذ يستند على دليل

أن المستثمرين يعانون من فكرتين متعاكستين في أدمغتهم لذا يحاولون تغيير تلك الإتجاهات والمعتقدات لجعلها أكثر إتساقا فيما بينها (Levišauskait, 2010, p. 126).

يحاول المستثمر تنفيذ بعض الأساليب لخفض حالة التنافر المعرفي لإستعادة التوازن المعرفي اللاواعي، كإستخدام نظرية تجنب التضارب لما لها من عملية تحفيزية لذلك. وهكذا فان حالة التنافر تحفز المستثمر لخفضها، إذ ترتبط شدة هذا التخفيض إرتباطا مباشرا مع التنافر. وذلك ليس بهدف إتساق تماما، وإنما للحد من الإنزعاج النفسي الناجم عن التنافر المعرفي (Brunel & Gallen, 2011, p. 2).

لتجنب الألم النفسي يتجاهل المستثمرين أو يرفضون أي معلومات تتناقض مع إيجابية الصورة الذاتية، إذ يمكن أن يؤثر تجنب التنافر المعرفي على المستثمر في عملية إتخاذ القرار بطريقتين كما يلي (Levišauskait, 2010, p. 126)

1. يمكن أن يفشل المستثمر في إتخاذ قرارات مهمة، لأنها غير مريحة لترقب الوضع ؛
2. تصفية المعلومات الجديدة تحدد من القدرة على تقييم ورصد قرارات المستثمر.

10.1. سلوك القطيع : نظرية القطيع هي نظرية تلخص ردود الأفعال البشرية لاسيما حينما تكون مع الجماعات غير المنظمة، وإنتهت إلى أنه كلما زاد عدد الأفراد كلما قل العقل الواعي وأمكن قيادتهم من خلال فرد واحد واعي.

نظرية القطيع أو سلوك القطيع (herd behavior) هو مصطلح يطلق على سلوك الفرد في الجماعة عندما يقوم بالتصرف بسلوك الجماعة التي ينتمي لها دون تفكير أو تخطيط. ويمكن تفسير إستخدام الإستدلال من واقع المعلومات الغير متماثلة. فمن الممكن أن يكون الحصول على المعلومات مكلفا أو صعب المنال، ومنه فان الإستدلال الذي يمكن أن يوفر الوقت والتكلفة هو القطيع الذي يعتمد على معلومات الآخرين.

إتجاه سلوك القطيع يعني تقليدا لإستراتيجية عمل الآخرين. وهي حقيقة تقوم على عكس النظرية التقليدية القائمة على الموارد الإستراتيجية التي تؤكد على أهمية الإعجاز والتمايز. (Nielsen & Bierregaard, 2010, pp. 31-32) إن ميل الأفراد لتقليد سلوك مناظريهم هو ظاهرة لوحظت في عدد لا يحصى من السياقات الإجتماعية. حيث يشير القطيع إلى تداول مجموعة من المستثمرين على نفس الجانب من السوق وفي الوقت ذاته. (Burghardt & Ankolekar, n.d)

عرف Banerjee القطيع على أنه إتجاه الجميع إلى فعل ما يفعله الآخرون حتى لو كانت معلوماتهم الخاصة تشير إلى القيام بشيء آخر. (Henker, Henker, & Mitsios, 2006) أما (Lakonishok, Shleifer & Vishny 1992 عرفوا القطيع على أنه: " شراء أو بيع في وقت واحد وبنفس الأسهم التي يشتريها أو يبيعها الآخرون". "buying (selling) simultaneously the same stocks as others buy (sell)" بينما تشير تعريفات أخرى إلى أن القطيع هو " إلى أي مدى تشتري المجموعة أو تبيع في الغالب لنفس الأسهم وفي نفس

الوقت " أو يعين قطيع المستثمرين بعد: " آخر إدخال أو إخراج لنفس الأوراق المالية على مدى فترة من الزمن " (Burghardt & Ankolekar, n.d) وتستخدم عبارة "سلوك القطيع" في معان مختلفة، إذ يمكن أن يحصل القطيع بقصد أو من غير قصد، لمن يتبع المعلومات المفيدة السابقة أو تسلسل المعلومات وعقلانية النتائج. وعلى الرغم من قدم تفسيرات سلوك القطيع إلا أن كل النظريات إجتمعت بسبب إجتماع محور الاختلاف. ويفسر القطيع على أنه كذلك : (Tokuga & Miyauchi, May 2011, pp. 5-7)

1. **الصدفة الفردية للسلوك العقلاني** : يحدث ذلك بأن يختار كل مستثمر البديل الذي يعتبره أكثر عقلانية، ليظهر سلوك القطيع لكن ليس جراء تتبع الآخرين بل صدفة فردية لسلوك عقلائي.

2. **الإستدلال بمعرفة الآخرين** : يحدث هذا النوع من سلوك القطيع عندما تتبع مجموعة من الأفراد أو المستثمرين تنقصهم معلومات أولئك الذين توفرت لديهم معلومات كافية أو مميزة.

3. **الإشارة** : هناك عدم تماثل في معرفة المعلومات الداخلية للشركة (معلومات خاصة) بين مديري الشركات وأفراد المستثمرين، حيث أن المديرين يمكنهم الحصول على أفضل المعلومات، بعكس المستثمرين الذين يتعرضون للحرمان من المعلومات. وتتمثل التدابير الفعالة للتخفيف من حدة عدم تماثل المعلومات في :

– الإشارة من قبل المتعاملين الداخليون (الأفراد الذين يملكون المعلومات المميزة) ؛

– حث وتحفيز المتعاملين على كشف سماتهم الخاصة بإستخدام آلية الفرز.

4. **تسلسل المعلومات** : قد يحدث وأن تواجه الشركات نفس خيار إختيار نفس البديل، على أساس أنه الأكثر عقلانية، ونتيجة لذلك تتبع العديد من الشركات شركة واحدة لأنها تعتبر سابقة، وليس على أساس الأحكام الخاصة بها ولا على تحديدها على أنها تملك معلومات مميزة، وهذا ما يفسر تسلسل المعلومات غير العقلاني. ويوضح تسلسل المعلومات السابقة خوف الشركات من التقييم السلبي لأسهمها في سوق الأوراق المالية.

أوضحت دراسة (Chen, Rui, & Xu, 2003) أن نقص المعرفة والمعلومات حول نشاطات الشركات الفردية هي التي تتسبب في وجود قطيع المستثمرين. وإستهدفت دراسة (Menike, Dunusinghe, & Ranasinghe, 2015) إظهار القطيع الذي ينجم عن سلوكيات المستثمرين في إتخاذ قراراتهم، أين توصلت للتأثير الإيجابي على أداء المستثمرين الأفراد. جاءت دراسة (Luong & Thi Thu Ha, 2011) مساندة وأشارت لوجود تأثير إيجابي للقطيع على سلوكيات المستثمرين، ومنه على الأداء الإستثماري للمستثمرين الأفراد ولكنه في المستوى الأدنى. بينما تطرقت دراسة (Amirat & Bouri, 2009) إلى السلوك الإستثماري للمستثمرين في سوق الأسهم الكندية، وتحديدا فيما يتعلق بميلها لتتوافق مع سلوك السوق الكلي أي ظهور القطيع. وقد توصلت النتائج إلى أن ظاهرة القطيع تتكون من ثلاثة مكونات أساسية : القطيع الثابت الذي يشير إلى وجود الظاهرة بغض النظر عن ظروف السوق، والقطيع المتعمد نسبة إلى توقعات المستثمرين بشأن مجمل الأصول، ويظهر العنصر الثالث في القطيع الحالي الذي يعتمد على سابقته التي هي قطيع التغذية المرتدة أي القطيع المتكرر.

كما بينت دراسة (Iannino, 2011) العلاقة بين قطيع الشركات وتجزئة الأسهم. أين وجد تأثير للقطيع على العوائد المستقبلية للشركات التي قامت بإجراء تجزئة أسهمها. تتفق هذه النتائج مع وجود المحتوى المعلوماتي في حالة التجزئة، وتتجسد ردود أفعال السوق من خلال تداول سلوك القطيع. وقد خلصت نتائج دراسة (Venezia, Nashikkar, & Shapira, 2011) إلى ميل كلا من المستثمرين المحترفين والهواة إلى القطيع ولكن ميل المحترفين يكون أقل، لأن المحترفين أقل حساسية لهذه المتغيرات ويعود ذلك إلى التفوق في تدريب المحترفين على الهواة. وخلصت أيضا إلى أن سلوك قطيع المجموعتين هو ظاهرة مستمرة، وترتبط إيجابيا ومعنويا مع تقلب عوائد سوق الأسهم.

أما دراسة (Salmon & Hwang, 2001) فقد ساندت دراسة (Caporale, Economou, & Philippas, 2008) في وجود سلوك القطيع في ظروف السوق الشادة بإستخدام بيانات يومية. وأظهرت النتائج أن العثور على القطيع يكون أقوى في فترات زمنية يومية، وأيضا خلال فترات صعود أو هبوط السوق. ويظهر أيضا وجود سلوك القطيع بكثرة أثناء وبعد الأزمات المالية في الأسواق المالية. بينما جاءت دراسة (Naoui & Khaled, 2010) معارضة للدراسات السابقة وأشارت إلى أن المستثمرين لا يتبعون الرأي العام للسوق خلال فترات التقلبات الحادة، بالتالي غياب سلوك التقليد (سلوك القطيع) في السوق.

11.1. التفاوض والتشاؤم المفرط : إستنادا إلى المعتقدات يؤدي إنحياز التفاوض إلى تفضيل المستثمرين لسيناريو إيجابي، حيث يكون المستثمرين على استعداد لشراء الأسهم بسعر أعلى من قيمتها الفعلية لإعتقادهم إمكانية إعادة بيعها لمستثمرين أكثر تفاؤلاً يدفعون سعر أعلى من السعر الذي إشتروا به سابقا. (Messaoui, 2014, p. 64) إضافة إلى أن المستثمرين والمحللين المحترفين هم أيضا جد سذج بشأن الخيارات الحاسبية للشركات التي تزيد من أرباحها، إذ أن المستثمر لا يشكك بما فيه الكفاية - في رسم التشاؤم - عند الإستدلال بقيام الشركات بإصدارات جديدة، مما يدفعه لشراء أسهم مبالغ فيها ؛ ولا يشكك بما فيه الكفاية - في رسم التفاوض - عند الإستدلال ردا على إعادة الشراء، مما يؤدي به إلى بيع أسهمه بثمان زهيد جدا. إن دخول الشركات في إصدارات جديدة وإعادة الشراء بطرق تتفق مع إستغلال السذاجة (شراء بسعر منخفض، بيع بسعر مرتفع) غالبا ما يعرض المستثمرين للأذى بسبب التفاوض المفرط والتشاؤم المفرط والشخص الذي يتشكك بعقلانية سيكون قادر على تجنب مثل هذه الخسائر. (Daniel, Hirshleifer, & Teoh, 2002, p. 117).

12.1. ظروف السوق : إن ديناميكيات أسعار الأسهم تعكس تفضيلات المستثمرين التي تحكمها إلى حد كبير مواقفهم وإتجاهاتهم إتجاه المخاطر أو إدراك مختلف للمخاطر المرتبطة بتحركات السوق. وعليه يتأثر سلوك البيع والشراء بالمعلومات التاريخية التي تعكس مستوى المخاطرة السائد المرتبط بظروف السوق. وهو ما أكدت عليه دراسة (Apartsin, Maymona, Cohen, & Singer, 2013) التي قامت على تحديد ما إذا كانت مختلف مؤشرات الأسهم تتصرف بشكل مختلف في ظل ظروف السوق المماثلة. وأظهرت نتائجها إختلاف سلوكيات

المستثمرين عند مواجهتهم لنفس ظروف السوق. أي أن المستثمرين لديهم مواقف مختلفة تجاه المخاطر أو إدراك مختلف للمخاطر المرتبطة بحركات السوق، وهذا دليل إيجابي لسلوك المستثمر وموقف المخاطرة في مختلف أسواق الأوراق المالية.

أيضا للمستثمرين مواقف إيجابية إتجاه سوق الأوراق المالية. ويقومون بالإستثمار بعد التحقيق الدقيق في جميع القضايا المتعلقة بالسوق إذ توجد حالات صعود وهبوط في ظروف سوق السوق. (Farzana, Rahman, & Mazumder, 2012) وقد عبرت دراسة (Patel & Modi, 2017) من وجهة نظر عامة لتصورات المستثمرين في سبل الإستثمار المختلفة. وكشفت تأثير قرار الإستثمار بالعديد من العوامل كالمخاطر، العوائد، اتجاهات السوق، والأداء السابق للسوق. جاءت دراسة (Akhter & Ahmed, Behavioral Aspects of Individual Investors for Investment in Bangladesh Stock Market, 2013) مؤيدة للدراستين السابقتين أين توصلت الى ان لظروف السوق، معقولية الأسعار، الحركة الإيجابية، سيولة السوق، والأداء الماضي كلها عوامل تؤثر على قرار الإستثمار. وتطرقت دراسة (Lu Wang, Shi, & Fan, 2006) الى العوامل المؤسسية كسياسة السوق وتوصلت إلى أن لسياسة السوق تأثير كبير على قرارات المستثمرين.

إذن فالنقاط الجوهرية والمعروفة في الأسواق المالية أن المستثمر لا يتصرف دائما بصورة عقلانية أو منطقية، حيث تتأثر تصرفاته دائما بالطموحات، المعنويات، الغرائز، والآمال الغامضة إضافة إلى الخوف والطمع. كل هذه الدوافع تساهم في تشكيل قراراته الإستثمارية في عمليات البيع والشراء. ومنه فإن تفهم هذه الامور يساعد كثيرا على تفسير بعض القرارات غير العقلانية التي يتخذها المستثمر والتي نلاحظها بالسوق. وفي الحقيقة يعد غياب المعلومات دافع المستثمر لإعتماد هذه السلوكيات المتحيزة، لذلك وجب على المستثمر أن لا يجعل من العوامل السيكولوجية والسلوكية دليله الوحيد للتعامل في الأسواق المالية. وعلى المستثمر أن يعترف بحقيقة كهذه ومحاوله ممارسة بعض الآليات للسيطرة على هذا السلوك غير العقلاني.

2. معنويات المستثمرين :

في هذا السياق التفاعل القوي بين المجال المعرفي والمجال العاطفي هو أصل عملية التداول. وفي بعض الحالات يمكن أن يؤدي التعارض اللاوعي للعمليات المعرفية والعاطفية إلى سلوك غير عقلاي يتمثل في ظاهرة "خداع الذات". (Petit, 2010, p. 4)

تؤثر المعنويات على خيارات وتصورات المستثمرين فيما يتعلق بقرارات الإستثمار المعقدة والمحفوفة بالمخاطر وعدم اليقين. فعلى سبيل المثال سلوك النفور من المخاطرة، النفور من الأسف، والنفور من الخسارة كلها سلوكيات قد تعكس تجنب المستثمر للمعنويات غير السارة في المستقبل. (Hirshleifer, Investor Psychology)

and Asset Pricing, 2001, p. 1550) حيث خلص بعض الباحثون إلى أن الحالات التي تكون أكثر تعقيدا وغير مؤكدة تعطي تأثيرا أكبر للعواطف على القرار.

يمكن أن تسترشد قرارات المستثمرين من خلال عواطفهم بحيث تسمح هذه العواطف والناجمة عن عوامل عابرة التأثير على قرارات المستثمرين بسبب أحداث لا علاقة لها بعملية إتخاذ قرار الاستثمار وهي ظاهرة وصفت بـ " المزاج " mis attribution". بينما يؤثر المزاج على توقعات المستثمرين المستقبلية وغالبا ما يوجد سوء المزاج لدى المستثمرين عند إتخاذهم قراراتهم الإستثمارية، وهو ما عرف بالتحيز إلى سوء المزاج. فالمستثمرين الذين هم في مزاج سيئ أكثر تشاؤما بشأن المستقبل من المستثمرين الذين هم في مزاج جيد.

ترجم سيكولوجية المستثمرين في أن المستثمرين الذين هم في مزاج جيد تعطي احتمال أكبر للتغيرات الجيدة التي تحدث و احتمال منخفض للتغيرات السيئة. وبذلك المزاج الجيد سوف يزيد من احتمال الإستثمار في الأصول ذات المخاطر العالية، والمزاج السيئ يقلل الإستثمار في الأصول الخطرة. حتى المستثمرين الذين يستخدمون الأساليب الكمية كالتحليل الأساسي ووجب عليهم إستخدام بعض الإفتراضات لتقدير القيمة العادلة للسهم. ونظرا لتأثير المزاج على القرارات غير المؤكدة، فإن معدل النمو المتوقع لتقديرات قيمة الأسهم قد ينحاز ويؤثر على القيمة المقدرة للسهم. وقد يببالغ المستثمر غير المتحيز والذي هو في مزاج جيد في تقدير معدل النمو وهذا من شأنه أن يؤدي به إلى الإعتقاد بأن الأوراق المالية مقيمة بأعلى مما يعتقد. إذ يعاني المستثمرين الذين هم في مزاج جيد من قرارات متفائلة جدا، ويمكن أن يؤثر هذا التفاؤل على قراراتهم الإستثمارية بطريقتين كما يلي :

1. أن يكون المستثمرين أقل صرامة عند تحليل قراراتهم الإستثمارية في الأسهم ؛
2. أن يتجاهل المستثمرين المتفائلين المعلومات السلبية عن الأسهم، وهذا ما يجعل سعر السهم يضبط في كثير من الأحيان من قبل المستثمرين المتفائلين. حتى لو وجد في السوق ما يكفي من المستثمرين المتفائلين والمتشائمين، حيث يرفع المستثمر المتفائل سعر شراء السهم ذلك لأن المتشائم يفكر تفكير سلبي. بالنسبة للشركات التي تملك درجة عالية من عدم اليقين أو الغموض، يميل المستثمرين إلى التفاؤل في تعيين أسعار أسهمها ليضمحل ذلك الغموض. أما الشركات ذات الآفاق الواسعة التي تملك درجة أقل من عدم اليقين عادة ما تكون أسعار أسهمها أكثر تعبيرا عن الآفاق الفعلية للتفاؤل بتوقعات المستثمرين.

يستشهد كينز (1936) بإعتباره المؤيد الأول لأهمية العواطف في تفسير السلوك الإقتصادي. (Levišauskait, 2010, pp. 128-129) وقد قامت عدة دراسات في علم النفس و الإقتصاد لتحديد دور العواطف في عملية إتخاذ القرار. إذ أن معنويات المستثمرين هي التي تدفع جزئيا سلوك إستثماراتهم بحيث يمكن القول ان تقلبات المزاج الناجم عن التغيرات في عوامل عابرة للتأثير على قرارات المستثمرين. والملاحظ ان تأثير العواطف على إتخاذ قرارات المستثمرين لا يعني بالضرورة ان لها تأثير على أسعار الأسهم، لأنه قد يحدث ان يقوم المستثمرين

الأفراد بإتخاذ القرارات الإستثمارية دون المستوى الأمثل، لكن مع وجود التحكيم "قوى السوق" فان أسعار الأسهم لا تتأثر.

وضح (Loewenstein & Rick, 2008) أن للعواطف والمشاعر دور وقت إتخاذ القرار وغالبا ما تدفع السلوك في إتجاهات مختلفة، بحيث يشكل التأثير الفوري للعواطف على القرار تحديا حاسما للنظرية الإقتصادية. لذلك يتوقع أن تؤثر عواطف ومشاعر المستثمرين على تسعير الأسهم. ووضح أيضا أن العواطف تنشأ من عوامل لا علاقة لها بالقرار لكنها في النهاية تؤثر عليه. أما دراسة (Lo & Repin, 2002) سعت للتحقيق فيما إذا كانت معنويات المستثمر تلعب دورا في عملية إتخاذ القرار. وذلك بجمع معلومات عن الخصائص الفسيولوجية المرتبطة بردود الأفعال العاطفية (مثل التعرق وخفقان القلب). ووجد أن إنفعال المستثمرين قد يزيد حول الأحداث الإقتصادية الهامة مثل زيادة تقلب الأسعار. يصرح كلا من Lo & Repin بأن القدرة على إتخاذ القرارات السريعة مع الإشارة إلى الحالة السيكلوجية ضروري لإتخاذ القرارات السريعة اللازمة لإشتقاق النجاح من المستثمرين. في حين لا تؤكد ذات الدراسة فيما إذا كان الإنفعال المتزايد يرتبط بالأداء السلبي أو الإيجابي من طرف المستثمرين.

قد يتأثر سلوك المستثمرين بالعديد من العوامل التي تؤثر على مزاج أو معنويات المستثمرين ومنه على سلوك التداول في أسواق الأوراق المالية. وهو ما خلصت اليه العديد من الدراسات أين توصلت إلى أن للحالة المزاجية دور وقت إتخاذ القرار. بحيث يتخذ المستثمرين الذين هم في مزاج جيد خيارات أكثر تفاؤلا وتشكل لديهم تقييمات إيجابية والعكس. وسيتم التطرق الى بعض العوامل المؤثرة على معنويات المستثمرين في هذا الجزء.

1.2. تقلبات الأحوال الجوية : من الواضح أيضا أن للطقس تأثير على الحالة المزاجية للمستثمر بحيث تحرك متغيرات الطقس المزاج وتدفع السلوك في إتجاهات مختلفة. إذ تتوافق أشعة الشمس عادة مع المزاج الجيد والتفكير في التفاؤل. وقد أكدت دراسة (Hirshleifer & Shumway, 2003) التي حوت العلاقة بين اليوم المشمس وعوائد الأسهم في ذلك اليوم في 26 سوق مالية، على أن العوائد اليومية للأيام المشمسة أعلى من العوائد اليومية للأيام الغير مشمسة. وهذا يدل على أن أشعة الشمس تؤثر على المستثمرين فيصبحوا أكثر تفاؤلا وتدفعهم للشراء بدلا من بيع الأسهم، من هذا الإتجاه السائد في السوق فان أسعار الأسهم تزيد.

أما دراسة (Saunders, 1993) فقد جاءت لإختبار وجود علاقة بين المزاج الناجم عن تقلبات الطقس وعوائد الأسهم. وذلك بإفتراض أن إنخفاض أسعار الأسهم نتيجة للآثار السلبية للمزاج بسبب سوء الأحوال الجوية (في حالة الأيام الغائمة)، في حين أن إرتفاع أسعار الأسهم نتيجة للآثار الإيجابية للمزاج، لأن الطقس جيد (في حالة الأيام المشرقة) وخلصت النتائج أن الشمس هي واحدة من أهم مؤثرات الطقس على المزاج والسلوك، كما أن الزيادة في ساعات من أشعة الشمس، يخفض الإكتئاب والشك، بينما يزيد ذلك التفاؤل والمزاج الجيد.

تؤكد أيضا دراسة (Cao & Wei, 2005) من خلال إختبار العلاقة بين درجة الحرارة وعوائد الأسهم. إن إتجاه العوائد في أوقات درجات الحرارة القصوى تحيد عن المتوسط، أي أن درجات الحرارة المنخفضة ترتبط بعوائد أعلى من المتوسط، وإرتفاع درجات الحرارة ترتبط بعوائد أقل من المتوسط. إلا أن دراسة (Goetzmann & Zhu, 2002) جاءت معارضة وذلك بالتحقيق فيما إذا كان المستثمرين يتداولون بشكل مختلف في الأيام المشمسة مقابل الأيام الغائمة. ولم تعطي النتائج إختلافا كبيرا في أنماط التداول التي تعزى إلى الطقس، وأوضحت أن سلوك صانع السوق لا يبدو ذا صلة بالطقس. وتؤكد على ذلك دراسة (Oudhuis, 2008) حيث إفتترضت أن لكمية الغطاء السحابي، والرطوبة النسبية في الجو، وكمية هطول الأمطار، ودرجة الحرارة قد يكون لها تأثير على خيارات المستثمرين. وأثبتت النتائج أن الطقس ليس له أي تأثير للتنبؤ بسلوك المستثمرين.

إن تقلبات المزاج الناجم عن التغيرات في حالة الطقس ؛ يمكن ان يؤثر على قرارات المستثمرين، وهو ما يتسبب في عوائد اقل من المتوسط هذه الحالة تنسب إلى الاضطرابات العاطفية الموسمية، وهو إضطراب الاكتئاب المرتبط بالطقس. أو لا يؤثر على قرارات المستثمرين وهي صدمات خارجية في معنويات المستثمرين يمكن أن تؤدي إلى سلسلة من الأحداث لكنها لا تؤثر على قرار الإستثمار.

2.2. الأحداث والتظاهرات الرياضية : قد يتأثر سلوك المستثمرين بالعديد من العوامل الأخرى التي تؤثر على العاطفة والشعور ومنه على السلوك، ويتم طرح الرياضة بإعتبارها واحدة من العوامل المؤثرة على معنويات المستثمرين، بحيث تتأثر هذه الأخيرة بأداء الفرق الرياضية وعليه تتأثر عوائد الأسهم وعمليات التداول، إذ تؤدي خسارة الفريق إلى إنخفاض العوائد والعكس. وهو ما أظهرته نتائج دراسة (Edmans, Garcia, & Norli, 2007) التي قامت على دراسة رد فعل سوق الأوراق المالية إلى تغيرات مفاجئة في مزاج المستثمر بدافع وجود علاقة قوية بين نتائج كرة القدم والمزاج. إن رد فعل سوق الأوراق المالية من خسارة لعبة كرة القدم كان بعد يوم من خسارة الفريق حيث تكون السوق سلبية (تتناقص). بينما كان رد فعل السوق أقوى في البلدان التي يكون لها نتائج إيجابية في كرة القدم.

في ذات السياق توصلت دراسات أخرى إلى وجود تأثير لأداء الفرق الرياضية على معنويات المستثمرين، مما يؤثر بشكل كبير على تقلبات العوائد في سوق الأوراق المالية (Chang, Chen, Chou, & Lin, 2012) ، (Berumenta & Ceylan, 2012) ، (Samagaio, Couto, & Caiado) ، (Ramezani, ، (Mardani, Emamgholipour, & Mardani, 2012). في حين لا تؤكد نتائج دراسة (Zawadzki, 2013) عن وجود علاقة إيجابية بين تنظيم الحدث الرياضي، إختيار الدولة المضيفة للحدث، والوقت الذي يقام فيه الحدث ومستويات الأسعار في أسواق الأوراق المالية المحلية.

بحث هذه الدراسات فيما إذا كانت الانفعالات الناجمة عن نتائج الأحداث الرياضية تؤثر على أسعار وعوائد الأسهم. وقد أكدت نتائجها حقيقة أنه يمكن للمزاج الناجم عن نتائج الأحداث الرياضية أن يؤثر على عوائد سوق الأسهم؛ كونه أحد العوامل التي تؤثر على المستثمرين في حياتهم اليومية ومنه تؤثر في عملية تسعير الأسهم، وأيضاً بإعتباره الحالة التي يمكن أن تؤثر على الآلاف من أمزجة البشر في وقت واحد. إذ يتخذ العديد من المستثمرين قراراتهم الإستثمارية وفقاً لأداء الأندية التي يدعمونها. وهذا لا ينفي عدم وجود تأثير للأحداث الرياضية على مؤشرات أسعار الأسهم، أي أن الانفعال الناجم عن نتائج الأحداث الرياضية صغير جداً بحيث لا يؤثر على مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

3.2. شرح للعوامل الموضوعات والبدع : من الواضح أيضاً أن للموضوعات والبدع تأثير على حركة أسواق الأوراق المالية. وقد أكد Shiller أن نشوء التفاعلات الإجتماعية يساعد على زيادة المشاركة في أسواق الأوراق المالية، حيث غالباً ما تتحرك الموضوعات والأزياء في بلد ما في اتجاه واحد بينما تتحرك في بلد آخر في اتجاه مختلف. وهذا ما يؤكد إختلاف المواقف إتجاه الإستثمارات لإختلاف الثقافات. وجاء في نتائج دراسة (Shiller R. , 1984) إن الموضوعات والبدع التي تؤثر على المستثمرين في حياتهم اليومية تؤثر أيضاً على أسعار الأسهم. إلا أن هذا الأثر قد يكون ضعيف جداً لأن غالبية المستثمرين يتخذون الخيارات الإستثمارية بشكل خاص وبعيداً عن الموضوعات، لأنه عادة ما لا يتفاعلون مع ما يفكر به الآخرون.

4.2. التفاعلات الإجتماعية : التفاعلات الاجتماعية هي أفعال أو ممارسات لشخصين أو أكثر موجهة نحو بعضهم البعض، أي أنها سلوك يحاول التأثير بتجارب الآخرين أو نواياهم وأخذها بعين الاعتبار. (Ramswamy & Ramya, 2012, p. 240) في تعاملات أسواق الأوراق المالية ينفق المستثمرين جزء كبير من أوقات فراغهم في مناقشة الإستثمارات والقراءات التي حولها، أو النسيمة حول نجاح أو فشل الآخرين في الإستثمار. بالتالي فمن المعقول أن سلوك المستثمرين يتأثر بالإتجاهات الإجتماعية ومنه سيؤثر على أسعار أصول المضاربة. تؤيد دراسة (Shiller R. , 1984) دراسة (Hong, Kubik, & Stein, 2004) التي أكدت أن نشوء التفاعلات الإجتماعية يساعد على زيادة المشاركة في سوق الأوراق المالية، أي أن الأسر الإجتماعية هي أكثر عرضة للإستثمار في السوق من العائلات غير الإجتماعية. وكانت نتائج دراسة (Brown & Taylor, 2010) مؤيدة كذلك لنتائج الدراستين السابقتين حيث بينت العلاقة الإيجابية بين التفاعل الإجتماعي والمشاركة في سوق الأوراق المالية، خاصة من طرف المستثمرين الذين يمثلون عضواً نشيطاً في أربعة أو أكثر من الأندية.

أما دراسة (Nofsinger, 2005) فقد جاءت بشئ مختلف حيث قدمت تفسيراً لتأثير المزاج الإجتماعي على تسعير الأسهم. وخلصت إلى أن المشاعر الإجتماعية الإيجابية تؤدي إلى التفاؤل في تسعير الأسهم، أي تسعير أعلى للأسهم. أما المشاعر الإجتماعية السلبية يترتب عنها تشاؤماً، أي تسعير أقل للأسهم. كما وضح أيضاً

أن ميل المستثمرين الذين لديهم إجتماعات عمل إلى التفاؤل أكثر عندما يصل السوق إلى أعلى مستوياته، وهم الأكثر تشاؤماً عندما يكون السوق في أدنى مستوياته ؛ هذا المزاج الإجتماعي المتقلب يعرف بحساسية السوق.

حاولت الدراسات خلق ربط لأسعار الأسهم والتغيرات الخارجية في معنويات المستثمرين والمرتبطة بالعوامل الاجتماعية. وتوصلت الى ان المستثمرين الاجتماعيين هم أكثر تفاؤلاً في خياراتهم وأحكامهم من المستثمرين غير الاجتماعيين، وهذا يرتبط بالحالة المزاجية الجيدة للمستثمرين الاجتماعيين بعكس المستثمرين غير الاجتماعيين الذين هم في حالة سوء المزاج، ويرتبط سوء المزاج والأساليب المختلفة والحساسية لتقييم المعلومات. إلا أنه قد يعتمد أحيانا قرار الإستثمار في الأسهم على ما إذا كان المستثمرين يحبون أو يكرهون الشركة.

مما سبق نخلص أن إنعكاس الصدمات الخارجية على معنويات المستثمرين يمكن أن يؤدي إلى سلسلة من الأحداث والتي بدورها تؤثر على مزاج أو معنويات المستثمرين ومنه على سلوك التداول في أسواق الأوراق المالية. إذ ترتبط هذه الصدمات او العوامل في المقام الأول بالظروف أو الأحوال الجوية. وهو ما خلصت إليه الكثير من الدراسات أين توصلت إلى أن للطقس تأثير على الحالة المزاجية للشخص، وتليها بعد ذلك العوامل الأخرى كالرياضة، الموسيقى والبدع، التفاعلات الاجتماعية... الخ. جل هذه العوامل تؤثر على المستثمرين في حياتهم اليومية ومنه تؤثر في عملية إتخاذ قرار الإستثمار. وهذا لا ينفي عدم وجود تأثير للحالة المزاجية الناجمة عن الصدمات الخارجية على مؤشرات أسعار الأسهم، أي أن مزاج المستثمرين بعد سلسلة من الأحداث لا ينعكس على مؤشرات أسعار الأسهم، وهذا ما يوحي بأن المستثمرين عقلانيين، أو أن الانفعال الناجم عن نتائج سلسلة الأحداث صغير جدا بحيث لا يؤثر على مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

III. العوامل المتعلقة بالتفاعلات الاجتماعية والقيم الشخصية للمستثمر :

1. الجانب الديني : تؤيد أهمية الانتماء الديني نظرا لتأثيره على مجموعة من القرارات التي يقوم بها المستثمرين الأفراد طوال حياتهم. وفيما يتعلق بالتدين فإن مدى التزام المستثمر المسلم بمبادئ الإستثمار الإسلامي يعتمد على مستوى التدين لديه. لتحديد مدى إمتثال المستثمرين المسلمين للمتطلبات المنصوص عليها في مبادئ الإستثمار الإسلامي. سعت العديد من الدراسات إلى التأكيد على تأثير الإسلام على إتخاذ القرار الإستثماري بين المستثمرين المسلمين. وتوصل بعضها إلى أن درجة التدين لها تأثير كبير على القرارات الإستثمارية. وهو ما تؤكد عليه دراسة (Albaity & Rahman, 2012) التي توصلت إلى وجود إختلافات كبيرة في قرارات الإستثمار بالنسبة لعنصر الدين وأن مختلف المستثمرين لديهم معتقدات مختلفة - لإختلاف أعراقهم ودياناتهم - لها تأثير كبير على تصوراتهم وقراراتهم الإستثمارية. بينما جاءت دراسة (Gunathilaka, 2014) معارضة حيث توصلت إلى أنه لا يوجد تأثير للمعتقدات الدينية على قرار الإستثمار. وأيدت ذلك دراسة (Nurasyikin , 2012) حيث توصلت إلى أن الإلتزام الديني، الإلتزام الديني، والتدين الإسلامي ليس له تأثير كبير على قرارات المستثمرين الأفراد في إختيار

الإستثمار. بينما توصلت دراسة (Hassan Al-Tamimi, 2006) إلى التأثير الضعيف لعامل المعتقدات الدينية على قرارات المستثمرين المسلمين، وهو شيء غير متوقع في سلوك المستثمرين الإماراتيين.

2. الجانب الأخلاقي : إن القيام بعملية الإستثمار بطريقة مسؤولة إجتماعياً يدفع المستثمرين الاجتماعيين إلى معرفة ما إذا كانت المنتجات الإستثمارية التي سيتم إختيارها تتوافق مع قيمهم الأخلاقية أم لا. وهذا لأجل التوصل إلى ما إذا كان الالتزام الأخلاقي هو محرك القرار الاقتصادي بدلا من الحوافز الاقتصادية. وقد أشار Lewis and Mackenzie إلى أن المستثمرين على استعداد لوضع أموالهم حيث تكون أخلاقهم بالرغم من أن العلاقة المباشرة بين المال والمبادئ قد لا تكون موجودة. (Diouf, Hebb, & El Hadji, 2016, p. 51)

هدفت الدراسة لمعالجة الكيفية التي يقيم بها المستثمرين الأخلاقيين الأهمية النسبية لعوامل القرارات المالية وغير المالية (الاجتماعية والأخلاقية) وقد توصلت إلى أنه على الرغم من أن العوامل غير المالية أكثر أهمية من العوامل المالية إلا أن لها علاقة بعملية إتخاذ القرار. وعموما تعتبر المسؤولية الاجتماعية أكثر أهمية من تعظيم العائد المالي. ومع ذلك، خلافا للاعتقاد الشائع، فإن تغيير سلوك الشركات هو أبعد من أن يكون أولوية بالنسبة للكثير من المستثمرين الأخلاقيين. (Individual ethical investors and what they value : A UK context) وتوصلت دراسة (Akhter & Ahmed, 2013) إلى أن مشاركة الشركة في حل مشكلة المجتمع تؤثر في قرار المستثمر، كما يتأثر المستثمرين بالعمليات الأخلاقية للشركة.

3. الجانب الإجتماعي : التأثير الإجتماعي هو عبارة عن الأحداث التي تحدث تغيير في الأفكار، العواطف، والسلوكيات في وجود الآخرين. وهو يشير إلى أي تأثير يكون له شخص آخر أو جماعة أخرى على موقف الشخص وسلوكه. ويتبع هذا النمط أيضا عند إتخاذ القرارات الإستثمارية حيث يتفاعل المستثمرين مع نظائهم (Raut & Das, 2015, p. 116). يعتمد قرار الإستثمار المسؤول اجتماعياً على دوافع المستثمر، معتقداته، أهدافه، ورغباته، وكذلك السياق الاجتماعي والثقافي. في حقيقة الأمر أن المستثمرين الاجتماعيين يسعون إلى الربح مع الأخذ بعين الاعتبار قيمهم الاجتماعية (Diouf, Hebb, & El Hadji, 2016, pp. 55-56).

وقد عاجلت العديد من الدراسات التأثيرات الاجتماعية والبيئية التي تدفع المستثمرين إلى الإستثمار بمسؤولية. وتطرق العديد منها للتحقيق في تأثير الإفصاحات النوعية للمسؤوليات الاجتماعية عن إتخاذ قرارات المستثمرين. وقد أشارت نتائج دراسة (Hejazi & Hesari, 2012) إلى أنه كان لأنواع الإفصاح عن السلوكيات الاجتماعية أثر كبير على قرارات المستثمرين. وتوصلت دراسة (Raut & Das, 2015) إلى وجود تأثير إيجابي كبير لمؤشرات التأثيرات الاجتماعية على إتخاذ القرارات الإستثمارية للمستثمرين الأفراد. وبعد تحليل نتيجة هذه الدراسة يمكننا أن نخلص إلى أن المستثمرين يتأثرون في معظم الأحيان بالأوضاع المجتمعية. وأكدت على ذلك كل من دراسة

(Ramaswamy & Ramya, 2012) ودراسة (And & Rehman, 2013) حيث توصلنا إلى أن للتفاعلات الاجتماعية وللأداء الاجتماعي للشركات تأثير على مواقف المستثمرين الأفراد إتجاه عملية التداول. أما من ناحية البناء الاجتماعي فهو قد يؤثر جوهرياً على تصورات المحللين وتقييمهم للمبادرات الاجتماعية والبيئية التي تتبناها الشركات. وذلك من خلال إستكشاف تأثير المقاييس غير المالية على توصيات الإستثمار، بيد أن المحللين هم أول من يضبط العلاقة بين تقييمات المسؤولية الاجتماعية للشركات والتفاوض بشأن توصية الإستثمار، كون أن هذه الشركات تتلقى المزيد من الاهتمام من طرف جمهور المستثمرين. في حين لا توجد علاقة بين تصنيفات المسؤولية الاجتماعية للشركات وتوقعات المحللين (Ioannou & Serafeim, 2010). وقد أشار (Glac, 2009) أن تأطير وضع الإستثمار يؤثر على إحتمال الإنخراط في الإستثمار المسؤول اجتماعياً ومقدار العائد الذي يكون المستثمرين على إستعداد للتضحية به عند إختيار الإستثمار في المسؤولية الاجتماعية. لم تتوصل ذات الدراسة لوجود دعماً للعلاقة بين التوقعات حول المسؤولية الاجتماعية للشركات واحتمال المشاركة في الإستثمار المسؤول اجتماعياً. أما نتائج دراسة (Diouf, Hebb, & El Hadji, 2016) أظهرت أن للخصائص الديموغرافية دور مهم في فهم سلوك ومواقف المستثمرين الاجتماعيين، بالإضافة إلى أن قيمهم الاجتماعية، القضايا البيئية، والحوكمة الاجتماعية مرتبطة بشكل كبير بصناديق الإستثمار المسؤول اجتماعياً.

IV. العوامل المتعلقة بالإحتياجات المالية الشخصية للمستثمرين :

قبل البدء بعملية الإستثمار يقوم المستثمرين بوضع تشكيلة بين المتاحات والأهداف - وضعه المالي وفرصه - تضم إيراداته ونفقاته، الهيكل العائلي، إحتياجات الأموال السائلة وأمور أخرى تشكل جزءاً من عملية الإستثمار. ومن جهة أخرى يحدد مقدار الأموال التي يمكن إستثمارها، الغرض الذي يجب تحقيقه، المدة المحددة للإستثمار، درجة المخاطرة، وتحقيق الأرباح، جل هذه النقاط تؤخذ بعين الاعتبار عند إتخاذ قرار الإستثمار. (Gedmintiene, 2016) و Visockaite & وجاء في دراسة (Hassan Al-Tamimi, 2006) أن الإحتياجات المالية الشخصية من أهم العوامل المؤثرة على سلوكيات المستثمرين، لان المستثمرين الذين لديهم مستويات دخل مختلفة يعطون أهمية لفرص التداول بطريقة مختلفة. وأضافت دراسة (Hossain & Nasrin, 2012) وجود فرق كبير للإحتياجات المالية الشخصية بين مختلف المستثمرين حسب الدخل والمستوى التعليمي.

V. العوامل المتعلقة بالجوانب المعلوماتية للمستثمرين :

1. المشورة والتوصية : في بعض الأحيان يغفل أو لا يجيد العديد من المستثمرين التعامل مع عمليات شراء أو بيع الاوراق المالية بالرغم من قيامهم بالإستثمار لفترات طويلة، وعليه يلجأ اغلبهم الى الاستعانة بتوصيات وأراء الوسطاء وسماسرة الأوراق المالية، المحللين الماليين، الأصدقاء و افراد العائلة. تتعلق هذه التوصيات بالطرق التي يستطيع من خلالها المستثمرين الأفراد المساعدة في التعامل مع الممارسات الخاطئة في أسواق الأوراق المالية. بحيث تتأثر

قرارات المستثمرين الأفراد بشدة بنصائح وتوصيات الآخرين، بحيث يتخذون في وقت ما القرار على أساس آراء الآخرين. ويعود السبب في ذلك خيرا تم وأفكارهم القليلة حول سوق الأوراق المالية أو نقص في المعلومات.

قامت عدة دراسات حول العوامل المؤثرة على سلوكيات المستثمرين باستخدام عامل توصيات المحللين، آراء الخبراء والسماسة، الاصدقاء وأفراد العائلة للتوصل إلى قرار بشأن بيع أو شراء أو الإحتفاظ بالأسهم. وقد هدفت دراسة (And & Rehman, 2013) إلى التحقيق في سلوك إختيار الأسهم للمستثمر في الأسهم الفردية وتوصلت نتائجها إلى وجود علاقة إيجابية بين التوصيات وقرار المستثمر في إختيار الأسهم. وأكدت على ذلك دراسات كل من (Shafi, 2014) ؛ (Shafeeq 2017) ؛ (Akhter & Ahmed, 2013) ؛ (Hossain & Nasrin, 2012) أين توصلت في مجملها إلى أن العوامل الأكثر تأثيراً على سلوك المستثمرين الأفراد في إتخاذ قرارهم الإستثماري، هي نصائح وتوصيات الوسطاء والسماسة، آراء الآخرين من الأصدقاء وأفراد العائلة. وهذا يدل على أن مصدر التوصية هو العامل الأبرز تأثيراً على سلوك المستثمرين الأفراد في أسواق الأوراق المالية.

2. المعلومات المالية : تتأثر قرارات المستثمرين بشكل كبير بالمعلومات المحاسبية للشركة مثل عائد السهم، البيان المالي، توزيعات الأرباح المتوقعة، والأداء السابق. وأيضاً يسعى المستثمرين إلى جمع المعلومات من مصادر مختلفة ؛ في مجال صورة الشركة، أداء الأعمال، وسمعة الشركة، وحالة الشركة (Akhter & Ahmed, 2013).

إن فهم رد فعل المستثمرين فيما يتعلق بالمعلومات العامة له آثار هامة على سلوك أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية وهذا ما تؤكدته دراسة (Brzezczynski, Gajdka, & Kutan, 2015) التي قامت بتحليل رد فعل المستثمر بوصول المعلومات العامة (إعلانات السياسة النقدية، أخبار صندوق النقد الدولي، الأخبار العامة والسياسية الأخرى) إلى سوق الأوراق المالية وقد خصت الأسواق الناشئة وقد أشارت نتائجها إلى أن المعلومات العامة مهمة بالفعل في تحديد تحركات أسعار الأصول في الأسواق الناشئة وهي تؤيد النظريات التي تؤكد على المعلومات العامة باعتبارها المحدد الرئيسي لأسعار الأصول. أما جودة المعلومات المالية فهي أفضل سلاح للمستثمرين، وسوف يكون المستثمر راضياً إذا كانت المعلومات متاحة وتتمتع بالجودة، وأيضاً يتم تزويد المستثمرين بالتكوين الجيد لتحليل المعلومات. وترتبط تكلفة المعلومات سلبياً برضا المستثمرين (Rashid & Nishat, 2009).

توصلت دراسة (Shafi, 2014) ، (Hossain & Nasrin, 2012) إن المعلومات الأكثر شيوعاً التي لها تأثير كبير على سلوك المستثمرين هي الأرباح، والأداء السابق للشركة، والمعلومات المحاسبية، هيكل الملكية، ومدفوعات المكافآت، أرباح الشركات المتوقعة، والثراء السريع. أيضاً يمكن أن تولد المعلومات التي يتم جمعها من الأحاديث على الإنترنت والمحتوى الذي يولده المستخدم عائد إضافي. بالإضافة إلى أن اعتماد المستثمرين لمصادر

خارجية للمعلومات كالمدونات، المواقع الإخبارية الموثوقة، والمنشورات التي تضعها الشركات المالية (Gholami & Tehrani, 2015).

3. وسائل الاعلام : يمكن أن تساعد وسائل الاعلام في تحريك القرار لانها تعكس التوقعات العامة للشركة ومهمة جدا لحماية سمعتها. إذ تعتبر مهمة التواصل الأهم هي إدارة الأخبار السيئة في أوقات الأزمات حيث أن مثل هذه الأخبار قد يكون لها تأثير سلبي كبير على الشركة. لا تعد وسائل الإعلام وسيلة فقط لنقل المعلومات وإنما أيضا كعناصر فاعلة للمعلومات وتشكيل القرار. وتصدر المعلومات التي تظهر في وسائل الإعلام من مصادر مختلفة، ولكن مصدرها الأول هو الشركة نفسها في إطار نظري تحدده المعلومات غير المتماثلة. (Ayza, 2014, pp. 301-303)

تعد وسائل الإعلام أحد أهم العوامل الفعالة في إتخاذ القرار. حيث لا يبدأ غالبية المستثمرين في السوق تعاملاتهم وأنشطتهم دون الاطلاع عن الصحف، خاصة الصحف الاقتصادية. من ناحية أخرى يجتهد العديد من المستثمرين في المراقبة المستمرة لأجهزتهم الشخصية (الكمبيوتر أو الهواتف المحمولة)، بحيث يمكنهم الحصول على أحدث الأخبار والتغيرات بمساعدة صفحات الصحف ووسائل الإعلام. (Gholami & Tehrani, 2015, p. 287) ولوسائل الإعلام المالية دورًا مهمًا في خلق مناخ لتوقعات المستثمرين وتصوراتهم ومعنوياتهم في السوق. (Ayza, 2014, p. 306)

تعتبر وسائل الإعلام عامل رئيسي في التأثير على قرارات المستثمرين، لأن لها دورين؛ الأول تهيئة الطريق لتحركات السوق، والثاني تحريض أو تخفيف هذه التحركات في حد ذاتها. وتتجه إلى إبقاء تركيز المستثمرين حول معلومات محددة لفترات طويلة من الزمن تسمى "سلسلة الاهتمام". مما يؤدي أحيانا إلى حدوث فقاعات المضاربة في أسواق الأوراق المالية (Ramaswamy & Ramya, 2012, p. 239).

وقد تناولت العديد من الدراسات أثر وسائل الإعلام على سلوك المستثمرين الأفراد ومنها دراسة (Akhter & Ahmed, 2013) التي توصلت إلى وجود نسبة جيدة من المستثمرين تقرأ بانتظام المقالات المنشورة في الصحف اليومية، وتجمع المعلومات من الإنترنت والبرامج الحوارية التلفزيونية. أيضا للتركيز الإعلامي على سوق الأوراق المالية تأثير كبير جدا على مواقف صغار المستثمرين اتجاه الإستثمار في السوق (Bennet, Selvam, Indhumathi, Ramkumar, & Karpagam, 2011). وللإعلام الاقتصادي تأثير أكبر مقارنة بأثر الصحف الاقتصادية على قرارات المستثمرين (Gholami & Tehrani, 2015). إن للصحافة المالية تأثير مباشر على صغار المستثمرين إضافة لإهتمام المساهمين الرئيسيين أو صناديق الإستثمار بمعرفة ما إذا كانت حالة الرأي العام مواتية أم لا، حيث تعكس صورة الشركة الإعلامية التوقعات العامة، ويمكن أيضا أن تساعد في بعض الأحيان على إتخاذ القرار. وبشكل عام فإن الصحافة المالية منحازة للمعلومات حول

الشركات الكبرى التي تأخذ غالبية الأخبار المالية. وللصحافة المالية تأثير مباشر وقوي على المستثمرين و/ أو المحللين الماليين عندما تبلغ عن الشركات الصغيرة التي لا يتوفر عنها سوى القليل من المعلومات. (Ayza, 2014) وقام Mullainathan & Shleife بتنظير تأثير الصحافة بشكل عام بدلاً من الصحافة المالية، وتوثيق أثرها على تشكيل الرأي العام وإعتبراها سوقاً إخبارية. (Mullainathan & Shleifer, 2005) أيضا تؤثر وسائل الإعلام على حجم وسلوك تداول المستثمرين الأفراد. (Ramaswamy & Ramya, 2012)

كما توصلت دراسة (Kadariya, 2012) إلى أن للتغطية السياسية والإعلامية تأثير على إتخاذ القرارات الإستثمارية. بينما قامت دراسة (Barber & Odean, 2008) حول تأثير الاهتمام والأخبار بشأن سلوك الشراء لدى المستثمرين الفرعيين والمؤسسيين وتوصلت الى أن المستثمرين الأفراد يشترون الأسهم التي تجذب إنتباههم في سوق الاخبار. وقامت دراسة (And & Rehman, 2013) بدراسة تأثير ظهور الشركة في وسائل الإعلام على إتخاذ قرارات المستثمرين الأفراد وتوصلت إلى وجود تأثير كبير على رؤية الشركة في وسائل الإعلام بشأن إتخاذ القرارات الفردية لمستثمري الأسهم.

خلاصة

وقد أتاح هذا الفصل عرض وتحديد الظروف التي لم يسبق للمستثمرين فيها إتخاذ خيارات عقلانية دائماً وكيف يمكن لهذه الخيارات أن تؤثر بشكل مباشر على قرار الإستثمار وخلق إنحرافات في السوق. بحيث يتضح أن للمستثمرين العديد من نقاط الضعف وغالباً ما يكونون ضحايا للتحيزات المعرفية الفردية أو الجماعية المرتبطة بذكرياتهم أو فهمهم أو ما يسمى بالعادات العقلية الإستدراكية التي تؤدي في معظم الحالات إلى ظواهر بردود أفعال إيجابية أو سلبية. وعليه يبدو أن المالية السلوكية بمثابة إنضباط يسمح بفهم أفضل لتصرفات وسلوكيات المستثمرين التي يتبلور عنها الأداء الحقيقي لأسواق الأوراق المالية.

تعد المالية السلوكية تياراً جديداً من الأبحاث ينتج عن التفاعل بين علم النفس المعرفي والعلوم المالية، حيث يقدم شرحاً أكثر عمقاً للظواهر الملاحظة في الأسواق المالية. وعليه قامت العديد من الدراسات بوضع إطار للعوامل السلوكية وتحديد أو تفسير التغيرات التي تحدث والمؤثرة على قرارات المستثمرين، وهو ما سيتم التطرق إليه في الفصل الثاني.

الفصل الثاني

الدراسات السابقة

تمهيد

وفقا للنظرية المالية القائمة على إفتراض كفاءة الأسواق المالية الذي ينص على أن السعر في جميع الأوقات هو تقدير غير متحيز لقيمة جوهرية، وبالتالي لا يمكن أن ينحرف بشكل دائم عن القيمة الأساسية. إلا أنه قد تم تحديد عدد من الحالات الشاذة التي تتعارض مع كفاءة الأسواق المالية مما أدى ذلك إلى ظهور تيار فكري آخر يسمى التمويل السلوكي أو المالية السلوكية والذي يتمحور حول سلوك المستثمرين داخل الأسواق المالية. ومن أجل تقديم تفسير أفضل لظواهر أسواق الأوراق المالية أشارت الدراسات الحديثة في مجال المالية السلوكية إلى أن المستثمرين يخضعون للتحيزات السلوكية المعرفية والعاطفية التي من المحتمل أن تعدل معتقداتهم وتفضيلاتهم، وعليه تم إنتقاد فرضية عقلانية المستثمرين.

يركز معظم الباحثين السابقين على الجانب السيكولوجي للسلوك لدى المستثمرين الأفراد. حيث تناولت دراساتهم محاولات لفهم العوامل الرئيسية التي يمكن أن تؤثر على سلوكيات المستثمرين ومنه على قرار إختيار الأسهم. وسيتم التطرق في هذا الفصل إلى عرض مجموعة من الدراسات التي تناولت سلوكيات المستثمرين في عملية إتخاذ القرارات الإستثمارية في المبحث الأول، أين تم التطرق إلى الدراسات المتعلقة بالقيم الشخصية والاجتماعية في الجزء الأول، أما في الجزء الثاني تم عرض الدراسات المتعلقة بالعوامل السيكولوجية للمستثمرين، وعرض الجزء الثالث الدراسات المتعلقة بالجوانب المعلوماتية للمستثمرين. بينما تناول المبحث الثاني موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة، حيث تم فيه مناقشة الدراسات السابقة وإستخلاص القيمة المضافة للدراسة الحالية بقاعدة أساسية من الدراسات السابقة وذلك في الجزء الأول، أما في الجزء الثاني تم التعرف على ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة، بينما ضم الجزء الأخير ملخص للعوامل السلوكية التي تؤثر على سلوكيات صغار المستثمرين في هذه الدراسة.

المبحث الأول : عرض الدراسات السابقة

نظرا لان موضوع سلوكيات المستثمرين من الموضوعات الحيوية التي لها تأثير على القرارات التي يتخذها المستثمرين في الاسواق المالية، هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع العوامل السلوكية المؤثرة على خيارات وتصورات صغار المستثمرين. يعرض هذا القسم مسح لمختلف الدراسات القائمة في مجال المالية السلوكية، وهي مقسمة إلى ثلاثة محاور.

المحور الأول يتناول تأثير العوامل الاجتماعية والقيم الشخصية للمستثمر على سلوك المستثمرين. تسلط هذه الدراسات الضوء على دور النوع الاجتماعي، القيم الأخلاقية، والمعتقدات الدينية في التأثير على الحالات الشاذة السلوكية.

المحور الثاني يحلل تأثير التحيزات السيكولوجية على سلوك المستثمرين. بحيث توصلت الدراسات إلى الكشف عن مجموعة من التحيزات السلوكية كالثقة المفرطة، تأثير التصرف، سلوك القطيع، تأثير الاستدلال ...

يبحث المحور الأخير في العوامل الكامنة وراء سلوك المستثمرين. إذ أنه إلى جانب التحيزات السلوكية، تساهم عوامل أخرى كالمعلومات المالية، وسائل الاعلام، وتوصيات الخبراء والأصدقاء وأفراد العائلة في تحديد سلوكيات المستثمرين.

I. الدراسات المتعلقة بالقيم الشخصية والاجتماعية للمستثمرين :

سعت مجموعة من الدراسات إلى عرض بعض المفاهيم والتي يمكن إعتبارها ذات أهمية والقابلة للقياس. وقد قدمت هذه الدراسات الاختلافات الشخصية والاجتماعية للمستثمرين بحيث تقدم رؤية تفسيرية لسلوكيات المستثمرين المشتركة والتي تبرر ردود أفعالهم إتجاه الإستثمار في الأوراق المالية. وتناولت الدراسات الخصائص التعبيرية دينيا وأخلاقيا وإجتماعيا.

1. دراسة (Gunathilaka, 2014) بعنوان :

Factors Influencing Stock Selection Decision :The Case Of Retail Investors In Colombo Stock Exchange

" العوامل المؤثرة على قرار إختيار الأوراق المالية : حالة مستثمري التجزئة في بورصة كولومبو "

تبحث هذه الدراسة معايير إختيار الأسهم عند صغار المستثمرين، في سوق كولومبو للأوراق المالية. وهي بمثابة محاولات لفهم العوامل الرئيسية التي يمكن أن تؤثر على قرار إختيار الأسهم. أين تم تحليل قرارات المستثمرين بإستخدام مجموعة من المتغيرات تمثلت في ؛ المعلومات المالية والحاسبية المتاحة في المجال العام، الصورة الذاتية للشركة،

التوصيات (الوسطاء، والمستشارين، والأصدقاء وأفراد العائلة) المعتقدات الدينية، الخلفية العائلية، وأراء المطلعين، بالإضافة للوضع الاجتماعي للمستثمر.

إستهدفت الدراسة شريحة صغار المستثمرين الذين يستثمرون بانتظام في الأسهم في سوق سيرلانكا للأوراق المالية سواء في القطاع العام أو في القطاع الخاص. حيث تم مسح عينة عشوائية من المستثمرين الأفراد تم الحصول عليهم من قوائم العملاء لدى اثنين من الوسطاء الماليين. وبعد إختيار الوقت الملائم للبحث، والذي كان خلال الربع الأول من عام 2014. أبن وزعت 200 إستبانة و أعيدت منها 168 إستبانة بمعدل 84%. إستخدمت الدراسة إختبارات T-Tests لمقارنة التباين (T-Tests للعينة المستقلة). ومقياس Kaiser-Meyer-Olkin لقياس أخذ العينات و إختبار Bartlett's Sphericity لتحديد وجود علاقات بين المتغيرات.

توصلت نتائج الدراسة إلى أن عينة المستثمرين الأفراد يعتمدون عند إتخاذ القرارات الإستثمارية على الإستدلال من المعلومات المالية المتاحة في المجال العام. ووجود تأثير للمعلومات الحاسبية، صورة الشركة، وتوصيات الوسطاء، والمستشارين، والأصدقاء وأفراد العائلة على قرار إختيار الأسهم. بينما لا يوجد تأثير للمعتقدات الدينية، الخلفية العائلية، أراء المطلعين، والوضع الاجتماعي للمستثمر على قرار إختيار الأسهم. وفي الأخير توصلت الدراسة إلى أنه لا يهدف المستثمرين لتحقيق عوائد غير عادية من خلال الإستثمار في سوق الأسهم. وقدمت رؤية تفسيرية للسلوك ولأهمية معنويات المستثمرين في تفسير عمليات التداول.

2. دراسة (Ramaswamy & Ramya, 2012) بعنوان :

Impact Of Social Factors On Individual Investors' Trading Behaviour

" تأثير العوامل الاجتماعية على سلوك تداول المستثمرين الأفراد "

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير العوامل الاجتماعية كالتفاعلات الاجتماعية، وسائل الإعلام والإنترنت على مواقف وسلوك تداول المستثمرين الأفراد. وأيضا لدراسة تأثير المواقف والسيطرة السلوكية المتصورة والمعايير الذاتية على نية التداول. وتأثير النية نحو التداول على سلوك تداول المستثمرين الأفراد في سوق الاوراق المالية الهندية. حيث طبقت الدراسة نظرية الفعل المبرر أو نظرية العمل المنطقي (Theory of Reasoned Action (TRA) – تهدف هذه النظرية إلى شرح العلاقة بين المواقف والسلوكيات ضمن التصرف البشري. حيث تستخدم للتنبؤ بكيفية تصرف الأفراد بناء على مواقفهم السابقة ونواياهم السلوكية – ونظرية السلوك المخطط (Theory of Planned Behaviour (TPB)) – تقوم هذه النظرية بتفسير السلوك الاجتماعي للفرد وتؤكد على أن حدوث السلوك الفعلي يتناسب مع مقدار السيطرة التي يمارسها الفرد على سلوكه وقوة نوايا هذا الفرد لتنفيذ هذا السلوك وعليه فإن النظرية تشرح العلاقة بين النية السلوكية والسلوك الفعلي، إذ تؤكد على قاعدة النية قبل أداء السلوك – لشرح سلوك

تداول المستثمرين الأفراد. ولتحقيق أهداف الدراسة تم تجسيد الخصائص الديموغرافية، وسائل الإعلام، التفاعلات الاجتماعية، الإنترنت، والسيطرة السلوكية المحسوسة. ومن أجل تحليل العلاقة بين المتغيرات وإختبار الفرضيات، تم استخدام الإستبيان كأداة لجمع المعطيات، وقد تم الاجابة على 455 إستبانة من مجموع 500 إستبانة تم توزيعها على المستثمرين الأكثر نشاطا على أساس تقنية أخذ العينات التراكمية. تم إختبار هذه الدراسة على المنطقة الجغرافية لمدينة كومبباتور بولاية تاميل نادو بالهند.

توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين التفاعلات الاجتماعية ووسائل الإعلام، وسلوك تداول المستثمرين، بينما لا توجد علاقة لعامل الإنترنت وسلوك التداول. وخلصت النتائج أيضا إلى أن للتفاعل الاجتماعي تأثير كبير على سلوك التداول وتليه وسائل الإعلام. وهناك أيضا علاقة إيجابية قوية بين المواقف والسيطرة السلوكية المحسوسة ونية التداول وعلاقة سلبية بين المعايير الشخصية ونية التداول.

II. الدراسات المتعلقة بالجوانب السيكولوجية للمستثمرين :

يتم تصنيف التحيزات السلوكية على نطاق واسع إلى تحيزات إدراكية (معرفية) وتحيزات عاطفية. ويتم عرض الدراسات التي تناولت هذه التحيزات، هذا الإستعراض هو سرد تمثيلي للتحيزات السلوكية إذ توجد العديد من التحيزات الهامة الأخرى التي لم يتم التطرق إليها في هذه الدراسة. وقد تطرقت غالبية الدراسات المعروضة إلى التحقيق في سلوك المستثمرين من خلال ربط هذه التحيزات بإنعكاسات الأسعار، عوائد الأسهم، وحجم التداول.

تناولت الدراسات العوامل التي يمكن أن تؤدي إلى مثل هذه التحيزات ودورها في القرارات الإستثمارية للمستثمرين. توفر الدراسات أيضا دليلا على هذه التحيزات في البلدان النامية والمتقدمة. تناولت الدراسات هذه التحيزات للمستثمرين الأفراد والشركات.

1. دراسة (Kourtidis, Sevic, & Chatzoglou, 2011) بعنوان :

Investors' Trading Activity: A Behavioural Perspective And Empirical Results

" نشاطات تداول المستثمرين : منظور سلوكي ونتائج تجريبية "

بحثت هذه الدراسة فيما إذا كانت الإختلافات السيكولوجية والخصائص الشخصية للمستثمرين تؤدي إلى الإختلافات في السلوك الإستثماري وأداء التداول بين تشكيلات مختلفة من المستثمرين. وأيضا سعت الدراسة إلى عرض بعض المفاهيم الأكثر أهمية والقابلة للقياس بشكل موثوق منه لتصنيف المستثمرين ومقارنة خصائصهم الشخصية وسلوكياتهم في التداول. وذلك من خلال تصنيف مجموعة المستثمرين (الأفراد والمهنيين) إلى قطاعات مختلفة على أساس التحيزات السيكولوجية والسمات الشخصية، التي تدفع سلوكياتهم الإستثمارية. وقد أشارت الدراسة

إلى أربعة عوامل رئيسية تؤثر على سلوك الإستثمار: الثقة المفرطة، تحمل المخاطر، مراقبة الذات، والتأثير الاجتماعي. وتم تصنيف العوامل المحددة لسلوكيات المستثمرين من خلال التحليل العنقودي لتأكيد العلاقة بين هذه العوامل، مع الأخذ بعين الإعتبار الإختلافات في تشكيلات المستثمرين وسلوكاتهم التداولية. ولتحقيق هذا الغرض تم تحليل مجموعة من البيانات بمسح 345 مستثمر في سوق اليونان للأوراق المالية، أين قسمت المستثمرين إلى ثلاثة فئات رئيسية؛ فئة كبار المستثمرين (درجة عالية من الثقة المفرطة، وتحمل المخاطر، ومراقبة الذات والتأثير الاجتماعي)، فئة المستثمرين المتوسطة (مستوى معتدل من الثقة المفرطة، وتحمل المخاطر، ومراقبة الذات والتأثير الاجتماعي) فئة صغار المستثمرين (درجة منخفضة من الثقة المفرطة، وتحمل المخاطر، ومراقبة الذات والتأثير الاجتماعي).

أعطت نتائج التحليل العنقودي سلوك تداول مختلف لكل صنف من المستثمرين، فكان ارتفاع أداء تداول فئة كبار المستثمرين على الأسهم، إلا أنهم سجلوا مستويات عالية للتحييزات السيكلوجية والسمات الشخصية للمستثمر. ومن جهة أخرى فإن أداء فئة صغار المستثمرين كان ضعيفا في أسواق الأوراق المالية بحيث نادرا ما يتم تداول أسهمهم مقارنة بفئات المستثمرين الأخرى، وأعطت درجات منخفضة للتحييزات السيكلوجية والسمات الشخصية والخبرات الإستثمارية. وأظهرت النتائج عموما درجة إرتباط قوية بين التحييزات السيكلوجية والسمات الشخصية وجوانب سلوك التداول كأداء التداول، تكرار التداول، وحجم التداول.

2. دراسة (Luong & Thi Thu Ha, 2011) بعنوان :

Behavioral Factors Influencing Individual Investors' Decision-Making And Performance : A Survey At The Ho Chi Minh Stock Exchange

"العوامل السلوكية المؤثرة على المستثمرين الأفراد في إتخاذ قراراتهم الإستثمارية وأدائهم الإستثماري : دراسة إستقصائية في سوق هوشي منه للأوراق المالية"

أجريت هذه الدراسة لإستكشاف العوامل السلوكية التي تؤثر على قرارات المستثمرين الأفراد في سوق هوشي منه للأوراق المالية وكيفية تأثير هذه العوامل السلوكية على أداء إستثماراتهم، وبالتالي إستفادتهم بفهم السلوكيات المشتركة والتي تبرر ردود الافعال من أجل إعطاء عوائد أفضل. تم إختبار فرضيات الدراسة من خلال توزيع إستبيانات على المستثمرين الأفراد في سوق هوشي منه للأوراق المالية. حيث من 300 إستبانة تم إرسالها للمستثمرين الأفراد عن طريق البريد، تم الإطلاع والرد عن 172 من قبل المستجيبين أي بنسبة 57%، وهي نسبة عالية معتدلة للإستبيان البريدي. ومن بين الخصائص التي ضمتها العينة المستجيبية؛ الجنس، السن، سنوات الخبرة في السوق، والمبلغ الإجمالي للإستثمار، وأيضا تم إجراء مقابلات شبه منظمة مع بعض مديري سوق هوشي منه للأوراق المالية للحصول على فهم أعمق لهذه السلوكيات. تم تحليل البيانات التي تم جمعها بإستخدام البرنامج الإحصائي SPSS و AMOS.

أين خلصت الدراسة إلى أن هناك خمسة عوامل سلوكية تؤثر على القرارات الإستثمارية للمستثمرين الأفراد في سوق هوشي منه للأوراق المالية تتمثل في : سلوك القطيع، عامل ظروف السوق، نظرية الاحتمال، الثقة المفرطة في المقامرات الخاطفة، تحيز القدرات الراسخة (التأثير الإرشادي). كل هذه العوامل لها تأثيرات معتدلة على إتخاذ القرارات الإستثمارية في حين أن عامل ظروف السوق له تأثير مرتفع. وأظهرت النتائج أيضا أن لثلاث عوامل فقط - من بين خمسة عوامل - تأثير على الأداء الإستثماري للمستثمرين الأفراد، وتمثلت هذه العوامل في : سلوك القطيع (عمليات البيع والشراء، والخيار في التداول بالأسهم، حجم تداول الأسهم، والسرعة في إتباع سلوك القطيع)، نظرية الاحتمال (النفور من الخسارة، النفور من الأسف، والمحاسبة العقلية)، والتأثير الإرشادي (الثقة المفرطة). وقد تم التوصل إلى أن لسلوك التأثير الإرشادي أعلى تأثير إيجابي على الأداء الإستثماري، ولسلوك القطيع تأثير إيجابي أيضا ولكنه على المستوى الأدنى. بينما كان لسلوك نظرية الاحتمال تأثير سلبي على الأداء الإستثماري.

3. دراسة (Ansari & Moid, 2013) بعنوان :

Factors Affecting Investment Behaviour Among Young Professionals

" العوامل المؤثرة على سلوك الإستثمار بين المستثمرين الشباب والمحترفين "

جاءت هذه الدراسة لتقييم تأثير المتغيرات الديموغرافية على مستوى الوعي التصوري أو الإدراك المفاهيمي لأفراد صغار المستثمرين، وقد سعت أيضا لتحديد أهم العوامل التي تؤثر على سلوكياتهم الإستثمارية والمسؤولة عن زيادة الأنشطة الإستثمارية بين أوساط الفئة الشابة من المستثمرين المهنيين. وقد أجريت الدراسة على 200 مستثمر فرد من المستثمرين المهنيين الذين لديهم بعض المعرفة حول المصطلحات الأساسية للسوق والذين إستثمروا في خيارات مختلفة متاحة للإستثمارات، وذوي الفئة العمرية ما بين 25 سنة إلى 35 سنة - إستمر جمع البيانات لمدة 30 يوما خلال شهري نوفمبر وديسمبر 2012 - والذين يتخذون قراراتهم التداولية على أساس كفاءتهم الذاتية وأحيانا بمساعدة المستشارين المهنيين.

توصلت نتائج الدراسة إلى أن السلوك الإستثماري لصغار المستثمرين المهنيين مستقل عن الجنس ولكنه مرتبط بالدخل والسن. ووفقا للدراسة فإنه يمكن إستنتاج أن غالبية المستثمرين يستثمرون لأجل النمو والحصول على إيرادات إضافية ومنه فالعامل الرئيسي الذي يوجه قرار الإستثمار هو عامل الخطر إذ أن غالبية المستثمرين يعملون على تجنب المخاطرة.

4. دراسة (Menike, Dunusinghe, & Ranasinghe, 2015) بعنوان :

Behavioural Factors Influence on Investment Performance: A Survey of Individual Investors at Colombo Stock Exchange

"العوامل السلوكية المؤثرة على أداء الإستثمار : دراسة إستقصائية للمستثمرين الأفراد في سوق كولومبو للأوراق المالية"

بحثت هذه الدراسة إمكانية تأثير العوامل السلوكية على سلوك المستثمرين الأفراد ومنه على الأداء الإستثماري، وسعت أيضا إلى تحديد بعض العوامل السلوكية القيادية التي تؤثر على السلوك غير العقلاني لقرارات المستثمرين الأفراد في سوق كولومبو (سيرلانكا) للأوراق المالية. ضمت الدراسة العوامل التي يتوقع أنها تؤثر فعلا على سلوك المستثمرين الأفراد ولم تعتمد فقط على العوامل التي حققت فيها الدراسات السابقة نتائج والمستمدة من النظريات المالية السلوكية، فتمثلت متغيرات الدراسة في خمسة متغيرات أساسية ومتغيرات أخرى ثانوية ؛ سلوك القطيع : عمليات البيع والشراء وسرعة القطيع ؛ تأثير الاستدلال أو التأثير الإرشادي : الثقة المفرطة، تحيز القدرات الراسخة، وتحيز الاستدلال التمثيلي ؛ نظرية الاحتمال : النفور من الأسف، النفور من الخسارة، والمحاسبة العقلية ؛ العوامل القيادية : المعلومات المحاسبية والمالية، تغيرات أسعار الأسهم، وتوصيات الوسطاء والسماسة ؛ عامل السوق : تفضيلات المستثمرين، القيمة الأساسية للأسهم، ومعلومات السوق و الإتجاهات الماضية للأسهم. وكون أن سلوك المستثمرين الأفراد يتأثر بالعديد من العوامل السلوكية إستخدمت الدراسة عدد كبير من المتغيرات تكونت من 16 متغير.

تم جمع البيانات عن طريق مسح مفردات عينة طبقية حيث إستهدفت شريحة المستثمرين الأفراد الأكثر نشاطا فقط. بحيث بلغت العينة 164 مستثمر فرد وزعت عليهم الإستبيانات، أين إستقصت عملاء سبع شركات سمسة للأوراق المالية. بعد الحكم على مصداقية ودقة الاستبانة تم تطبيق تقنية التحليل العاملي لتقليص متغيرات الدراسة إلى عدد أقل ولاستكشاف الأبعاد المشتركة القائمة بينها. وإختبارها تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد لتحديد تأثير العوامل السلوكية على الأداء الإستثماري للمستثمرين الأفراد. وقد تم معالجة البيانات التي تم جمعها بإستخدام البرنامج الإحصائي Stata والبرنامج Minitab.

أظهرت النتائج أنه من بين الخمسة عوامل سلوكية الأساسية يوجد أربعة أبعاد سلوكية فقط تؤثر على الأداء الإستثماري. بحيث يؤثر سلوك القطيع، تأثير الاستدلال، والعوامل القيادية إيجابيا على أداء المستثمرين الأفراد. إلا أنه يفترض أن تؤثر متغيرات نظرية الاحتمال إيجابيا على الأداء الإستثماري، حيث وجد أن عامل النفور من الأسف يؤثر بشكل إيجابي، بينما يوجد تأثير سلبي لعامل النفور من الخسارة على الأداء الإستثماري. وأخيرا

توصلت الدراسة إلى أن المستثمرين الأفراد لا يتصرفون بعقلانية طوال الوقت عند إتخاذ قرارات الإستثمار وهو ما يؤكد وجود تحيزات سيكولوجية في أوساط المستثمرين الأفراد في سوق سريلانكا للأوراق المالية.

5. دراسة (Sadiq & Ishaq, 2014) بعنوان :

The Effect of Demographic Factors on the Behavior of Investors during the Choice of Investment: Evidence from Twin Cities of Pakistan

" تأثير العوامل الديموغرافية على سلوك المستثمرين عند إختيار الإستثمار : أدلة من المدن التوأم في باكستان "

هدفت الدراسة لدراسة تأثير العوامل الديموغرافية (السن، الجنس، التعليم، معرفة الإستثمار، تجربة الإستثمار، المهنة، الحالة الاجتماعية، مستوى الدخل، وحجم العائلة) للمستثمرين على قراراتهم الإستثمارية، والبحث عن طبيعة الارتباط بين هذه العوامل الديموغرافية ومستوى تحمل المستثمر للمخاطر. تم جمع البيانات من خلال إجراء إستبيان منظم يحتوي على أسئلة مفتوحة ومغلقة. تم توزيعه على شريحة من المستثمرين في مدينتي (Rawalpindi and Islamabad) روالبندي وإسلام آباد في باكستان. وتكونت العينة الكلية من 100 مستثمر بين الذكور والإناث من مختلف المهن، مستويات الدخل، سن المستثمرين، والمستويات التعليمية. وقد أخذت المخاطر كمتغير تابع بينما العوامل الديموغرافية كمتغيرات مستقلة تم إختبارها بشكل فردي فيما يتعلق بالمخاطرة لدى المستثمرين، ومن أجل التحقق إحصائياً من النتائج تم إستخدام إختبار كاي مربع و إختبار الارتباط.

أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير كبير للعوامل الديموغرافية كالسن، المؤهل العلمي، مستوى الدخل، والمعرفة والخبرة الإستثمارية على سلوك المستثمرين. وخلصت أيضا إلى وجود إرتباط بين الخصائص الديموغرافية للمستثمرين ومستوى تحمل المخاطر. إذ توجد علاقة إيجابية بين المؤهل العلمي للمستثمر، مستوى الدخل، والمعرفة والخبرة الإستثمارية وقدرتها على تحمل المخاطر أثناء إختيار الإستثمار. وعلاقة سلبية بين سن المستثمر ومستوى تحمل المخاطر، حيث أن كبر سن المستثمر إلى حد معين يؤدي إلى تأثير سلبي على سلوك المستثمرين في التعامل مع المخاطر. في حين أن العوامل الديموغرافية الأخرى ؛ جنس المستثمر، الحالة الاجتماعية، المهنة، وحجم العائلة ليس لها تأثير على سلوك المستثمرين. وقد أفادت نتائج هذه الدراسة المسيرين في تقديم المشورة لعملائهم حول أفضل مجال للإستثمار ومستوى المخاطر المصاحبة له وفقا لسماتهم الديموغرافية.

6. دراسة (Naoui & Khaled, 2010) بعنوان :

Apport De La Finance Comportementale A L'explication De La Volatilite Excessive Des Prix Des Actifs Financiers

" مساهمة المالية السلوكية في تفسير التقلبات المفرطة في أسعار الأصول المالية "

سعت هذه الدراسة لتحديد مساهمة المالية السلوكية في تفسير التقلبات المفرطة في أسعار الأسهم نتيجة ثقة المستثمرين المفرطة في قراراتهم الإستثمارية والسلوكيات الجريئة (سلوك القطيع). وقد تضمنت الدراسة خطوتين ؛ الأولى هي إختبار وجود تقلب مفرط محتمل في سوق الأوراق المالية التونسية، والثانية هي تحديد مساهمة بعض الظواهر السلوكية - سلوك الثقة المفرطة - في تفسير هذا التقلب المفرط. ولتحقيق هذا الهدف إشتملت الدراسة التجريبية على عينتين من الشركات المدرجة في سوق تونس للأوراق المالية (BVMT) ؛ تشمل العينة الأولى - المستخدمة لإختبار ظاهرة التقلب المفرط - ملاحظات 12 شركة خلال الفترة 1997 - 2008. بحيث تتطلب الملاحظات السنوية في إختبار التقلب إستخدام أرباح الأسهم التي يتم دفعها سنويًا. العينة الثانية - المستخدمة لتحليل جوانب معينة من المالية السلوكية - تتكون من الملاحظات اليومية (سعر الإغلاق، عدد الأسهم المتداولة) لـ 20 شركة خلال الفترة جانفي 2006 - ديسمبر 2008.

وقد توصلت نتائجها من خلال تطبيق إختبار حد التباين، أنواع الانحرافات التقاطعية، ونماذج عدم التماثل ARMA-EGARCH إلى وجود تأثير إيجابي للعوائد السابقة على حجم المعاملات المستقبلية وفقا لفرضية الثقة المفرطة من خلال تحيز الإسناد الذاتي. بالإضافة إلى أن المستثمرين التونسيين في المدى القصير يعتمدون على ثقتهم في قراراتهم الإستثمارية. أيضا بالإضافة إلى ذلك تشير الأهمية الإيجابية لمعامل القيمة المطلقة لعائد السوق إلى أن تشتت العوائد يزداد مع القيمة المطلقة للسوق، وهو ما يتوافق مع النماذج العقلانية لتقييم الأصول المالية حيث من المفترض أن يتبع المستثمرين معلوماتهم الخاصة. والانحراف المعياري لأسعار الأسهم يتجاوز السعر المنطقي السابق، أي أن الأسعار الحقيقية تتقلب على نطاق واسع مقارنة بالأسعار المنطقية. وبالتالي فإن أسعار الأسهم في السوق التونسية متقلبة بشكل مفرط بالنسبة إلى قيمها الأساسية. إن تحيز الثقة المفرطة موجود بالفعل لدى المستثمرين في سوق تونس للأوراق المالية BVMT وهو ما يعني وجود علاقة متزامنة بين حجم المعاملات الناتجة عن تداولات المستثمرين الذين يثقون في أنفسهم، والتقلب المشروط لعوائد السوق. من ناحية أخرى يتم رفض تأثير عدم التناسق على الصدمات التي تؤثر على العوائد الشرطية للسوق، لان افتراض عدم التناسق بأن تأثير الصدمة السلبية على تقلبات العوائد يزيد أكثر من تقلبات عوائد الصدمة الإيجابية. وفي الأخير أشارت النتائج أيضا إلى أن المستثمرين لا يتبعون الرأي العام للسوق خلال فترات التقلبات الحادة، وبالتالي غياب سلوك التقليد (سلوك القطيع) في السوق التونسية.

7. دراسة (Arora & Kumari, 2015) بعنوان :

Risk Taking In Financial Decisions As A Function Of Age, Gender: Mediating Role Of Loss Aversion And Regret

" المخاطرة في إتخاذ القرارات المالية كدالة للسن والجنس : النفور من الخسارة والنفور من الأسف كمتغيرات وسيطية "

هدفت هذه الدراسة إلى إثبات تأثير السن والجنس على قدرة المستثمرين على تحمل المخاطرة في إتخاذ قراراتهم المالية من خلال التحيزات السلوكية ؛ النفور من الخسارة والنفور من الاسف. ولتحقيق هذا الهدف إشتملت الدراسة التجريبية على 450 مستثمر من الجزء الشمالي للهند، منهم 372 ذكور و93 إناث، للفئتين العمريتين 25-40 سنة و 41-55 سنة. كانت المجموعة المستهدفة المهنيين من مختلف الشركات المالية، رجال الأعمال، والمعلمين. وقد تم المسح بين موظفين وعملاء مختلف الشركات المالية وغير المالية، حيث تم الاتصال بالمستثمرين بشكل شخصي وتم إجراء الإختبار بشكل فردي. لفهم العلاقة بين متغيرات الدراسة المستقلة (السن والجنس) والتابعة (النفور من الخسارة، النفور من الأسف، وتحمل المخاطر) تم تحليل البيانات بإستخدام برنامج SPSS²¹ و AMOS²⁰.

وقد توصلت نتائجها إلى أن المستثمرين الأفراد الذين تتراوح أعمارهم بين 41-55 عاما يندمون أكثر مقارنة بأفراد الفئة العمرية 25-40 عامًا. وأيضاً الأفراد ذي الفئة العمرية 41-55 سنة يظهرون المزيد من النفور من الخسارة مقارنة بالأفراد الذين تتراوح أعمارهم بين 25-40 عاما. ورجحت ذلك كون المستثمرين الأكبر سناً لديهم فرصة زمنية أقل للتعافي من الخسائر. بالإضافة إلى عدم توفر دخل كافي ليخسروه وعليهم الادخار من أجل تقاعدهم. أي أنه تزيد نسبة نفور المستثمرين من الخسارة والاسف مع تقدم السن. وعليه فإن ميل المستثمرين الأفراد الأكبر سناً إلى النفور من الخسارة والاسف يجعلهم يتحملون مخاطر أقل في إستثماراتهم. أما بالنسبة للجنس تميل الإناث أكثر إلى النفور من الخسارة والاسف مقارنة بالذكور، وأيضاً تتخذ الإناث خيارات أقل خطورة في إستثمارتهن مقارنة بالذكور. وفي الأخير أكدت النتائج الرئيسية لنموذج التحليل المقترح بأن التحيزات السلوكية ؛ النفور من الخسارة والنفور من الأسف يؤثران بشكل كبير على قدرة المستثمرين على تحمل المخاطرة، وأيضاً هما بمثابة عوامل وسيطية تؤثر على العلاقة بين السن والجنس وقدرة المستثمرين الأفراد على تحمل المخاطرة.

8. دراسة (Apartsin , Maymona, Cohen , & Singer, 2013) بعنوان :

Nationality and risk attitude: Testing differences and similarities of investors' behavior in selected financial markets

"الجنسية وسلوك المخاطرة : إختبار أوجه التشابه و الإختلاف في سلوك المستثمرين في أسواق مالية مختارة"

عرضت هذه الدراسة الإختلافات بين الثقافات المتسبب في الإختلافات في مؤشرات الأسهم في العديد من أسواق الأوراق المالية الوطنية، لتحديد أربعة أنماط أساسية شاملة لسلوك أسواق الأسهم تتمثل في ظروف السوق. وقد قامت الدراسة بتطبيق التحليل على خمس أسواق وطنية كبرى ؛ مؤشرات أسواق الأوراق المالية لـ (Nasdaq و Dax و Nikkei 225 و Ftse 100 و Dow-Jones). جمعت البيانات لفترة طويلة ؛ خمس سنوات إذ تم تقويم يومي لأسعار الإغلاق لخمسة مؤشرات وطنية لأسواق الأوراق المالية من حوالي 12000 نقطة بيانات لكل مؤشر من أجل تجنب تحيز التبعية بين أسواق الأوراق المالية المختلفة، وتحييز مختلف العوامل التي تؤثر على أسواق الأوراق المالية المختلفة في وقت معين. إبتعدت الدراسة عن دراسة السلوك المترامن لهذه الأسواق، و إختارت دراسة السلوك في ظل ظروف السوق المماثلة، لذلك تم تقسيم سجلات كل مؤشر إلى إتجاهات تقابل كل شهر تقويمي بمتوسط 20 يوم تداول. لتحقيق أهداف الدراسة وإختبار أوجه التشابه والإختلاف في سلوك المستثمرين في مختلف أسواق الأوراق المالية تم تطبيق تقنية تصنيف (Support Vector Machine (SVM).

توصلت النتائج إلى تحقيق درجة جيدة من الفصل في تحركات السوق (الصعود والهبوط) أثناء إجراء التصنيف داخل أربع مجموعات والتي تتوافق بشكل حدسي مع سيناريو المخاطرة العالية (التغير المفاجئ في اتجاه السوق). يتميز مؤشر Dow-Jones و Nikkei 225 بدرجة إنفصال جيدة بين جميع الفئات، مما يشير إلى درجة كبيرة من الإختلاف في سلوك المخاطرة بسبب الإختلاف في الثقافات بين المستثمرين اليابانيين والمستثمرين الأمريكيين. يتميز مؤشر Dax الألماني أيضًا بدرجة جيدة من الانفصال عن المؤشر الياباني رغم أنه أقل من المؤشر الأمريكي. وفي الأخير تمكنت الدراسة من تحديد أربعة أنماط أساسية تميزت بها المؤشرات الشهرية للأسواق الخمسة. وأثبتت أن البيانات تحتوي على معلومات كافية للتمييز بين مختلف حالات أسواق الأوراق المالية. وأظهرت درجة جيدة في الفصل بين سلوكيات المستثمرين في أسواق الأسهم المختارة، أي أن المستثمرين في مختلف الأسواق المالية الوطنية يتفاعلون بشكل مختلف رغم أنهم يواجهون نفس ظروف السوق، بينما يتصرف المستثمرين في السوق الأمريكية الوطنيات Dow-Jones و NASDAQ بشكل متماثل. وهو ما يدل على أن الإختلافات في جنسيات المستثمرين تعطي مواقف مختلفة إتجاه المخاطرة أو تصورات مختلفة للمخاطر المرتبطة بتحركات السوق. بالإضافة إلى تحديد ظروف السوق المماثلة أي مواجهة المستثمرين لنفس ظروف السوق.

9. دراسة (Onsomu, 2014) بعنوان :

The Impact Of Behavioral Biases On Investor Decisions In Kenya: Male Vs Female

" تأثير التحيزات السلوكية على قرارات الاستثمار في كينيا : الذكور مقابل الإناث "

تسعى هذه الدراسة إلى تحديد التحيزات السلوكية التي تؤثر على المستثمرين الأفراد في سوق نيروبي للأوراق المالية. بالإضافة إلى ذلك التحقيق في العلاقة بين عامل جنس المستثمر وهذه التحيزات السلوكية. وستركز هذه الدراسة على خمسة تحيزات سلوكية ؛ الثقة المفرطة، تأثير التصرف، تحيز الاستدلال التمثيلي، التحيز التأكيدي (تحيز المعتقدات الراسخة)، تحيز توافر الاستدلال وهو الاختصار العقلي الذي يعتمد على أحدث المعلومات مما يجعل الآراء الجديدة متحيزة نحو آخر الأخبار. لتحقيق أهداف الدراسة تم جمع البيانات بإستقصاء جميع المستثمرين الأفراد في سوق كينيا للأوراق المالية والذين يقطنون في مقاطعة مومباسا في كينيا. وقد تم إستخدام تقنية أخذ العينات العشوائية حيث استجاب ما مجموعه 58 مستثمر بنسبة 69% ذكور و 31% إناث. بحيث تم الإستقصاء خلال الفترة من جانفي إلى مارس 2014. تم تحليل البيانات التي تم جمعها بإستخدام الإحصاءات الوصفية وإختبار بيرسون وتوزيع كاي مربع لتحليل العلاقة بين عامل جنس المستثمر والتحيزات السلوكية.

وأظهرت نتائج الدراسة أن المستثمرين يتأثرون بتحيز الاستدلال التمثيلي، التحيز التأكيدي، تحيز توافر الاستدلال، وتأثير التصرف، غير أن تحيز الثقة المفرطة ليس له تأثير كبير لأنه لم يؤثر الا في نسبة تقل عن 50% من المستثمرين. بالإضافة إلى عدم وجود إرتباط كبير بين تحيز الاستدلال التمثيلي، التحيز التأكيدي، تحيز توافر الاستدلال، وتأثير التصرف، تحيز الثقة المفرطة وعامل الجنس، ذلك لأن قيم معامل بيرسون P التي تم الحصول عليها كانت أكبر من 5%.

III. الدراسات المتعلقة بالجوانب المعلوماتية للمستثمرين :

على غرار الدراسات السابقة التي تناولت موضوع سلوكيات المستثمرين، إتجهت مجموعة أخرى إلى التركيز و / أو عرض بعض المفاهيم المتعلقة بالجوانب المحيطة بالمستثمرين والتي يمكنها أن تؤثر على سلوكياتهم عند إتخاذ القرار. وقد خصت هذه الدراسات حصول المستثمر على المعلومات المالية، المشورة والتوصيات من الوسطاء والأصدقاء وأفراد العائلة أو من خلال أخبار وسائل الإعلام.

1. دراسة (شموط، 2010) بعنوان :

" العوامل المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد في سوق عمان المالي "

إستهدفت الدراسة العوامل المحددة في إتخاذ القرارات الإستثمارية للمستثمرين الأفراد في سوق عمان المالي - الأردن. وكذلك البحث عن مدى تأثير عدد من الخصائص الديمغرافية والتعرف على الدوافع المحركة لاتجاهاته مثل المؤهل العلمي والسن والجنس والمهنة والجنسية، وعدد من الخصائص الوظيفية على هذه العوامل. وأيضاً تحديد التأثير النسبي لتلك المتغيرات مما يمكن من تفسير الأسباب ووضع إستراتيجية تهدف إلى زيادة إقبالهم وتعاملهم في سوق عمان المالي. تم مسح عينة عشوائية طبقية تناسبية من المستثمرين تم التعرف عليهم بواسطة الوسطاء الماليين، بلغت العينة 120 مستثمر وزعت عليهم الإستبيانات وتم استرداد 84 إستبيان.

أظهرت النتائج أنه لا يوجد تأثير للمؤهل العلمي ولا لمهنة المستثمر على القرارات الإستثمارية. يشعر المستثمر الذين أعمارهم متقدمة بأهمية المحور الإعلامي والمحور القانوني والتشريعي وهذا يعزى إلى وجود اقتناع من الذين أعمارهم متدنية في تدني كمية المعلومات التي يتم نشرها وفي توقيت نشر التقارير المالية السنوية وذلك نظراً لخبرتهم الواسعة في الإستثمار في السوق المالي. أما بالنسبة لعامل الجنس فإن جنس الإناث يشعرون بأهمية جميع المحاور أكثر من جنس الذكور باستثناء المحور الإعلامي والمستثمرين الذين لديهم خبرة أكثر من ثلاث سنوات يشعرون بأهمية المحور الإعلامي، بينما يشعر المستثمرين الذين عدد سنوات خبرتهم 5 سنوات فأكثر بأهمية المحور الاقتصادي. ويرجع السبب إلى أن الذين لديهم خبرة يتابعون دائماً أخبار سوق الأوراق المالية ويطلعون على النشرات والتقارير وكافة المعلومات التي تنشر عن سوق الأوراق المالية.

2. دراسة (Jains & Dashora, 2012) بعنوان :

A Study On Impact Of Market Movements On Investment Decision "An Empirical Analysis With Respect To Investors In Udaipur, Rajasthan"

" دراسة تأثير تحركات السوق على قرار الإستثمار : تحليل تجريبي للمستثمرين في أودايبور وراجستان "

جاءت هذه الدراسة بهدف تحديد عوامل إتخاذ القرار التي تؤثر في حركة سوق الأوراق المالية الهندية وأيضاً لدراسة التصورات، الأفضليات، الإستراتيجيات وسلوك الإستثمار الذي يتيح للمستثمر أن يكون حذراً. أين تم تحليل مدى عقلانية المستثمرين بإستخدام مجموعة من المتغيرات تمثلت في ؛ إختلاف توقعات السوق، إعلانات توزيعات الأرباح، توزيعات الأرباح (نقدية أو في شكل أسهم)، وأثر سن المستثمر، مستويات الدخل، الوظيفة، والمعلومات الأخرى ذات الصلة بالسوق على القرارات الإستثمارية للمستثمرين. وقد تم مسح وتوزيع 110 إستبانة على مجموعة من المستثمرين في السوق الهندية خلال الفترة من سبتمبر 2011 إلى جانفي 2012.

وقد توصلت الدراسة إلى أن المستثمرين يفضلون الإستثمار في كل من أدوات السوق الأولية والثانوية. ومعظم القرارات عقلانية وتتأثر بمختلف المعلومات المتاحة في السوق. ووجد أيضاً أن المستثمرين يفضلون الانتظار والإطلاع على السياسات الموجودة في السوق لإتخاذ قراراتهم، ويمتازون بالحذر الشديد، وتتأثر قراراتهم بمختلف العوامل السيكولوجية والأبعاد السلوكية.

3. دراسة (Lee, Wang, Kao, Chen, & Zhu, 2011) بعنوان :

" The Investment Behavior, Decision Factors and Their Effects Toward Investment Performance in the Taiwan Stock Market"

" سلوك الإستثمار وعوامل القرار وآثارها على أداء الإستثمار في سوق الأوراق المالية في تايوان "

في سياق هذه الدراسة تم فحص تأثير السلوك الإستثماري وعوامل إتخاذ القرار على الأداء في سوق الأوراق المالية في تايوان. وإفترضت الدراسة أنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين السلوك الإستثماري وعوامل إتخاذ القرار وتوقعات السوق. ولغرض أخذ عينة تم مسح 200 مستثمر وأرسلت لهم إستبيانات وأعيدت منها 191 إستبيان ورفض منها واحدة فكانت العينة مكونة من 190 إستبانة بمعدل 95%. إستخدم الباحث البرنامج الإحصائي SPSS لمعالجة البيانات بإستخدام التحليل الإحصائي لجدول التوزيع التكراري وإختبار التباين الأحادي . ANOVA

وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود إختلافات كبيرة بين قرارات المستثمرين وفقاً للأصول التي يملكونها وإختبار السوق. ومن جهة أخرى إلى عدم وجود إختلافات كبيرة بين المتغيرات الديمغرافية ؛ الجنس، العمر، الحالة

الاجتماعية، مستوى التعليم، الوظيفة، مستوى الدخل، ومتوسط كمية الإستثمار الفصلي. والمستثمرين الذين يملكون مستويات مختلفة من الأصول يفضلون - إلى حد كبير - إختيار السوق، وهذا يشير إلى أن المستثمرين يفضلون الإستثمار في الشركات الكبرى والتي تتمتع بمصداقية عالية، وإرتفاع معدل توزيعات أرباحها السنوية وإرتفاع في أسعار أسهمها أو مرتفعة المخاطر بعائد مرتفع.¹

4. دراسة (Park, Konana, Gu, Kumar, & Raghunathan, 2010) بعنوان :

“Confirmation Bias, Overconfidence, and Investment Performance: Evidence from Stock Message Boards ”

” إنحياز التأكيد، الثقة المفرطة، وأداء الإستثمار : دليل من لوحات رسائل الأسهم ”

سعت الدراسة إلى محاولة التعرف على كيفية تأثير المعلومات الواردة من المجتمعات الافتراضية على قرارات تداول المستثمرين وأداء الإستثمار في سوق الأوراق المالية في كوريا الجنوبية. تم توزيع 651 إستبانة خلال أسبوعين قام المستثمرين بالرد عليها، وقد رفض منها 149 إستبانة لأنها أعطت بيانات متفرقة وغير مكتملة إلى حد كبير، وتم إستخدام الإستبيانات الباقية في التحليل التجريبي للدراسة (502 إستبانة).

تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن المشاركة في المجتمعات الافتراضية يمكن أن يؤثر سلبا على سلوك صغار المستثمرين ومنها على أداء إستثماراتهم، لأنه من المحتمل أن تظهر تحيزات في معالجة المعلومات التي تم جمعها. ويستخدم المستثمرين المجتمعات الافتراضية (الانترنت) للحصول على معلومات تؤكد معتقداتهم السابقة. هذا التأكيد هو تحيز يقوي معتقداتهم السابقة ويجعلهم جد متفائلين فضلا عن الثقة المفرطة بالنفس، ويدفع هذا التأكيد المستثمرين إلى تشكيل سقف توقعات مرتفع حول أداء إستثماراتهم في الأسهم، إلا أن الأداء الفعلي لإستثماراتهم يعطي عوائد متدنية. وعموما تشير النتائج إلى أن المشاركة في المجتمعات الافتراضية يقوي ميول المستثمرين لارتكاب الأخطاء الإستثمارية والتي يمكن أن تؤدي إلى ضعف في أداء إستثماراتهم.

5. دراسة (Bennet, Selvam, Indhumathi, Ramkumar, & Karpagam, 2011) بعنوان:

Factors Influencing Retail Investors' Attitude Towards Investing In Equity Stocks: A Study In Tamil Nadu

" العوامل المؤثرة على مواقف وسلوكيات صغار المستثمرين إيجاب الإستثمار في الأسهم : دراسة حالة تاميل نادو "

هدفت هذه الدراسة لتوضيح العوامل التي تؤثر على مواقف وسلوكيات صغار المستثمرين نحو الإستثمار في الأسهم في سوق الأوراق المالية. تمثلت متغيرات الدراسة في 26 متغير تمثلت في ؛ خفض التكاليف من قبل الشركات، توزيعات الأرباح، التقدم التكنولوجي على مستوى الشركة، تحمل المستثمرين للمخاطر، عمليات الاندماج والاستحواذ في قطاع الشركات، أداء أسهم الإنترنت، الرضا عن الإستثمارات في حصص الأسهم، توفر أبحاث الشركات، سياسات الحكومة إيجاب الأعمال، معدل التضخم، أداء سوق الأوراق المالية الهندي، مستوى ثقة المستثمرين في الشركات، الطمع بين المستثمرين، قوة القطاع المالي، تركيز وسائل الإعلام على سوق الأوراق المالية، قوة الاقتصاد الهندي أمام البلدان الأخرى، الحصول على المعلومات، الحصول على الأدوات والتكنولوجيا، قصص المستثمرين الناجحين، فلسفة الثراء السريع، نسبة السعر إلى العائد، التداول عبر الإنترنت، الإستقرار السياسي، المعلومات المتاحة على شبكة الإنترنت، تصور المال السهل بين المستثمرين. تم إختيار هذه المتغيرات على أنها قد تؤثر على قيمة الأسهم. وقد تم جمع البيانات عن طريق مسح مفردات عينة من المستثمرين الأفراد في عشرة أماكن مختلفة في منطقة تاميل نادو في الهند خلال الفترة بين جويلية وأكتوبر 2010. بلغ حجم العينة 200 مستثمر تم إختيارهم عن طريق سمسرة الأوراق المالية، وقد تم الإعتماد على 188 إستبانة بعد أن تبين أن 12 منها قد أعطى معلومات غير كاملة وبالتالي لا يمكن إستخدامها للتحليل. وإختبار متغيرات الدراسة تم تحليل البيانات التي تم جمعها بالإحصاءات الوصفية وتقنية التحليل العاملي.

وبعد التأكد من أن البيانات المستخدمة في الدراسة تساعد على تحليل العوامل المؤثرة على مواقف المستثمرين بإستخدام إختبار Kaiser-Meyer-Olkin توصلت أيضا إلى أن المتغيرات مرتبطة بشكل كبير بالمستجيبين بإستخدام إختبار Bartlett's test of sphericity. أظهرت النتائج أنه من بين إجمالي 26 متغير يوجد خمسة عوامل لها تأثير كبير جدا على مواقف وسلوكيات صغار المستثمرين تمثلت في : قدرة المستثمرين على تحمل المخاطر، قوة الاقتصاد الهندي، تركيز وسائل الإعلام على سوق الأوراق المالية، الاستقرار السياسي، وسياسة الحكومة تجاه التداول. وأيضا يوجد أربعة عوامل أخرى لها تأثير ضعيف على مواقف صغار المستثمرين وهي : الإنجازات أو النجاحات السابقة للمستثمرين، فلسفة الثراء السريع، المعلومات المتاحة على الإنترنت، تخفيض التكاليف من قبل الشركات.

6. دراسة (Akhter & Ahmed, 2013) بعنوان :

Behavioral Aspects of Individual Investors for Investment in Bangladesh Stock Market

" الجوانب السلوكية للمستثمرين الأفراد للإستثمار في سوق بنغلاديش للأوراق المالية "

هدفت هذه الدراسة لوضع إطار حول الجوانب السلوكية للمستثمرين الأفراد عند الإستثمار في سوق الأوراق المالية، وهدفت أيضا إلى توضيح الوضع الحالي والاتجاه الأخير لسوق الأوراق المالية في بنغلاديش وتحديد المجالات التي ينبغي أن يؤكد عليها المستثمرين لتحقيق المزيد من الأرباح وتأمين الإستثمار. وقد اعتمدت الدراسة طرق البحث الكمية والنوعية، وجمع البيانات الأولية إتبعت تقنية أخذ العينات الملائمة فتم مسح مفردات عينة من 225 مستثمر تم إختيارهم - من مختلف شركات الوساطة التي تقع أساسا في مواقع مختلفة من مدينة دكا - بعناية لتشمل مجموعة متنوعة من المستثمرين من حيث الجنس، السن، دراية المستثمر بالسوق، الإحتراف والخبرة الإستثمارية وحجم الإستثمار. بالإضافة إلى القيام بإجراء مناقشات ومقابلات مع المخبرين الأساسيين لموظفي مختلف شركات الوساطة.

توصلت الدراسة إلى عدة نتائج ؛ في مجال المعلومات العامة وجد أن المستثمرين يملكون سنوات طويلة من الخبرة ومعظمهم يسعى لتحقيق مصلحته الشخصية إذ يقومون بالإستثمار لزيادة رؤوس أموالهم ويعتمدون إستراتيجية مختلطة في التمويل وكان أغلبهم من صغار المستثمرين من حيث رأس المال وهم على إستعداد للشراء في السوق الهبوطي. وغالبية المستثمرين مستثمرين في التداول ولم يرغبوا في الابتعاد عن الإستثمار. وقد جمعوا المعلومات من مصادر متعددة. في مجال صورة الشركة وجد أن أداء الأعمال، سمعة الشركة، وضع الشركة، الميول لمنتجات وخدمات الشركة، والمسؤولية الاجتماعية للشركة تؤثر على قرار المستثمر. كما يتأثر المستثمرين بعمليات الشركة الأخلاقية وأيضا يتأثر قرار المستثمر بشكل كبير بالمعلومات المحاسبية للشركة وأدائها الحالي والسابق. توصلت الدراسة أيضا إلى أن وسائل الإعلام لها دور حيوي في قرار الإستثمار الفردي إذ أن نسبة كبيرة من المستثمرين يتابعون المقالات المنشورة في الصحف اليومية بصورة منتظمة، والبرنامج التلفزيونية، بحيث يحصل المستثمرين على مشورة الخبراء من خلال البرامج الحوارية الإعلامية أو من خلال أخبار وسائل الإعلام. ويقومون بجمع المعلومات من الإنترنت، كما يتأثر قرار المستثمرين الأفراد بتوصيات الوسطاء والأصدقاء وأفراد العائلة، ظروف السوق، معقولة الاسعار وحركتها الإيجابية وأداءها الماضي.

7. دراسة (Engelberg & Parsons , 2011) بعنوان :

The Causal Impact of Media in Financial Markets

" التأثير السببي لوسائل الإعلام في الأسواق المالية "

جاءت هذه الدراسة لتوضيح مشكلة الفصل بين أثر وسائل الاعلام (التغطية الاعلامية) وأثر الأحداث التي يتم الإبلاغ عنها. وقامت الدراسة من خلال مقارنة الاحداث لمعرفة سلوكيات المستثمرين عند إعلان مختلف وسائل الاعلام عن نفس الأحداث الإعلامية، وذلك بتحليل تأثير وسائل الإعلام على ردود افعال المستثمرين بإستثناء ردود افعالهم على الأحداث الأساسية. إستهدفت الدراسة شريحة من المستثمرين في 19 سوق محلية لنفس الأحداث الإعلامية (الإعلان عن إصدارات أرباح شركات مؤشر S & P 500). حيث تم تسجيل 19 ملاحظة مميزة - عند كل إعلان للأرباح - تمثل حجم التداول المحلي في الأسواق الرئيسية في الولايات المتحدة، خلال الفترة جانفي 1991 إلى ديسمبر 1996 بالاستعانة بقاعدة بيانات سماسة الاوراق المالية. حيث تم رصد تصرفات حوالي 4000 مستثمر فرد، غير أن معظم هؤلاء المستثمرين ليسوا نشطين في يوم معين.

وقد أظهرت نتائج الدراسة أن وجود أو غياب التغطية الإعلامية المحلية يرتبط ارتباطاً قوياً بحجم التداول المحلي بعد متابعة الأرباح، بالإضافة إلى وجود ارتباط قوي بين التداول المحلي وتوقيت الاعلانات المحلية، وأيضاً وجود علاقة بين التغطية الإعلامية المحلية للشركات غير المحلية والتداول المحلي. والشركات قليلة التداول من قبل المستثمرين في السوق المحلية.

8. دراسة (Peress, 2011) بعنوان :

The Impact of the Media in Financial Markets: Evidence from Newspaper Strikes

" تأثير وسائل الإعلام في الأسواق المالية : أدلة من إضرابات الصحف "

جاءت هذه الدراسة لقياس الأثر السببي لوسائل الإعلام في نشاط أسواق الأوراق المالية بالتحديد على حجم التداول وعوائد الأسهم وتقلبات الاسعار، وقد قامت الدراسة خلال فترة إنقطاع التيار الخارجي لوسائل الإعلام نتيجة لإضرابات الصحف الوطنية في العديد من البلدان. تم جمع البيانات بالتركيز على الإضرابات الوطنية التي تؤثر في عدد كبير من الصحف، حيث تم تتبع هذه الأحداث عبر أربعة بلدان أعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وهي: فرنسا، اليونان، إيطاليا، والنرويج خلال الفترة 1989-2010. ولصعوبة الحصول على بيانات مفصلة تم الاستعانة بمركز للمعلومات يحوي عدد كبير من المصادر حول العالم لإضرابات الصحف الوطنية خلال فترة الدراسة، وقد وجدت الاضرابات التي تلبى إحتياجات الدراسة تتركز في الأربعة بلدان سالفة الذكر. وقد تم إعتقاد الإضرابات التي تخص قطاع الإعلام فقط و إستبعاد الاضرابات التي تحدث في الايام التي تكون فيها الاسواق

مغلقة، كإضرابات الصحفيين يوم الجمعة التي توقفت الصحف عن الصدور يوم السبت. وفي الاخير تم الحصول على 52 إضراب لصحف وطنية مؤهلة حيث بلغ مجموع أيام الإضراب 88 يوما.

أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن وسائل الإعلام تؤثر على سلوك تداول المستثمرين لكنها لا تؤثر على عوائد الأسهم - وهي تدعم النظريات التي تنتشر فيها المعلومات تدريجيا بين أوساط المستثمرين بفضل وسائل الإعلام، ولكنها تنعكس مباشرة في أسعار الأسهم نتيجة لتداول المراجحين - وهو ما يعني أن وسائل الإعلام ليست ضرورية للكفاءة المعلوماتية لأسعار الأسهم، على الرغم من أنها تلعب دورا هاما في نشر المعلومات بين المستثمرين.

المبحث الثاني : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة :

بعد عرض مختلف الدراسات التي تناولت الموضوع من إحدى زواياه وجزيئاته، سوف نقوم بمناقشة وتقييم محتواها وكذا إبراز الفرق بينها وبين الدراسة الحالية، وفي الأخير تقديم ملخص للعوامل السلوكية التي تؤثر على سلوكيات صغار المستثمرين في هذه الدراسة.

IV. مناقشة وتقييم الدراسات السابقة :

بعد التطرق إلى الدراسات التي عالجت موضوع سلوكيات المستثمرين المؤثرة على القرارات الإستثمارية لآبد من التأكيد على النتائج والقيم المضافة التي خلصت إليها الدراسات السابقة. ومن خلال تلك النتائج والآفاق تم فتح المجال أمام الدراسة الحالية من أجل إبراز جانب مهم ربما غاب أو لم يتم التركيز عليه في الدراسات السابقة. ومن بين أهم التصورات والنتائج التي خلصت إليها الدراسات السابقة و أعتبرت كمنطلق للدراسة الحالية مايلي :

- قدمت مجمل الدراسات السابقة رؤية تفسيرية للسلوك ولأهمية معنويات المستثمرين في تفسير عمليات التداول، بالإضافة لتوصل بعضها إلى أنه لا يهدف المستثمرين لتحقيق عوائد غير عادية من خلال الإستثمار في سوق الأوراق المالية.

- من حيث نوع الدراسة كانت كل الدراسات ميدانية حيث إعتد أغلبها على الإستبيان كأداة لجمع البيانات الأولية بينما تباين حجم العينة من دراسة لأخرى حيث كان أصغرها 42 مفردة. أما بالنسبة لأدوات التحليل الاحصائي المستعملة في الدراسات فمعظمها إستعان بالبرنامج الاحصائي SPSS و AMOS لاجل تحليل أكثر تعمقا. بإستثناء دراسات (Peress, 2011) ، (Naoui & Khaled, 2010) ، (Apartsin , ، (Maymona, Cohen , & Singer, 2013) ، (Engelberg & Parsons , 2011) التي قامت بدراسات إختبارية إعتمادا على ملاحظات لمؤشر الأسعار وحجم التداول.

- توصلت غالبية الدراسات إلى أن المستثمرين الأفراد لا يتصرفون بعقلانية طوال الوقت عند إتخاذ قرارات الإستثمار، وهو ما يؤكد تأثير قراراتهم بمختلف العوامل السيكولوجية والأبعاد السلوكية. غير أن هذا لا ينفي أن بعض القرارات عقلانية وتتأثر بمختلف المعلومات المتاحة في السوق، لإمتياز المستثمرين بالحذر الشديد. (Jains & Dashora, 2012)
 - قدمت الدراسات السابقة نظرة ثاقبة عن عدم تجانس قرارات المستثمرين، وعليه حاولت تلخيص الآليات التي تتم بها كيفية تأثير العوامل الديمغرافية والقدرات الفردية على قرارات الإستثمار. حيث تم النظر في تحليل وسطي لفهم تعقيدات العلاقة بين العوامل الديمغرافية والتحيزات السلوكية وقدرة المستثمرين على إتخاذ قراراتهم الإستثمارية.
 - إهتمت أغلب الدراسات السابقة بعامل المخاطرة كونه العامل الرئيسي الذي يوجه قرار الإستثمار، فغالبية المستثمرين يستثمرون لأجل النمو والحصول على إيرادات إضافية، وعليه فإن غالبية المستثمرين يعملون على تجنب المخاطرة.
 - تشير مراجعة الدراسات السابقة إلى أن عوامل إتخاذ قرار إختيار الأسهم لا تختلف باختلاف الخصائص الديموغرافية للمستثمرين الأفراد فقط، بل وأيضًا باختلاف المناطق والفترات الزمنية التي أجريت فيها الدراسات التجريبية.
 - ساهمت هذه الدراسات وغيرها من الدراسات بشكل كبير في الأدبيات المتعلقة بقرار إختيار الأسهم، لكن نتائجها قد لا تنطبق أو تكون مفيدة في الدول العربية بسبب إختلاف التركيبة الثقافية والسياسية والاقتصادية.
- V. مايميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة :**
- إنطلقت الدراسة الحالية من نتائج وتصورات الدراسات السابقة والتي كانت قاعدة أساسية إتضح من خلالها منهج وإطار الدراسة الحالية، والتي يمكن من خلالها أيضا توقع النتائج التي يمكن الحصول عليها بصياغة فرضيات الدراسة. وعليه تعد الدراسة الحالية محاولة لإيجاد التحيزات السلوكية التي قد تؤثر على سلوكيات المستثمرين ومنه تحديد أو تفسير التغيرات التي تحدث والمؤثرة على قرارات صغار المستثمرين. وتتميز الدراسة الحالية عن سابقتها فيمايلي :
 - تتميز الدراسة الحالية عن سابقتها في شريحة الفئة المستهدفة من المستثمرين، حيث اهتمت بفئة صغار المستثمرين من الأفراد والشركات الصغيرة على حد سواء، بخلاف الدراسات الأخرى التي إهتمت بعضها بالمستثمرين الأفراد والبعض الآخر بالمستثمرين من الشركات.
 - تعد الدراسة الحالية من إحدى الدراسات القليلة جدًا للعوامل التي تؤثر على قرارات الإستثمار في الأسهم بإستخدام المالية السلوكية في الدول العربية.

- سعت الدراسة لأن تكون أكثر تعمقا بمجموعة واسعة من العوامل السلوكية لتقييم آثارها على صغار المستثمرين في الأسواق العربية. بينما تنظر الدراسات السابقة فقط في تأثيرات بعض الأبعاد المحدودة للعوامل السلوكية ، كدراسات (Gunathilaka, 2014) ، (Kourtidis, Sevic, & Chatzoglou, 2011) ، (Menike, ، (Engelberg & Parsons , 2011) ، Luong & Thi Thu Ha, 2011) (Arora & ، (Naoui & Khaled, 2010) ، Dunusinghe, & Ranasinghe, 2015) (Kumari, 2015) ، (Onsomu, 2014) التي تركز بشكل رئيسي على سلوك القطيع، الثقة المفرطة، النفور من الخسارة والأسف، التوصيات، المعتقدات الدينية، ووسائل الإعلام ... إلخ.
 - تسعى الدراسة لتطبيق التمويل السلوكي لرصد تصرفات وسلوكيات المستثمرين في الأسواق العربية والناشئة وبالتالي تطويرها وتحسينها لترقى الأسواق إلى مستوى الأسواق المتقدمة.
 - تقدم هذه الدراسة عن سابقاتها مبادئ توجيهية قابلة للتطبيق للمستثمر أو للشخص الذي يريد أن يكون له نظرة ثاقبة في الموضوع، بالإضافة إلى توفير أدلة أخرى على العوامل السلوكية المؤثرة على قرار الإستثمار في الدول العربية.
 - تناولت هذه الدراسة العوامل التي يبدو أن لها أكبر قدر من التأثير على قرارات المستثمرين الفردية للأوراق المالية، ولم تشمل فقط العوامل التي بحثتها الدراسات السابقة والمستمدة من نظريات المالية السلوكية، بل أدخلت عوامل إضافية تم طرحها خلال المقابلات الشخصية والتي تبين أن لها تأثير واضح على القرارات الإستثمارية للمستثمرين في تونس.
 - صياغة نموذج مفاهيمي لاستكشاف المسار وكيف تتأثر قرارات المستثمرين من خلال التحيزات السلوكية، بحيث تعتبر العوامل الديمغرافية سوابق ومتغيرات وسيطية للتحيزات السلوكية عند إتخاذ القرارات الإستثمارية للمستثمرين.
- VI. العوامل السلوكية التي تؤثر على سلوكيات صغار المستثمرين في هذه الدراسة :**
- قسمت العوامل السلوكية التي تؤثر على سلوكيات صغار المستثمرين ومنه على عملية إتخاذ القرار في هذه الدراسة إلى أربع مجموعات : العوامل المتعلقة بالجوانب السيكلوجية، العوامل المتعلقة بالتفاعلات الإجتماعية والقيم الشخصية للمستثمر، العوامل المتعلقة بالجوانب المعلوماتية، العوامل المتعلقة بالاحتياجات المالية الشخصية، وسيتم عرضها في الجدول التالي :

الجدول رقم (1-2) : العوامل السلوكية التي تؤثر على عملية إتخاذ القرار الإستثماري		
سلوك القطيع	الأهداف والرغبات	العوامل المتعلقة بالجوانب السيكولوجية
ظروف السوق	الثقة المفرطة	
التفاؤل المفرط	النفور من المخاطرة	
تأثير الاستدلال	النفور من الخسارة	
تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه	النفور من الآسف	
الجوانب الاجتماعية	الجانب الديني	العوامل المتعلقة بالتفاعلات الاجتماعية والقيم الشخصية للمستثمر
	الجانب الاخلاقي	
وسائل الاعلام	المشورة والتوصية	العوامل المتعلقة بالجوانب المعلوماتية
	المعلومات المالية	
الإحتياجات المالية الشخصية		العوامل المتعلقة بالإحتياجات المالية الشخصية
المصدر : من إعداد الطالبة		

تعكس هذه المجموعات صورة واسعة للعوامل السلوكية التي يمكن أن تؤثر على قرارات المستثمرين في أسواق الأوراق المالية. لذلك يمكن إستخدامها من أجل التعرف على تصرفات وسلوكيات المستثمرين عند تداول الأوراق المالية في مختلف الأسواق، بغض النظر عن ما إذا كانت السوق المالية ناشئة أو متقدمة.

خلاصة

كما ذكرنا سابقا في مراجعة الدراسات السابقة أعلاه، لا شك في أن العوامل السلوكية تؤثر على قرارات الاستثمار للمستثمرين الأفراد في أسواق الأوراق المالية. وقد حاولت تلخيص الآليات التي تتم بها كيفية تأثير العوامل الديمغرافية والقدرات الفردية على قرارات الاستثمار. حيث تم النظر في تحليل وسطي لفهم تعقيدات العلاقة بين العوامل الديمغرافية والتحيزات السلوكية وقدرة المستثمرين على إتخاذ قراراتهم الإستثمارية.

إنطلقت الدراسة الحالية من تصورات الدراسات السابقة والتي كانت قاعدة أساسية إتضح من خلالها إطار الدراسة الحالية. وعليه تبحث الدراسة الحالية في تأثير ومستويات تأثير المتغيرات السلوكية على قرارات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية ؛ السوق التونسية والسوق الإماراتية (دبي) ومنه تحديد أو تفسير التغيرات التي تحدث والمؤثرة على قرارات صغار المستثمرين. وهو ما سيتم التطرق إليه في الفصل الثالث.

الفصل الثالث

تحليل سلوكيات صغار

المستثمرين في أسواق

الأوراق المالية العربية

تمهيد

بعد التطرق إلى أسس المالية السلوكية وسلوكيات المستثمرين في عملية إتخاذ القرارات الإستثمارية، وكذا العوامل السلوكية المؤثرة أو المحددة لإتجاهات سلوكيات المستثمرين في أسواق الأوراق المالية والتي ترتبط بدورها بنفسية أو سيكولوجية المستثمرين في إتخاذ القرار. جاء هذا الفصل لتحليل ومناقشة الجوانب التطبيقية لهذه الدراسة من أجل معرفة تأثير ومستويات تأثير العوامل السلوكية على سلوكيات صغار المستثمرين، والتأكد من وجود فروق جوهرية فيما بينهم في إنتهاج سلوكياتهم الإستثمارية في أسواق الأوراق المالية العربية، وذلك بدراسة عينة من صغار المستثمرين في سوق تونس وسوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة 2018-2019.

حيث سيتم التطرق في هذا الفصل إلى المنهجية المستخدمة في الدراسة وذلك في المبحث الأول ؛ طريقة جمع البيانات، الاستراتيجية المتبعة في الدراسة، الإعتبارات الأخلاقية، مجتمع وعينة الدراسة، خصائص عينة الدراسة. حيث سيتم وصف خلفية البيانات للحصول على نظرة عامة على العينة التي تم مسحها. وفي المبحث الثاني ؛ الأدوات المستخدمة في الدراسة بما فيها طريقة معالجة البيانات، تصميم أداة القياس، إختبار ثبات وصدق أداة القياس. بينما ضم المبحث الثالث لهذا الفصل عرض ومناقشة نتائج الدراسة أين يتم تحليل نتائج تحليل العوامل ومن خلال تحليل البيانات يتم إختبار فرضيات الدراسة.

المبحث الاول : المنهجية المستخدمة في الدراسة :

تتمثل البيانات والمعلومات المستخدمة في دراسة العوامل السلوكية التي تؤثر على سلوكيات المستثمرين ؛ في إستقصاء آراء صغار المستثمرين في سوق تونس وسوق دبي للأوراق المالية. وكذا تقارير المقابلات مع بعض المسؤولين في السوقين والتي يمكن القول بأنها تتمتع بمصدقية مقبولة. وقد تم التطرق في هذا المبحث إلى الإستراتيجية المتبعة في الدراسة، طريقة جمع البيانات، مجتمع الدراسة وعينتها، وكذا خصائص عينة الدراسة.

I. طريقة جمع البيانات :

تم تسليم الإستبيانات إلى شركات الوساطة وهي المسؤولة عن إرسالها للمستثمرين بشكل عشوائي. وأيضاً تم مقابلة بعض من صغار المستثمرين في سوق تونس للأوراق المالية في مقرات شركات الوساطة ؛ شركة المستشارين الماليين العرب AFC ،BEST Invest ،BIAT Capital ، شركة الإدارة والتمويل CGF ، شركاء رأس مال مينا MCP ،MAC sa ،Maxula Bourse ،التونسية للأوراق المالية Valeurs Tunisie والتي أختيرت وفقاً لما يناسب الباحثة، تم إختيار عينة عشوائية بسيطة من كل شركة وساطة ووزعت عليهم إستبيانات بشكل عشوائي لاستهداف إستبيان واحد على الأقل لكل منها. يساعد أخذ العينات العشوائية ضمان أن العينة تمثل كامل المجتمع المدروس، ولا تكون متحيزة أو منحازة إتجاه مجموعات معينة داخل المجتمع. أما في سوق دبي للأوراق المالية تم مقابلة صغار المستثمرين في غرفة التداول داخل مقر السوق.

لتحقيق هدف الدراسة من المستحسن أن يكون حجم العينة كبير نسبياً، إذ كلما كان حجم العينة أكبر كلما كانت أكثر تمثيلاً للمجتمع وبالتالي تكون النتيجة أكثر موثوقية. إلا أن حجم العينة يعتمد على الوقت والموارد المتاحة للباحثة. وعليه سعت الباحثة لدراسة 100 مستثمر على الأقل من أجل أن يكون العدد ملائماً للأساليب الإحصائية لأجل تحليل البيانات. لذلك تم إرسال 150 إستمارة إستبيان لصغار المستثمرين على أمل تلقي أكثر من 100 رد.

بالإضافة إلى جمع البيانات عن طريق الإستبيان تجرى مقابلات مع بعض المسؤولين في سوق تونس وسوق دبي للأوراق المالية للحصول على فهم أعمق حول السلوكيات المالية لصغار المستثمرين. نظراً لأن هؤلاء المديرين مسؤولين عن مراقبة التداول ومعلومات السوق الخاصة، ويتعين عليهم الإشراف على شركات الأوراق المالية بالإضافة إلى أنشطة التداول في أسواق الأوراق المالية، فمن المتوقع أن يكون لديهم فهم عميق لسوق الأوراق المالية وسلوكيات صغار المستثمرين. وعليه فإن من أجريت معهم المقابلات مؤهلين لهذه الدراسة ويمكنهم تقديم تحليل ومناقشة مهمة حول هذا الموضوع.

II. الإستراتيجية المتبعة في الدراسة :

يمكن فهم إستراتيجية الدراسة على أنها التوجه لإجراء البحث عمليا. إعتقادا على مدى المعرفة الحالية والموارد المتاحة والأسس الفلسفية، إذ يمكن للباحثين إستخدام إستراتيجيات كمية أو نوعية. قامت الدراسة وفقا لطرق مختلطة لكنها ركزت أكثر على إستراتيجية البحث الكمي. نظرا لأن البحث الكمي يستتبع غالبا الموضوعية والنهج الاستنتاجي. بيد ان الكمية ترتبط عادة بدراسة السلوكيات وهذا يتماشى مع موضوع المالية السلوكية، فإن الهدف الرئيسي هو إستكشاف العوامل السلوكية التي تؤثر على قرارات صغار المستثمرين والتي لا يمكن الوصول إليها بشكل فعال إلا من خلال إستخدام البحوث الكمية، لأن البحث الكمي مصمم لتحديد ووصف المتغيرات من أجل تأسيس العلاقة بينها. ومن أجل فهم النتيجة وبعث يتم إستخدام كل من الأساليب الكمية والنوعية. بعد النتيجة المحصل عليها من الإستبيانات التي تم جمعها، يتم تفسيرها من معطيات المقابلات مع المسؤولين في السوق والتي يمكن إعتبارها وسيلة نوعية للحصول على بيانات أعمق من خلال الكلمات لفهم المزيد عن سلوكيات المستثمرين والأسباب الكامنة وراء هذه القرارات. يمكن للباحثين البدء إما بالطريقة الكمية أو بالطريقة النوعية. في هذه الدراسة تم إستخدام الطريقة الكمية أولا لإختبار الفرضيات ثم إستخدام الطريقة النوعية لتحليل النتيجة بشكل أعمق.

III. الإعتبارات الأخلاقية :

لإعتبارات أخلاقية تم الاهتمام في هذه الدراسة بالموافقة المسبقة وعدم إنتهاك خصوصية أفراد عينة الدراسة، حيث يتم إطلاعهم على جميع المعلومات ذات الصلة اللازمة لهم للمشاركة عن طيب خاطر في هذه الدراسة، وهذه واحدة من سمات ما يسمى بالموافقة المستنيرة. وبشكل أكثر تحديدا تحتوي الإستبيانات على صفحة غلاف تتوفر بها معلومات كافية عن الدراسة. كما يتم توفير المعلومات الكافية للمسؤولين الذين أجريت معهم المقابلات قبل المشاركة في المقابلة. لجميع أفراد العينة الحق في الانسحاب وطلب المزيد من المعلومات وقتما يريدون قبل نشر البحث. يرتبط هذا الإعتبار الأخلاقي إرتباطا وثيقا بفكرة عدم إنتهاك الخصوصية، حيث يقر الباحثين بأن الحق في الخصوصية قد أعطى من أجل البحث. أيضا يتم الوفاء بعدم الكشف عن هوية جميع الباحثين في المسح والمقابلات ويتم التعامل مع جميع المعلومات الشخصية بسرية. بحيث تقدم جميع المعلومات تحت البيانات الإحصائية وهذا ما يؤكد عدم وجود أي إنتهاكات لخصوصية أفراد العينة.

يوجد أيضا إعتبارات أخرى يجب مراعاتها وهي الدقة في جمع البيانات ومعالجتها وتقديمها، بحيث يتم هذا بإستخدام طرق منهجية وعلمية. يتم إستخدام البيانات لأغراض بحثية فقط. وتعكس نتائج الدراسة البيانات التي تم جمعها فعلا دون تغيير أو إنشاء بيانات لتحقيق الأهداف المرغوبة.

VI. مجتمع وعينة الدراسة :

قبل التعرف على مجتمع الدراسة وعينتها كان لابد من التطرق إلى حدود الدراسة الزمانية والمكانية، حيث تتمثل الأولى في الفترة الممتدة ما بين ديسمبر 2018 إلى سبتمبر 2019 والتي تعتبر فترة كافية لتجميع بيانات عينة المبحوثين لمعرفة أثر العوامل السلوكية على سلوكيات صغار المستثمرين. أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق تونس وسوق دبي للأوراق المالية.

1. مجتمع الدراسة : من أجل إسقاط حيثيات الدراسة النظرية وتحديد أهم العوامل السلوكية المؤثرة على سلوكيات المستثمرين في الاسواق المالية، تم إختيار مجتمع يتكون من صغار المستثمرين في سوق تونس وسوق دبي للأوراق المالية كتمثيل للدول العربية. إن التعرف على مجتمع الدراسة يمكننا من تحديد العينة بصورة صحيحة، وعليه قمنا بتوزيع إستمارة إستبيان على عينة لا بأس بها مسحوبة عشوائيا من هذا المجتمع.

2. عينة الدراسة : تم الإعتماد في هذه الدراسة على عينتين ؛ أولهما العينة الإستطلاعية بهدف التأكد من صلاحية أداة القياس (الإستبيان)، والثانية هي العينة النهائية التي تم إعتمادها لإستقصاء آراء أفراد العينة وجمع البيانات.

1.2. العينة الاستطلاعية : تكونت العينة الاستطلاعية من 23 مستثمر بين ذكور وإناث وبمختلف أعمارهم وخبرتهم في الإستثمار وحالاتهم الاجتماعية مستواهم الدراسي والمركز الوظيفي والقطاع الذي يستثمرون فيه وذلك بهدف التأكد من صلاحية أداة القياس (الإستبيان).

2.2. العينة النهائية : تتكون العينة النهائية من 124 مستثمر، حيث تم توزيع 150 إستمارة إستبيان، وإسترداد 133 إستمارة منها، لتحليل الدراسة ومن أجل تمثيل جيد للعينة تم توزيعها على سوقين للأوراق المالية.

الجدول رقم (03-01) : توزيع إستمارة الإستبيان على عينة الدراسة						
النسبة المئوية	الإستبيانات المعتمدة	الإستبيانات المرفوضة	الإستبيانات غير المسترجعة	الإستبيانات المسترجعة	الإستبيانات الموزعة	السوق
69.35%	86	5	9	91	100	سوق تونس للأوراق المالية
30.64%	38	4	8	42	50	سوق دبي للأوراق المالية
100%	124	9	17	133	150	المجموع
المصدر: من إعداد الطالبة						

يمثل هذا الجدول كيفية توزيع عينة الدراسة، حيث نلاحظ أن العدد الإجمالي للإستبيانات المعتمدة هو 124 إستمارة إستبيان وقد قسمت على السوقين محل الدراسة بنسبة 69.35% للسوق التونسية ونسبة 30.64% لسوق دبي للأوراق المالية.

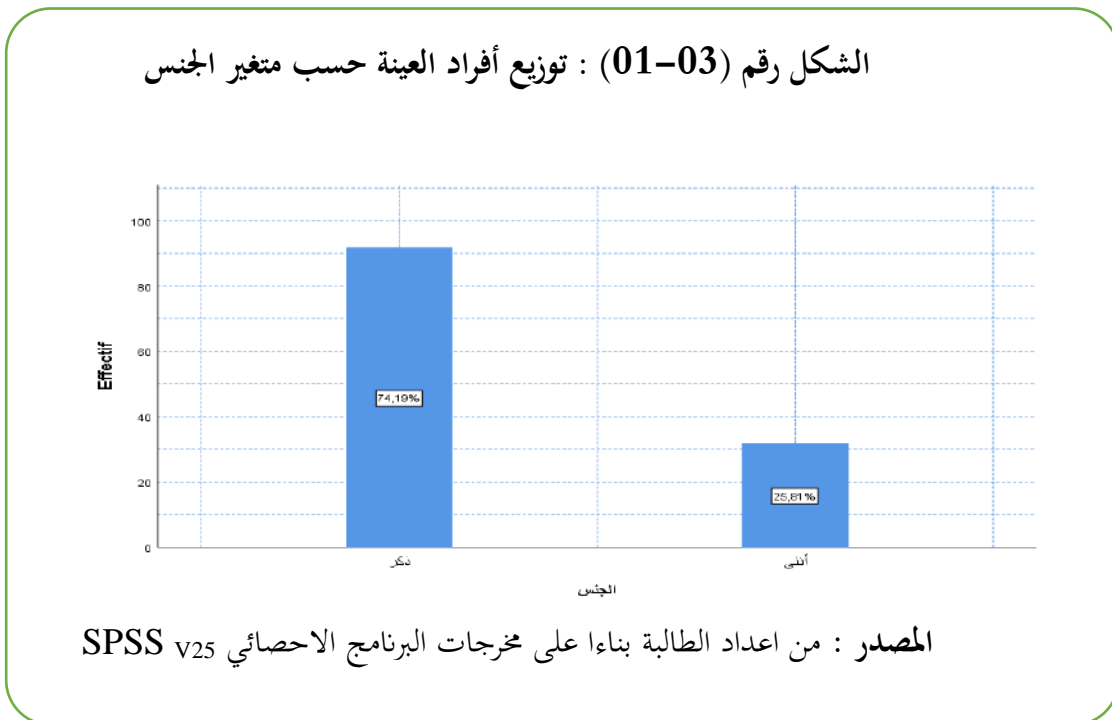
VII . خصائص عينة الدراسة :

تتمثل في الصفات الشخصية لصغار المستثمرين الذين تم إستقصائهم لهدف التعرف على بعض الحقائق الأساسية المتعلقة بهذه العينة من أجل إعطاء صورة واضحة عن الأفراد المشاركين في هذه الدراسة. ويتسم أفراد عينة الدراسة بعدة صفات يمكن توضيحها فيما يلي :

1. **عامل الجنس :** يوضح الجدول التالي توزيع أفراد عينة الدراسة وفقا لمتغير الجنس.

الجدول رقم (03-02) : توزيع أفراد العينة حسب متغير الجنس		
النسبة المئوية %	التكرار	نوع الجنس
74.2	92	ذكر
25.8	32	أنثى
100	124	المجموع
المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25		

يشير الجدول رقم (03-02) أن نسبة 74.2% من عينة الدراسة هم ذكور، في حين بلغت نسبة الإناث 25.8% وهي نسبة منخفضة مقارنة بالذكور، حيث تمثل نسبة الذكور ثلاثة أضعاف نسبة الإناث. وقد يرجع هذا الفارق بين الذكور والإناث نظرا لمشاركة الذكور في مجالات الإستثمار وفي أسواق الأوراق المالية أكبر من مشاركة الإناث. والشكل التالي يوضح ذلك :

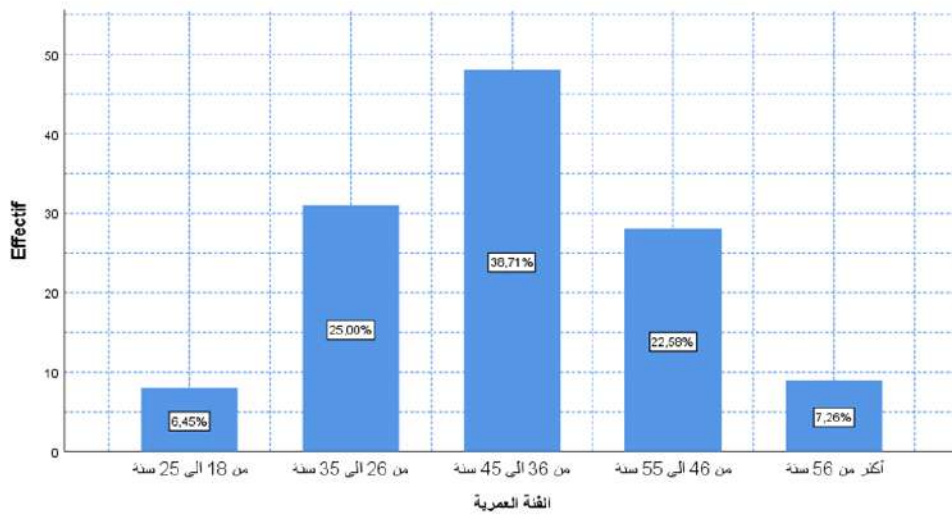


2. عامل السن : يوضح الجدول التالي توزيع أفراد عينة الدراسة وفقاً لمتغير السن.

جدول رقم (03-03) : توزيع أفراد العينة حسب متغير السن		
النسبة المئوية %	التكرار	فئة الأعمار
6.50	8	من 18 الى 25 سنة
25.0	31	من 26 الى 35 سنة
38.7	48	من 36 الى 45 سنة
22.6	28	من 46 الى 55 سنة
7.30	9	أكثر من 56 سنة
100	124	المجموع
المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS v25		

يتضح من جدول توزيع أفراد العينة بحسب السن إلى أن أكبر نسبة كانت للفئة من 36 إلى 45 سنة بنسبة 38.7% ثم تليها الفئة من 26 إلى 35 سنة بنسبة 25.0% ثم 22.6% للفئة من 46 إلى 55 سنة. في حين كانت النسبة منخفضة لفئة من 18 إلى 25 سنة بنسبة 6.5% وفئة أكثر من 56 سنة بنسبة 7.3%. وهذا يشير إلى أن أغلب صغار المستثمرين من الفئة الشابة والكهول. والشكل التالي يوضح ذلك :

الشكل رقم (03-02) : توزيع أفراد العينة حسب متغير السن



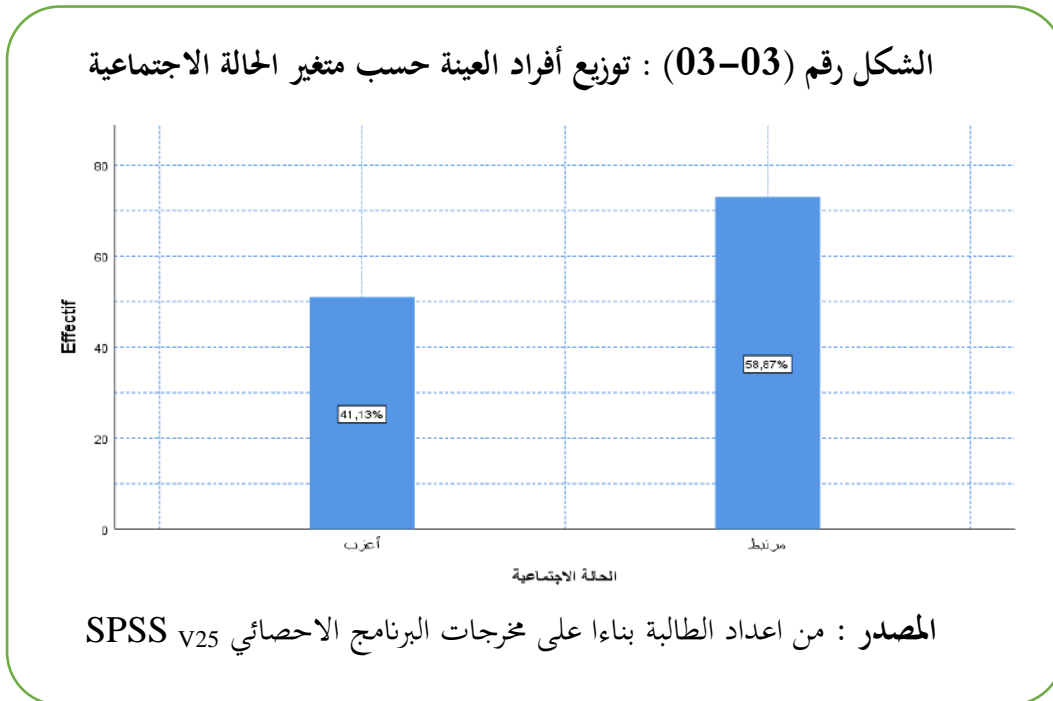
المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS v25

3. عامل الحالة الاجتماعية : يوضح الجدول التالي توزيع أفراد عينة الدراسة وفقا لمتغير الحالة الاجتماعية.

الجدول رقم (03-04) : توزيع أفراد العينة حسب متغير الحالة الاجتماعية		
النسبة المئوية %	التكرار	الحالة الاجتماعية
41.1	51	أعزب
58.9	73	مرتبطة
100	124	المجموع

المصدر : من اعداد الطالبة بناءا على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25

يوضح الجدول رقم (03-04) أن نسبة 41.1 % من عينة الدراسة يملكون صفة أعزب، في حين بلغت نسبة المرتبطين 58.9 % وهي أكبر من نسبة العزاب، وقد يرجع هذا الفارق نظرا لان المستثمرين المرتبطين لديهم مسؤوليات إتجاه عوائلهم أكبر من المستثمرين غير المرتبطين. والشكل التالي يوضح ذلك :

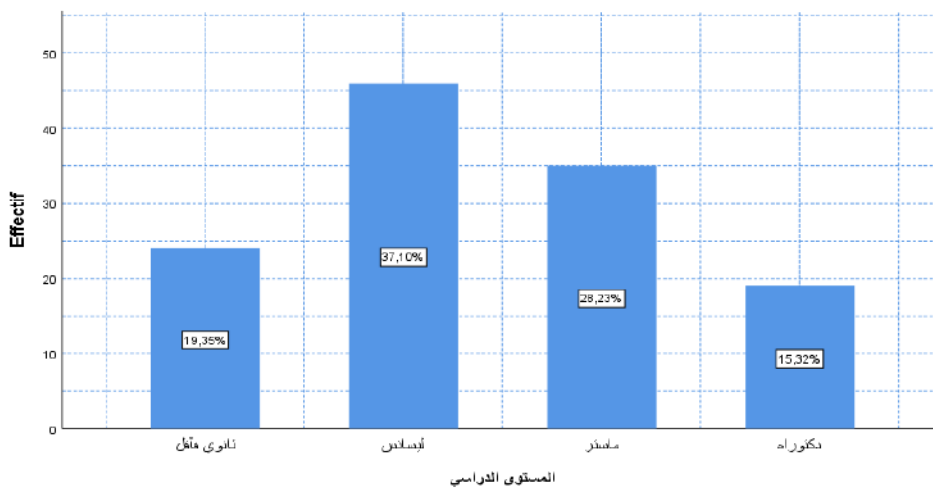


4. عامل المستوى الدراسي : يوضح الجدول التالي توزيع أفراد عينة الدراسة وفقا لمتغير المستوى الدراسي.

الجدول رقم (03-05) : توزيع أفراد العينة حسب متغير المستوى الدراسي		
النسبة المئوية %	التكرار	المستوى الدراسي
19.4	24	ثانوي فأقل
37.1	46	ليسانس
28.2	35	ماستر
15.3	19	دكتوراه
100	124	المجموع
المصدر : من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25		

أما عن توزيع عينة الدراسة حول المستوى الدراسي فقد إتضح من خلال الجدول أن أكبر نسبة كانت لحاملي شهادة الليسانس بنسبة 37.1% وتليها فئة حاملي شهادة الماستر بنسبة 28.2% وهي نسب متقاربة، ونسبة 19.4% مستواهم ثانوي وأقل ونسبة 15.3% لحاملي شهادة الدكتوراه. ويمكن القول أن للمستوى التعليمي دورا فاعلا وإيجابيا على توفر قدرات ومؤهلات علمية عالية وركيزة للمعرفة المالية. والشكل التالي يوضح ذلك :

الشكل رقم (03-04) : توزيع أفراد العينة حسب متغير المستوى الدراسي



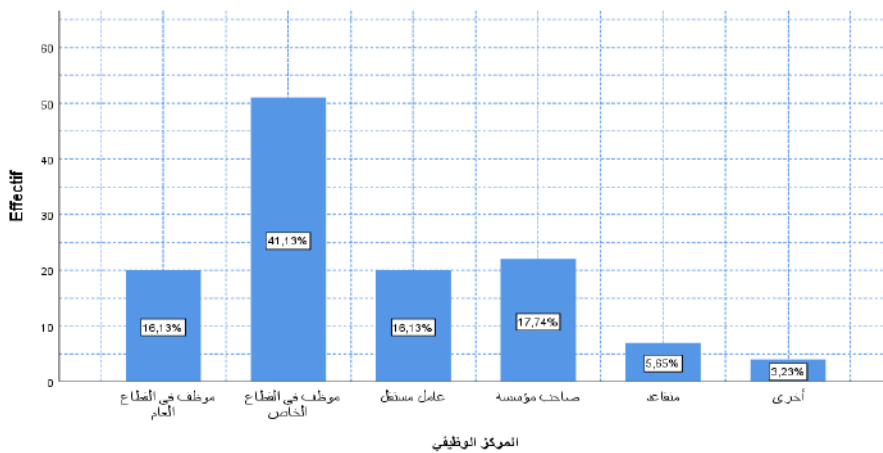
المصدر : من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25

5. المركز الوظيفي : يوضح الجدول التالي توزيع أفراد عينة الدراسة وفقاً لمتغير المركز الوظيفي.

الجدول رقم (03-06) : توزيع أفراد العينة حسب متغير المركز الوظيفي		
النسبة المئوية %	التكرار	المركز الوظيفي
16.1	20	موظف في القطاع العام
41.1	51	موظف في القطاع الخاص
16.1	20	عامل مستقل
17.7	22	صاحب شركة
5.6	7	متقاعد
3.2	4	أخرى
100	124	المجموع
المصدر : من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25		

يتضح من خلال جدول توزيع أفراد العينة حسب المركز الوظيفي أن نسبة 41.1 % من أفراد العينة يشغلون مناصب في القطاع الخاص ونسبة 17.7 % أصحاب شركات وما نسبته 16.1 % عامل مستقل و 16.1 % موظفين في القطاع العام، ونسبة المتقاعدين تقدر بـ 5.6 % وتتوزع النسبة الباقية على مناصب اخرى بنسبة 3.2%. وقد يرجع سبب ذلك إلى كون الدولتين رأسماليتين وتشجعان القطاع الخاص. والشكل التالي يوضح ذلك :

الشكل رقم (03-05) : توزيع أفراد العينة حسب متغير المركز الوظيفي



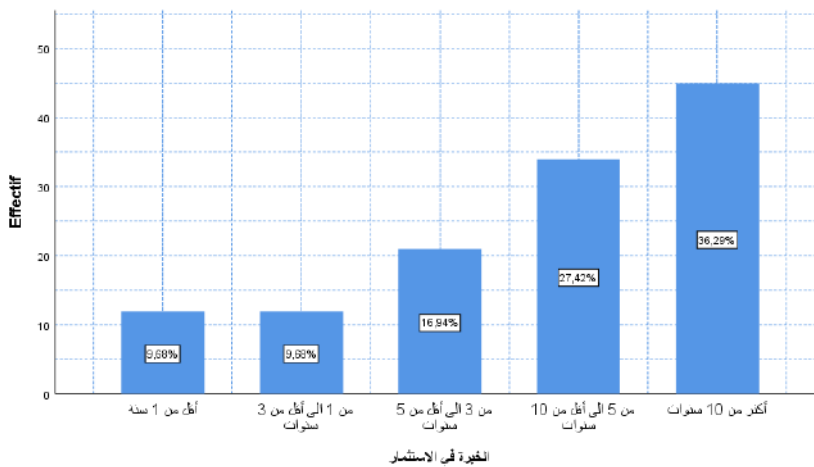
المصدر : من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25

6. الخبرة في الاستثمار : يوضح الجدول التالي توزيع أفراد عينة الدراسة وفقاً لمتغير الخبرة في الإستثمار.

جدول رقم (03-07) : توزيع أفراد العينة حسب متغير الخبرة في الإستثمار		
النسبة المئوية %	التكرار	الخبرة
09.7	12	أقل من 1 سنة
09.7	12	من 1 الى 3 سنوات
16.9	21	من 3 الى 5 سنوات
27.4	34	من 5 الى 10 سنوات
36.3	45	أكثر من 10 سنوات
100	124	المجموع
المصدر : من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25		

يوضح جدول توزيع أفراد العينة حسب الخبرة في الإستثمار أن نسبة 36.3 % خبرتهم في الإستثمار أكثر من 10 سنوات، وما نسبته 27.4 % خبرتهم في الإستثمار من 5 إلى 10 سنوات، ونسبة 16.9 % لذوي الخبرة من 3 إلى 5 سنوات، وكانت نسبة 09.7 % لكل من ذوات الخبرة أقل من 1 سنة ومن 3 إلى 5 سنوات. وقد يرجع سبب ذلك إلى أن السوقين التونسية والاماراتية (دبي) ليستا حديثا نشأة وغالبية صغار المستثمرين قد إنضموا إلى السوق منذ فترة معتبرة. والشكل التالي يوضح ذلك :

الشكل رقم (03-06) : توزيع أفراد العينة حسب متغير الخبرة في الإستثمار



المصدر : من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي spss v25

7. قطاع الإستثمار : يوضح الجدول التالي توزيع أفراد عينة الدراسة وفقا لقطاع الإستثمار.

جدول رقم (03-08) : توزيع أفراد العينة حسب متغير القطاع المستثمر فيه						
القطاع	الصناعة	الخدمات	المالي	الإستثمار	العقارات	أخرى
الصناعة	74	51	41	32	47	22
الخدمات	51	73	45	30	43	24
المالي	41	45	73	27	40	22
الإستثمار	32	30	27	47	34	19
العقارات	47	43	40	34	68	18
أخرى	22	24	22	19	18	37
المصدر : من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25						

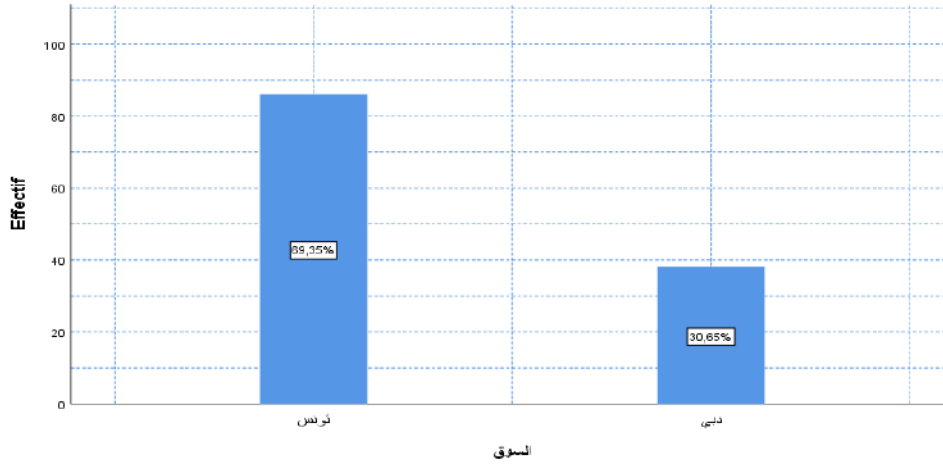
يوضح جدول توزيع أفراد العينة حسب القطاعات المستثمر فيها إذ يلاحظ أن 74 مستثمر من أفراد العينة يستثمر في القطاع الصناعي ويليهما قطاع الخدمات والقطاع المالي بـ 73 مستثمر ثم قطاع العقارات بمشاركة 68 مستثمر، وبعدها عدد 47 مستثمر في قطاع الإستثمار وعدد 37 مستثمر إختاروا القطاعات الأخرى.

8. السوق المستثمر فيه : يوضح الجدول التالي توزيع أفراد عينة الدراسة وفقا لمتغير السوق المستثمر فيه.

الجدول رقم (03-09) : توزيع أفراد العينة حسب متغير السوق		
السوق المستثمر فيه	التكرار	النسبة المئوية %
سوق تونس للأوراق المالية	86	69.4
سوق دبي للأوراق المالية	38	30.6
المجموع	124	100
المصدر : من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25		

يوضح الجدول رقم (03-09) أن نسبة 69.4 % من عينة الدراسة ينتمون لسوق تونس للأوراق المالية وهي أكبر بكثير من نسبة المنتمية لسوق دبي للأوراق المالية والتي بلغت 30.6 % ويرجع سبب هذا الفارق إلى طول مدة توزيع الإستبيان وحالة نشاط السوقين آنذاك. والشكل التالي يوضح ذلك :

الشكل رقم (03-07) : توزيع أفراد العينة حسب متغير السوق



المصدر : من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي spss v25

المبحث الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة :

لتحقيق أهداف الدراسة تم تحديد الأبعاد والمجالات الرئيسية لمختلف العوامل السلوكية المؤثرة على سلوكيات صغار المستثمرين، ولأجل إختبار الفرضيات تم تصميم قائمة إستبيان وتوزيعها. وقد تم التطرق في هذا المبحث إلى الكيفية التي تم بها تصميم قائمة الإستقصاء، طريقة معالجة البيانات، وكذا إختبار ألفا كرومباخ المستخدم في إختبار موثوقية أداة القياس.

I. تصميم أداة القياس :

بناء على طبيعة البيانات المراد جمعها، وعلى المنهج المتبع في الدراسة، تم الاعتماد على الأداة الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف هذه الدراسة والمتمثلة في قائمة إستقصاء الآراء، وعليه تم تصميم الإستبيان وذلك بالإعتماد على الدراسات التي تناولت سلوكيات المستثمرين في الاسواق المالية، من هذه الدراسات دراسة (Luong & Thi Thu Ha, 2011) ، (Seppälä, 2009) ، (Lu Wang, Shi, & Fan, 2006) ، (Ansari ، & Moid, 2013) ، (Ramaswamy & Ramya, 2012) ، (Onsomu, 2014) ، (Sadiq & Ishaq, 2014) إلخ بالإضافة الى المعلومات الأساسية المرتبطة بالموضوع كاليانات المنشورة، والمقابلات الشخصية مع بعض المسؤولين والمستثمرين، والزيارات الميدانية أو الملاحظة الشخصية في سوق تونس للأوراق المالية.

تم تصميم قائمة إستقصاء ذات علاقة بتحديد أبعاد الدراسة للتمكن من معرفة الأنماط السلوكية التي تؤثر على صغار المستثمرين. وتحقيقا لهذا الغرض قمنا بتحديد المجالات الرئيسية لمختلف العوامل السلوكية وذلك

بالاستناد على العديد من الدراسات السابقة والأبحاث العلمية ذات الصلة بالموضوع. ومن أجل إستفءاء جميع الأبعاد وإختبار فرضيات الدراسة تم تصميم قائمة الإستبيان على شكل قسمين رئيسيين :

القسم الأول : يخص البيانات الشخصية لأفراد العينة (الجنس . السن . الحالة الاجتماعية . المستوى الدراسي . المركز الوظيفي . الخبرة في الإستثمار . قطاع الإستثمار ، السوق المستثمر فيه) .

القسم الثاني : يخص العوامل السلوكية المؤثرة على خيارات وتصورات صغار المستثمرين في سوق الاوراق المالية وهو مقسم إلى أربعة محاور .

● **المحور الأول :** يخص العوامل المتعلقة بالجوانب السيكولوجية للمستثمرين ويحوي عشرة أبعاد .

البعد الأول : تحديد الأهداف والرغبات به 03 عبارات .

البعد الثاني : الثقة المفرطة به 03 عبارات .

البعد الثالث : النفور من الخسارة به 02 عبارة .

البعد الرابع : النفور من المخاطرة به 04 عبارات .

البعد الخامس : النفور من الاسف به 03 عبارات .

البعد السادس : سلوك القطيع به 03 عبارات .

البعد السابع : ظروف السوق به 02 عبارة .

البعد الثامن : التفاؤل المفرط به 03 عبارات .

البعد التاسع : تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه به 03 عبارات .

البعد العاشر : تأثير الاستدلال به 02 عبارة .

● **المحور الثاني :** يخص العوامل المتعلقة بالقيم الشخصية والاجتماعية للمستثمرين ويحوي ثلاثة أبعاد .

البعد الأول : الجانب الديني به 03 عبارات .

البعد الثاني : الجانب الاخلاقي به 04 عبارات .

البعد الثالث : الجانب الاجتماعي به 11 عبارة .

● **المحور الثالث :** يخص العوامل المتعلقة بالجوانب المعلوماتية ويحوي ثلاثة أبعاد .

البعد الأول : المشورة والتوصية به 04 عبارات .

البعد الثاني : المعلومات المالية به 04 عبارات .

البعد الثالث : وسائل الاعلام به 02 عبارة .

● **المحور الرابع :** يخص العوامل المتعلقة بالإحتياجات المالية الشخصية ويحوي بعد واحد وبه 16 عبارة .

كانت الإستبيانات توزع لصغار المستثمرين شخصيا أو بمساعدة أعوان شركات الوساطة، وكانت هذه الطريقة مناسبة لأنها شجعت على الاستجابة السريعة من أفراد العينة وضمان الرد بالإضافة إلى شرح وتفسير أي غموض قد يكتنف المبحوث. وقد طلب منهم تحديد درجة تأثرهم بكل عنصر من العناصر حسب مقياس ليكارت الخماسي التالي في محاور دراسة.

الجدول رقم (03-10) : درجات سلم ليكارت الخماسي					
المقياس	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
درجة المقياس	1	2	3	4	5

II. طريقة معالجة البيانات :

بعد فرز الإستبيانات وإزالة غير الصالح منها بسبب القيم المفقودة أو التقدير المتحيز، تتم معالجة البيانات التي تم جمعها باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS v25. باستخدام التقنيات الإحصائية التي تحقق أهداف الدراسة ؛ اختبار ألفا كرونباخ عادة ما يستخدم في البحوث الاجتماعية والسلوكية كمؤشر على الموثوقية ؛ الإحصاءات الوصفية لوصف المعلومات الشخصية لأفراد العينة، وأيضا لوصف مستوى التأثير للمتغيرات السلوكية على إتخاذ القرارات الإستثمارية لصغار المستثمرين ؛ اختبار الفروقات باستخدام اختبار T-test لعينتين مستقلتين وتحليل التباين الأحادي ANOVA لمعرفة الاختلافات الجوهرية بين صغار المستثمرين في إنتهاج سلوكياتهم الإستثمارية.

III. اختبار ثبات وصدق أداة القياس :

لا بد من أن تتصف أداة القياس بتناسق إجابات أفراد عينة الدراسة. وللتحقق من أن بنود وأبعاد الأداة المستخدمة قابلة للقياس يتم تقدير مدى موثوقية ردود المبحوثين من خلال عينة إستطلاعية.

1.1. صدق أداة القياس : صدق الإستبيان يعني التأكد من أنها سوف تقيس ما أعدت لأجله، كما يقصد بالصدق شمول الإستمارة لكل العناصر التي يجب أن تدخل في التحليل هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى وضوح فقراتها ومفرداتها بحيث تكون مفهومة لكل أفراد عينة الدراسة، وقد قمنا بالتأكد من صدق قائمة الإستبيان بالصدق الظاهري والصدق الداخلي.

1.1.1. الصدق الظاهري (صدق المحكمين) : بهدف التأكد من صدق قائمة الإستبيان، تم عرضها في هيئتها الأولية وما تضمنته من أبعاد وفقرات على مجموعة من الأساتذة المتخصصين بلغ عددهم 04 وذلك لإبداء رأيهم السديد ومقترحاتهم فيما إذا كان صالحا أو غير صالح، ومدى إنتماء كل فقرة الى المحور المخصص لها، وبنائها

اللغوي، وأي إقتراحات أو تعديلات يرونها مناسبة لتحقيق أهداف الدراسة. (أنظر نموذج إستمارة تحكيم إستبيان في الملحق رقم 02)

بناء على النصائح والتوجيهات التي أبدتها المحكمون تم إجراء التعديلات التي أدلى بها أغلب المحكمين لقائمة الإستبيان سواء متعلقة بالصياغة أو بحذف بعض العبارات أو إضافة عبارات جديدة، وكانت التوجيهات بسيطة تخص الصياغة وحذف بعض العبارات، وبذلك تكون قائمة الإستبيان قد إستقرت بصورتها النهائية على 72 عبارة - بعد ما كانت 79 عبارة - وزعت على أبعاد الدراسة بالشكل الذي تم عرضه سابقا في العنصر المتعلق ببناء أداة الدراسة.

2.1. الصدق الداخلي : سيتم قياسه مع معامل الثبات.

2. ثبات وصدق أداة القياس : يقيس الثبات مدى إستقرار أداة الدراسة وعدم تناقضها، حيث يوضح ما إذا كانت قائمة الإستبيان ستعطي نفس النتائج باحتمال مساوي لقيمة المعامل المحسوب في حالة ما إذا تم إعادة توزيعها على نفس أفراد العينة، ويوجد العديد من الإختبارات التي تقيس الثبات إلا أنه تم الإعتماد في هذه الدراسة على معامل الفاكرونباخ والذي يعتبر أحد أهم وسائل قياس موثوقية الإتساق الداخلي.

الجدول رقم (03-11) :معامل الثبات والصدق لمحاور الإستبيان			
عدد العبارات	معامل الصدق	ألفا كرونباخ	المحاور
28	0.852	0.726	المحور الأول
18	0.800	0.640	المحور الثاني
10	0.760	0.578	المحور الثالث
16	0.912	0.883	المحور الرابع
72	0.870	0.757	الكلي
المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS v25			

- بالنسبة للمحور الأول ؛ محور العوامل المتعلقة بالجوانب السيكلوجية للمستثمرين يلاحظ أن نسبة الثبات قوية بحيث بلغ معامل الفاكرونباخ 0.726 ومعامل الصدق 0.852 لمجمل 28 عبارة.
- بالنسبة للمحور الثاني ؛ محور العوامل المتعلقة بالقيم الشخصية والاجتماعية للمستثمرين يلاحظ أن نسبة الثبات قوية بحيث بلغ معامل الفاكرونباخ 0.640 ومعامل الصدق 0.800 لمجمل 18 عبارة.
- بالنسبة للمحور الثالث ؛ محور العوامل المتعلقة بالجوانب المعلوماتية يلاحظ أن نسبة الثبات متوسطة بحيث بلغ معامل الفاكرونباخ 0.578 ومعامل الصدق 0.760 وهي نسبة قوية لمجمل 10 عبارات.

- بالنسبة للمحور الرابع ؛ محور العوامل المتعلقة بالإحتياجات المالية الشخصية يلاحظ أن نسبة الثبات قوية بحيث بلغ معامل الفاكرونباخ 0.883 ومعامل الصدق 0.912 لمجمل 16 عبارة.

يلاحظ من خلال الجدول أن معامل الثبات يساوي 0.757 وهو معامل ثبات قوي مما يعني أن الأداة ثابتة. ويلاحظ أيضا أن معامل الصدق يساوي 0.870 وهو معامل صدق قوي مما يعني أن الأداة صادقة. وبما أن الأداة ثابتة وصادقة أي أنها صالحة للقياس.

المبحث الثالث : عرض ومناقشة نتائج الدراسة :

يتم التطرق في هذا المبحث من الدراسة إلى عرض وتحليل النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الإختبارات الإحصائية بإستخدام البرنامج الإحصائي SPSS v25 وقد تم قياس تأثير ومستويات تأثير العوامل السلوكية على سلوكيات صغار المستثمرين والتأكد من وجود فروق جوهرية فيما بينهم في إنتهاج سلوكياتهم الإستثمارية.

I. عرض نتائج الدراسة :

تناول هذا الجزء من الدراسة عرض نتائج التحليل الاحصائي، أين تم تحديد قيم المتوسط الحسابي لتصنيف الإجابات وتحديد مستويات تأثير العوامل السلوكية للتمكن من إختبار الفرضية الرئيسية الأولى. وإختبار الفرضية الرئيسية الثانية من خلال إختبار مختلف الفروق.

1. تحديد قيم المتوسط الحسابي المرجح : لتصنيف الإجابات وفق المتوسط الحسابي نقوم بتحديد قيم المتوسط

الحسابي المرجح وذلك بحساب المدى وقسمته على عدد البدائل (مجالات القياس) ويتم ذلك كما يلي :

• المدى = الحد الأعلى للمقياس - الحد الأدنى للمقياس = 5 - 1 = 4

• قسمة المدى على عدد البدائل 4 / 5 = 0.79 أي يضاف 0.79 إلى الحد الأدنى للمقياس فيصبح كما يلي:

الجدول رقم (03-12) : يوضح تصنيف الإجابات وفق المتوسط الحسابي المرجح			
المجالات	درجة المقياس	مجال المتوسط الحسابي المرجح	درجة المقياس المكافئ
المجال الأول	غير موافق بشدة	من 1 الى 1.79	منخفض جدا
المجال الثاني	غير موافق	من 1.80 الى 2.59	منخفض
المجال الثالث	محايد	من 2.60 الى 3.39	متوسط
المجال الرابع	موافق	من 3.40 الى 4.19	مرتفع
المجال الخامس	موافق بشدة	من 4.20 الى 5	مرتفع جدا
المصدر : من إعداد الطالبة			

2. مستويات تأثير العوامل السلوكية على سلوكيات المستثمرين : يتم تحديد تأثير ومستويات تأثير المتغيرات السلوكية على سلوكيات صغار المستثمرين لأجل توجيه قرارات الإستثمار من خلال حساب قيم متوسط العينة لكل متغير. نظرا لإستخدام مقاييس من 5 نقاط لقياس تأثير ومستويات تأثير هذه المتغيرات، يمكن أن تحدد القيم المتوسطة لهذه المتغيرات مستويات تأثيرها على قرارات صغار المستثمرين وذلك كمايلي :
- القيم المتوسطة أقل من 2.59 توضح أن المتغيرات لها تأثيرات منخفضة ومنخفضة جدا وعليه لا يوجد تأثير تحت هذه القيمة ؛
 - متوسط القيم من 2.60 إلى 3.39 يوضح أن المتغيرات لها تأثيرات متوسطة وعليه يوجد تأثير ضعيف بين القيمتين ؛
 - متوسط القيم أكبر من 3.40 يوضح أن المتغيرات لها تأثيرات مرتفعة ومرتفعة جدا وعليه يوجد تأثير فوق هذه القيمة.

3. إختبار فرضيات الدراسة : سيتم في هذا الجزء إختبار الفرضيات الرئيسية عن طريق الفرضيات الجزئية وذلك للتأكد على صحة هذه الفرضيات من عدمها.

- 1.3 إختبار تأثير ومستويات تأثير العوامل السلوكية المختلفة على سلوكيات صغار المستثمرين : سيتم إختبار الفرضية الرئيسية الأولى عن طريق الفرضيات الجزئية وذلك للتأكد من وجود تأثيرات ومستوياتها في سلوكيات صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية. حيث تنص الفرضية الرئيسية على :
- يوجد تأثير للعوامل السلوكية المختلفة على سلوكيات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية.

أولا : إختبار الفرضية الجزئية الاولى :

- يوجد تأثير معنوي للعوامل المتعلقة بالجوانب السيكولوجية للمستثمر على سلوك صغار المستثمرين.

الجدول رقم (03-13): تأثير العوامل المتعلقة بالجوانب السيكولوجية على سلوكيات صغار المستثمرين					
الرقم	العبارات	المتوسط الحسابي	الإ انحراف المعياري	إتجاه العينة	الأهمية النسبية
01	تخطط لزيادة إستثماراتك في سوق الأسهم في الأشهر المقبلة.	3.62	1.078	موافق	0.72
02	ستقوم بزيادة نشاطك في التداول إذا كان حجم التداول السابق أعلى من المعتاد.	3.75	1.014	موافق	0.75
03	الرغبة في المضاربة بالأسهم هي سبب لإستثمارك في سوق الأسهم.	2.97	1.209	محايد	0.59
الأهداف والرغبات					
04	تعتقد أن مهاراتك ومعرفتك في سوق الأسهم يمكن أن تساعدك في التفوق على السوق.	2.81	1.329	محايد	0.56

05	شعورك بالثقة في فهم سوق الأسهم هو ما يدفعك لكثرة التداول.	2.84	1.328	محايد	0.57
06	تتمتع بمعرفة كافية في سوق الأسهم تجعلك واثق من قراراتك في إختيار أسهم أفضل من غيرها.	2.93	1.363	محايد	0.59
الثقة المفرطة					
07	بعد خسارة سابقة تصبح أكثر تحبنا للمخاطرة.	3.59	1.288	موافق	0.72
08	تفضل بيع الأسهم التي زادت قيمتها وتتجنب بيع الأسهم التي انخفضت قيمتها.	3.35	1.270	محايد	0.67
النفور من الخسارة					
09	تسعى لإستثمار ارباحك المحققة لغرض تحقيق ارباح جديدة متحملا مخاطرها.	3.02	1.089	محايد	0.60
10	تسعى لشراء الاسهم ذات المخاطر المرتفعة بعد تحقيقك لنجاحات متكررة.	2.85	1.072	محايد	0.57
11	قد يحدث وان تقوم بمواجهة المخاطرة باعتبارها فرصة لتعويض خسائك السابقة.	2.95	1.081	محايد	0.59
12	تصبح أكثر نفورا من المخاطر بعد ان تشهد خسائر مالية متكررة.	2.83	1.117	محايد	0.57
النفور من المخاطرة					
13	تشعر بالحزن والأسى لاحتفاظك بأسهم خاسرة لمدة طويلة نسبيا.	3.74	1.321	موافق	0.75
14	تتجنب بيع الأسهم ذات الاداء الضعيف لتجنبك الاعتراف بالخسارة المرتبطة بها وبقرارك السيئ.	3.13	1.343	محايد	0.63
15	تشعر بالأسف وينتابك شعور بسوء الحظ عندما ترى أن قراراتك تؤول إلى الخطأ	3.69	1.185	موافق	0.74
النفور من الأسف					
المصدر : من اعداد الطالبة بناءا على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25					

يتضح من خلال الجدول رقم (03-13) أن عامل الأهداف والرغبات حقق متوسط 3.446 وانحراف معياري 0.130 والاهمية النسبية للعامل هي 68%. كما يتضح أن اهم العبارات هي عبارة 2 " ستقوم بزيادة نشاطك في التداول إذا كان حجم التداول السابق أعلى من المعتاد " بمتوسط حسابي 3.75 وانحراف معياري 1.014 وتليها العبارة 1 " تخطط لزيادة إستثماراتك في سوق الأسهم في الأشهر المقبلة " بمتوسط حسابي 3.62 وانحراف معياري 1.078 وبعدها العبارة 3 " الرغبة في المضاربة بالأسهم هي سبب لإستثمارك في سوق الأسهم " بمتوسط حسابي 2.97 وانحراف معياري 1.209 ومن هذا نخلص أنه يهتم صغار المستثمرين بزيادة نشاط تداولاتهم في الأسهم وبزيادة حجم أنشطتهم، وأيضاً لا يبدو أي رأي فيما إذا كانت رغبتهم في المضاربة بالأسهم هي الدافع لإستثمارهم في سوق الأسهم، وعليه يوجد تأثير لعامل اهداف ورغبات صغار المستثمرين على سلوكياتهم الإستثمارية.

يوضح الجدول رقم (03-13) أن عامل الثقة المفرطة حقق متوسط 2.858 وانحراف معياري 0.063 والاهمية النسبية للعامل هي 57%. كما يتضح أن أهم العبارات هي عبارة 6 " تتمتع بمعرفة كافية في سوق الأسهم تجعلك واثق من قراراتك في إختيار أسهم أفضل من غيرها " بمتوسط حسابي 2.93 وانحراف معياري

1.363 وتليها العبارة 5 " شعورك بالثقة في فهم سوق الأسهم هو ما يدفعك لكثرة التداول " بمتوسط حسابي 2.84 وانحراف معياري 1.328 وأقل أهمية نسبية عند العبارة 4 " تعتقد أن مهارتك ومعرفتك في سوق الأسهم يمكن أن تساعدك في التفوق على السوق " بمتوسط حسابي 2.81 وانحراف معياري 1.329 ومن هذا نخلص إلى أنه لا يتمتع صغار المستثمرين بمعرفة كافية في السوق تجعلهم على ثقة في فهم السوق وواثقين من قدراتهم في إختيار الأسهم واعتقادهم بأن مهارتهم في سوق الأسهم تمكنهم من التفوق على السوق، وعليه يوجد تأثير ضعيف للثقة المفرطة على سلوك صغار المستثمرين.

يوضح الجدول رقم (03-13) أن عامل النفور من الخسارة حقق متوسط 3.472 وانحراف معياري 0.164 وبأهمية نسبية للعامل 69%. كما يتضح أن أهم العبارات هي عبارة 7 " بعد خسارة سابقة تصبح أكثر تجنباً للمخاطرة " بمتوسط حسابي 3.59 وانحراف معياري 1.288 وتليها عبارة 8 " تفضل بيع الأسهم التي زادت قيمتها وتتجنب بيع الأسهم التي انخفضت قيمتها " بمتوسط حسابي 3.35 وانحراف معياري 1.270 ومن هذا نخلص إلى أنه بعد كل خسارة يصبح المستثمرين أكثر تجنباً للمخاطرة ويفضلون بيع الأسهم التي إرتفعت قيمتها وتجنب بيع الأسهم التي إنخفضت قيمتها، وعليه يوجد تأثير لعامل نفور المستثمرين من المخاطرة على سلوكياتهم الإستثمارية.

يوضح الجدول رقم (03-13) أن عامل النفور من المخاطرة حقق متوسط 2.913 وانحراف معياري 0.083 وبأهمية نسبية للعامل 58%. كما يتضح أن أهم العبارات هي عبارة 9 " تسعى لإستثمار أرباحك المحققة لغرض تحقيق أرباح جديدة متحملاً لمخاطرها " بمتوسط حسابي 3.02 وانحراف معياري 1.089 وتليها عبارة 11 " قد يحدث وأن تقوم بمواجهة المخاطرة باعتبارها فرصة لتعويض خسائك السابقة " بمتوسط حسابي 2.95 وانحراف معياري 1.081 وتليها العبارتين 10 و 12 بنفس الأهمية النسبية. ومن هذا نخلص إلى أنه لا يهتم صغار المستثمرين بتحقيق أرباح جديدة متحملين المخاطر المترتبة عنها، ولا يبدون أي رأي حول مواجهتهم للمخاطرة أو لشراءهم الأسهم ذات المخاطر المرتفعة وفيما إذا كانوا أكثر نفورا من المخاطر بعد أن يشهدوا خسائر مالية متكررة، وهذا ما يؤكد وجود تأثير ضعيف لعامل النفور من المخاطرة على سلوكيات صغار المستثمرين.

يوضح الجدول رقم (03-13) أن عامل النفور من الاسف حقق متوسط 3.520 وانحراف معياري 0.184 وبأهمية نسبية للعامل 70%. كما يتضح أن أهم العبارات هما العبارتين 13 و 15 " تشعر بالحزن والأسى لاحتفاظك بأسهم خاسرة لمدة طويلة نسبياً " و " تشعر بالأسف ويتتابك شعور بسوء الحظ عندما ترى أن قراراتك تقول إلى الخطأ " بمتوسط حسابي 3.74 و 3.69 وانحراف معياري 1.321 و 1.185 على التوالي وتليهم بعد ذلك عبارة 14 " تتجنب بيع الأسهم ذات الاداء الضعيف لتجنبك الاعتراف بالخسارة المرتبطة بها وبقرارك السيئ " بمتوسط حسابي 3.13 وانحراف معياري 1.343 ومن هذا نخلص إلى أن صغار المستثمرين

ينتابهم شعور بالأسف وسوء الحظ عندما تؤول قراراتهم إلى الخطأ، كما ينتابهم شعور بالحزن والأسى لإحتفاظهم بالأسهم الخاسرة لمدة طويلة نسبياً، إلا أنهم لا يبدون أي رأي حول تجنبهم لبيع الأسهم ذات الأداء الضعيف لتجنبهم الإعتراف بالخسارة المرتبطة بها وبقرايرتهم السيئة. وهذا ما يؤكد وجود تأثير لعامل النفور من الاسف على سلوكيات صغار المستثمرين.

الجدول رقم (03-14): تأثير العوامل المتعلقة بالجوانب السيكولوجية على سلوكيات صغار المستثمرين				
الرقم	العبارات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	إتجاه العينة النسبية الأهمية
16	عادة ما تتفاعل بسرعة مع تغييرات قرارات الآخرين وتتبع ردود أفعالهم في سوق الأسهم.	2.80	1.331	محايد
17	تشعر بخيبة أمل كبيرة إذا إتبعت موقف معاكس لسلوك الآخرين ووقعت في خسارة.	2.85	1.366	محايد
18	عندما تحتاج إلى إتخاذ قرار سريع تتبع سلوك الأغلبية.	2.98	1.256	محايد
0.57	سلوك القطيع			
19	تنظر بعناية في التغييرات في أسعار الأسهم التي تنوي الإستثمار فيها.	3.62	1.285	موافق
20	تأخذ بعين الاعتبار الاتجاهات الماضية للأسهم في إستثمارك.	3.48	1.346	موافق
0.71	ظروف السوق			
21	ستزيد من إستثماراتك في السنة المقبلة بالرغم من انخفاض قيمة المؤشر في السوق.	2.94	1.099	محايد
22	تعتقد أن سوق الأسهم قناة إستثمارية جذابة تسعى للاستمرار في الإستثمار فيها في الفترات المقبلة.	3.18	1.082	محايد
23	تعتقد أنه إذا انخفض المؤشر بنسبة معينة سوف يتعافى بسرعة في الأيام القليلة المقبلة.	3.10	1.122	محايد
0.61	التفاوت المفرط			
24	تفضل الاحتفاظ بالأسهم حتى إذا كان أداءها السابق غير مشجع.	2.48	1.179	غير موافق
25	ترأى أن معرفتك الجيدة لعدد محدود من الأسهم على أنها افضل تنويع.	2.73	1.245	محايد
26	تفضل شراء الأسهم المحلية عن الأسهم الدولية لتوفر المعلومات عنها بشكل جيد.	2.73	1.245	محايد
0.53	تفضيل الوضع الراهن والحفاظة عليه			
27	تعتمد عند إتخاذ القرار على الحقائق المؤكدة بدلا من التركيز على المعتقدات.	2.85	1.301	محايد
28	غالبا ما تطبق قواعد وقرارات بديهية وتقديرية للمعلومات المختارة ولا تولي اهتمام لكافة المعلومات المتاحة.	2.63	1.340	محايد

0.55	متوسط	0.154	2.738	تأثير الاستدلال
المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25				

يوضح الجدول رقم (03-14) أن عامل سلوك القطيع حقق متوسط 2.879 وانحراف معياري 0.094 وبأهمية نسبية للعامل 57%. كما يتضح أن أهم العبارات هي عبارة 18 " عندما تحتاج إلى إتخاذ قرار سريع تتبع سلوك الاغلبية " بمتوسط حسابي 2.98 وانحراف معياري 1.256 وتليها عبارة 17 " تشعر بخيبة أمل كبيرة إذا إتبعنا موقف معاكس لسلوك الآخرين ووقعت في خسارة " بمتوسط حسابي 2.85 وانحراف معياري 1.366 وبعدها عبارة 16 " عادة ما تتفاعل بسرعة مع تغييرات قرارات الآخرين وتتبع ردود أفعالهم في سوق الأسهم " بمتوسط حسابي 2.80 وانحراف معياري 1.331 ومن هذا نخلص إلى أن صغار المستثمرين لا يبدون أي رأي بخصوص إتباعهم لآراء الاغلبية أو تفاعلاتهم مع تغييرات قرارات الآخرين أو إصابتهم بخيبات الأمل بسبب الخسارة جراء إتباعهم مواقف معاكسة لسلوك الآخرين. وعليه يوجد تأثير ضعيف لعامل سلوك القطيع على سلوكيات صغار المستثمرين.

يوضح الجدول رقم (03-14) أن عامل ظروف السوق حقق متوسط 3.548 وانحراف معياري 0.104 وبأهمية نسبية للعامل 71%. كما يتضح أن أهم العبارات هي عبارة 19 " تنظر بعناية في التغييرات في أسعار الأسهم التي تنوي الإستثمار فيها " بمتوسط حسابي 3.62 وانحراف معياري 1.285 وتليها عبارة 20 " تأخذ بعين الاعتبار الاتجاهات الماضية للأسهم في إستثمارك " بمتوسط حسابي 3.48 وانحراف معياري 1.346 ومن هذا نخلص إلى أن صغار المستثمرين يركزون بعناية فائقة في الإتجاهات الماضية والتغيرات في أسعار الأسهم التي ينون الإستثمار فيها. وهذا ما يؤكد وجود تأثير لعامل ظروف السوق على سلوكيات صغار المستثمرين.

يوضح الجدول رقم (03-14) أن عامل التفاؤل المفرط حقق متوسط 3.073 وانحراف معياري 0.118 وبأهمية نسبية للعامل 61%. كما يتضح أن أهم العبارات هي عبارة 22 " تعتقد أن سوق الأسهم قناة إستثمارية جذابة تسعى للاستمرار في الإستثمار فيها في الفترات المقبلة " بمتوسط حسابي 3.18 وانحراف معياري 1.082 وتليها عبارة 23 " تعتقد أنه إذا إنخفض المؤشر بنسبة معينة سوف يتعافى بسرعة في الأيام القليلة المقبلة " بمتوسط حسابي 3.10 وانحراف معياري 1.122 وبعدها عبارة 21 " ستزيد من إستثماراتك في السنة المقبلة بالرغم من إنخفاض قيمة المؤشر في السوق " بمتوسط حسابي 2.94 وانحراف معياري 1.099 ومن هذا نخلص إلى أن صغار المستثمرين لا يبدون أي رأي حول تفاؤلهم في سوق الأوراق المالية وإستمرارهم في الإستثمار فيه، وعليه يوجد تأثير ضعيف لعامل التفاؤل المفرط على سلوكيات صغار المستثمرين.

يوضح الجدول رقم (03-14) أن عامل تفضيل الوضع الراهن حقق متوسط 2.642 وانحراف معياري 0.144 وبأهمية نسبية للعامل 53%. كما يتضح أن أهم عبارتين فيه هما العبارة 25 و 26 " ترى أن معرفتك

الجيدة لعدد محدود من الأسهم على أنها أفضل تنوع " والعبارة " تفضل شراء الأسهم المحلية عن الأسهم الدولية لتوفر المعلومات عنها بشكل جيد " بنفس المتوسط الحسابي 2.73 والانحراف المعياري 1.245 وتليها عبارة 24 " تفضل الاحتفاظ بالأسهم حتى إذا كان أداءها السابق غير مشجع " بمتوسط حسابي 2.48 وانحراف معياري 1.179 ومن هذا نخلص إلى أن صغار المستثمرين لا يبدون رأيهم حول تطلعاتهم للتنوع في الأسهم ولا فيما إذا كانوا سيتمسكون بعدد محدود منها وتفضيلهم الأسهم المحلية عن الأسهم الدولية، إلا أنهم لا يفضلون الاحتفاظ بالأسهم حتى إذا كان أداءها السابق غير مشجع. وعليه يوجد تأثير ضعيف لعامل تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه على سلوكيات صغار المستثمرين.

يوضح الجدول رقم (03-14) أن عامل تأثير الاستدلال حقق متوسط 2.738 وانحراف معياري 0.154 وبأهمية نسبية للعامل 55%. كما يتضح أن أهم عبارة فيه هي العبارة 27 " تعتمد عند إتخاذ القرار على الحقائق المؤكدة بدلا من التركيز على المعتقدات " متوسط حسابي 2.85 وانحراف معياري 1.301 وتليها عبارة 28 " غالبا ما تطبق قواعد وقرارات بديهية وتقديرية للمعلومات المختارة ولا تولي اهتمام لكافة المعلومات المتاحة " بمتوسط حسابي 2.63 وانحراف معياري 1.340 ومن هذا نخلص الى أن صغار المستثمرين لا يبدون رأيهم حول اعتمادهم على الحقائق المؤكدة بدلا من المعتقدات ولا في تطبيقهم لقواعد وقرارات بديهية للمعلومات المختارة ولا يولون أي اهتمام لكافة المعلومات المتاحة، وهذا ما يؤكد وجود تأثير ضعيف لعامل تأثير الاستدلال على سلوكيات صغار المستثمرين.

كما سبق التطرق في الجانب النظري للمتغيرات السلوكية ذات البعد المتعلق بالجوانب السيكلوجية للمستثمرين التي تؤثر على سلوكيات المستثمرين ومنه على قرارات الإستثمار التي تتكون من ؛ الأهداف والرغبات، الثقة المفرطة، النفور من الخسارة، النفور من المخاطرة، النفور من الاسف، سلوك القطيع، ظروف السوق، التفاؤل المفرط، تفضيل الوضع الراهن، وتأثير الاستدلال بإعتبارها من المتغيرات السلوكية التي تؤثر على قرارات صغار المستثمرين في سوق الأوراق المالية العربية. بحيث يوجد لظروف السوق، الأهداف والرغبات، النفور من الخسارة، النفور من الأسف، تأثير على السلوك بقيم متوسطة تبلغ 3.54 ؛ 3.44 ؛ 3.47 ؛ 3.52 على التوالي. بينما يوجد تأثير ضعيف للنفور من المخاطرة، التفاؤل المفرط، سلوك القطيع، الثقة المفرطة، تأثير الاستدلال، تفضيل الوضع الراهن على سلوكيات صغار المستثمرين عند إتخاذ القرارات الإستثمارية بقيم متوسطة تبلغ 2.91 ؛ 3.07 ؛ 2.87 ؛ 2.85 ؛ 2.73 ؛ 2.64 على التوالي. وعليه يهتم صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية بظروف السوق عندما يقررون تداول الأسهم، هذا يعني أنهم يولون أهمية بالغة للأوضاع والسياسة المتبعة في السوق.

ثانيا : إختبار الفرضية الجزئية الثانية :

- يوجد تأثير معنوي للعوامل المتعلقة بالقيم الشخصية والتفاعلات الاجتماعية للمستثمر على سلوك صغار المستثمرين.

الجدول رقم (03-15): تأثير العوامل المتعلقة بالقيم الشخصية والتفاعلات الاجتماعية على صغار المستثمرين					
الرقم	العبارات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	إتجاه العينة	الأهمية النسبية
29	للوازع الديني تأثير على الطريقة التي تنفق بها أموالك.	3.50	1.334	موافق	0.70
30	هناك تواصل بين معتقداتكم الدينية وقراركم للإستثمار.	3.48	1.284	موافق	0.70
31	تعتقد أن أرباحك المرتفعة تعود إلى توفيق من الله.	3.53	1.334	موافق	0.71
0.70	الجانب الديني		3.503	0.031	مرتفع
32	تعتقد أن صندوق الإستثمار المشترك قد يمتلك أسهم لبعض الشركات التي لا توافق عليها أخلاقيا.	3.35	1.204	محايد	0.67
33	قد يحدث أن تستثمر في الشركات غير الاخلاقية أو في صناديق الإستثمار التي تملك أسهم الشركات غير الأخلاقية.	3.08	1.446	محايد	0.62
34	يمكنك التوفيق بين الإستثمار في الشركات غير الاخلاقية وبين وازعك الديني.	3.03	1.408	محايد	0.61
35	الإستثمار في المنتجات المالية قد يكون غير متوافق مع المسائل الأخلاقية.	3.08	1.279	محايد	0.62
0.63	الجانب الاخلاقي		3.137	0.148	متوسط
36	تقوم بالالتزام لقضية اجتماعية كنتقديم تبرعات للجمعيات الخيرية.	3.03	1.402	محايد	0.61
37	تقوم بالمشاركة المباشرة في الأنشطة التطوعية كإطعام الفقراء مثلا.	2.79	1.547	محايد	0.56
38	تميل للمساهمة في الشركات الاجتماعية كالمساجد.	2.65	1.307	محايد	0.53
39	تدفعك المناسبات الدينية (قفة رمضان، الاعياد ...) للمشاركة في الجوانب الاجتماعية.	2.85	1.292	محايد	0.57
40	تساعد وسائل الاعلام (في الصحف والمجلات ومحطات التلفزيون...) في الحث على المشاركة في القضايا الاجتماعية.	2.78	1.298	محايد	0.56
41	تتأثر بالأحداث الكارثية (زلازل، فيضانات ...) للمشاركة في الجوانب الاجتماعية.	2.64	1.422	محايد	0.53
42	عادة ما تؤثر تجاربك الشخصية، تجارب افراد العائلة، الاصدقاء والزلاء في قرار المشاركة في الجوانب الاجتماعية.	2.83	1.435	محايد	0.57
43	تعتبر وسائل الاعلام (الصحف والمجلات ومحطات التلفزيون...) أهم مصدر بالنسبة لك لعروض الإستثمار المسؤول إجتماعيا.	2.73	1.368	محايد	0.55

44	يوعيكم حسابكم المصرفي لعروض الإستثمار المسؤول إجتماعيا.	2.47	1.278	غير موافق	0.49
45	توعيكم تفاعلات وتجارب افراد العائلة، الاصدقاء والزملاء لعروض الإستثمار الاجتماعي.	2.89	1.357	محايد	0.58
46	تعرف على عروض الإستثمار الاجتماعي من خلال نشرات الاصدار التسويقية للبنوك.	2.52	1.310	محايد	0.50
الجانب الاجتماعي		2.745	0.164	متوسط	0.55
المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25					

من الجدول رقم (03-15) نلاحظ أن عامل الجوانب الدينية حقق متوسط 3.503 وبانحراف معياري 0.031 وبأهمية نسبية للعامل 70%. كما يتضح أن كل العبارات فيه كانت تقريبا بنفس الأهمية. ومنه يتضح أنه للوازع الديني تأثير على الطريقة التي ينفق بها صغار المستثمرين أموالهم، وأن لديهم تواصل بين معتقداتهم الدينية وقرارتهم الإستثمارية وأيضا اعتقادهم الدائم بأن أرباحهم المرتفعة تعود إلى توفيق من الله. وعليه يوجد تأثير للعامل الديني على سلوكيات صغار المستثمرين.

يتضح من خلال الجدول رقم (03-15) أن العامل الاخلاقي حقق متوسط 3.137 بانحراف معياري 0.148 وبأهمية نسبية للعامل 63%. كما يتضح أن أهم عبارة هي العبارة 32 " تعتقد أن صندوق الإستثمار المشترك قد يمتلك أسهم لبعض الشركات التي لا توافق عليها أخلاقيا " متوسط 3.35 وبانحراف معياري 1.204 أما باقي العبارات كانت تقريبا بنفس الأهمية النسبية. ومنه يتضح أن صغار المستثمرين لا يبدون أي رأي حول إستثمارهم في الأسهم التي قد تكون غير متوافقة مع المسائل الأخلاقية، وهذا ما يؤكد وجود تأثير ضعيف للعامل الأخلاقي على سلوكيات صغار المستثمرين.

يتضح من خلال الجدول رقم (03-15) أن العامل الاجتماعي حقق متوسط 2.745 بانحراف معياري 0.164 وبأهمية نسبية للعامل 55%. كما يتضح أن أهم عبارة هي العبارة 36 " تقوم بالالتزام لقضية إجتماعية كتقديم تبرعات للجمعيات الخيرية " أما باقي العبارات فيه فكانت متفاوتة ولكنها متقاربة الأهمية النسبية. ومنه يتضح أن صغار المستثمرين لا يبدون أي رأي حول التزامهم بالقضايا الاجتماعية والأحداث التي تدفعهم لذلك، وعليه يوجد تأثير ضعيف للعامل الإجتماعي على سلوكيات صغار المستثمرين.

كما سبق التطرق في الجانب النظري للمتغيرات السلوكية ذات البعد المتعلق بالجوانب الاجتماعية والقيم الشخصية للمستثمر التي تؤثر على سلوكيات المستثمرين ومنه على قرارات الإستثمار التي تتكون من ؛ الجانب الديني، الجانب الاخلاقي، والجانب الاجتماعي، وهذا بإعتبارها من المتغيرات السلوكية التي تؤثر على قرارات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية. بحيث يوجد تأثير للجانب الديني بقيمة متوسطة 3.50. بينما يؤثر

الجانب الاخلاقي والجانب الاجتماعي تأثيرات ضعيفة بقيم متوسطة 3.13 و 2.74 على التوالي. وعليه يأخذ صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية معتقداتهم الدينية بعين الاعتبار في إتخاذ قراراتهم الإستثمارية ويسعون للتداول في الأسهم التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

ثالثا : إختبار الفرضية الجزئية الثالثة :

- يوجد تأثير معنوي للعوامل المتعلقة بالجوانب المعلوماتية على سلوك صغار المستثمرين.

الجدول رقم (03-16): تأثير العوامل المتعلقة بالجوانب المعلوماتية على سلوكيات صغار المستثمرين				
الرقم	العبارات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الأهمية النسبية
47	تقوم بالإستثمار بناء على نصائح الأصدقاء والزلاء وافراد العائلة.	2.81	1.239	0.56
48	تتمتع المعلومات المقدمة من الأقارب والأصدقاء والزلاء بموثوقية عالية.	2.60	1.146	0.52
49	مناقشة قراراتك الإستثمارية مع الزلاء يقلل من ضغوط خوفك من الخسارة.	2.66	1.242	0.53
50	تقوم بالإستثمار بناء على نصائح وتوصيات الخبراء والمحللين وباحثي السوق وسماسة الأوراق المالية.	2.92	1.341	0.58
المشورة والتوصية				
0.55		2.750	0.144	متوسط
51	تصدر المعلومات في السوق في الوقت المناسب.	2.81	1.267	0.56
52	كثيرا ما يحدث تباين وعدم تناسق للمعلومات في السوق.	4.01	1.260	0.80
53	لإختلاف المعلومات تأثير كبير على قراراتك الإستثمارية.	3.98	1.153	0.79
54	تتمتع المعلومات الواردة عن الشركات المدرجة في السوق بالصحة والشفافية.	3.29	1.239	0.66
المعلومات المالية				
0.70		3.522	0.126	مرتفع
55	لقد استثمرت وفقا لنصيحة خبير مالي (في الصحف والمجلات ومحطات التلفزيون...).	1.61	1.205	غير موافق بشدة
56	غالبا ما تتفاجئ بالأخبار الاقتصادية (اخبار الاقتصاد الجزئي والكلبي وتقارير الوكالات مثل البنك المركزي، صندوق النقد الدولي...).	1.82	1.121	غير موافق
وسائل الاعلام				
0.34		1.715	0.114	منخفض جدا

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25

يتضح من خلال الجدول رقم (03-16) أن عامل المشورة والتوصية حقق متوسط 2.750 بانحراف معياري 0.144 وبأهمية نسبية للعامل 55%. كما يتضح أن أهم عبارتين هما 47 و 50 وتليهما بعد ذلك العبارتين 48 و 49 بنفس الأهمية النسبية. ومنه يتضح أن صغار المستثمرين لا يبدون أي رأي حول قيامهم

بالإستثمار بناء على نصائح وتوصيات الاصدقاء والزملاء، افراد العائلة، الخبراء والمحللين، وسماسة الأوراق المالية. وعليه يوجد تأثير ضعيف لعامل التوصيات على سلوكيات صغار المستثمرين.

يتضح من خلال الجدول رقم (03-16) أن عامل المعلومات المالية حقق متوسط 3.522 بانحراف معياري 0.126 وبأهمية نسبية للعامل 70%. كما يتضح أن العبارتين 52 و 53 بنفس الأهمية وتليها العبارتين 54 ثم 51. ومنه يتضح أن صغار المستثمرين لا يبدون أي رأي حول معلوماتهم المالية من ناحية صدورها في الوقت المناسب، وتمتعها بالصحة والشفافية. بينما يصرحون بتباينها وعدم تناسقها وعليه يوجد تأثير لعامل المعلومات المالية على سلوكيات صغار المستثمرين.

يتضح من خلال الجدول رقم (03-16) أن عامل وسائل الاعلام حقق متوسط 1.715 بانحراف معياري 0.114 وبأهمية نسبية للعامل 34%. كما يتضح أن أهم عبارة فيه هي العبارة 56 " غالباً ما تتفاجئ بالأخبار الاقتصادية (أخبار الاقتصاد الجزئي والكلبي وتقارير الوكالات مثل البنك المركزي، صندوق النقد الدولي ...) " بمتوسط حسابي 1.82 بانحراف معياري 1.121 وتليها العبارة 55 " لقد إستثمرت وفقاً لنصيحة خبير مالي (في الصحف والمجلات ومحطات التلفزيون ...) " بمتوسط حسابي 1.61 بانحراف معياري 1.205 ومنه يتضح أن صغار المستثمرين لا يولون أي أهمية للأخبار الاقتصادية، ولا لنصائح الخبراء الماليين عبر الصحف والمجلات ومحطات التلفزيون. وهذا ما يؤكد عدم وجود تأثير لوسائل الاعلام على سلوكيات صغار المستثمرين.

كما سبق التطرق في الجانب النظري للمتغيرات السلوكية ذات البعد المتعلق بالجوانب المعلوماتية للمستثمر التي تؤثر على سلوكيات صغار المستثمرين ومنه على قرارات الإستثمار التي تتكون من ؛ المشورة والتوصية، المعلومات المالية، ووسائل الاعلام، وهذا باعتبارها من المتغيرات السلوكية التي تؤثر على قرارات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية. بحيث تؤثر المعلومات المالية على السلوك بقيمة متوسطة 3.52 وللمشورة والتوصية تأثير ضعيف بقيمة متوسطة تبلغ 2.75. بينما لا يوجد تأثير لوسائل الاعلام بقيمة متوسطة 1.71. وعليه يهتم صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية بالمعلومات المالية عندما يقررون تداول الأسهم هذا يعني أنهم يميلون إلى الاعتماد على مصادر المعلومات المألوفة والمتاحة لإستثماراتهم في الأسهم.

رابعاً : إختبار الفرضية الجزئية الرابعة :

- يوجد تأثير معنوي للعوامل المتعلقة بالإحتياجات المالية الشخصية على سلوك صغار المستثمرين.

الجدول رقم (03-17): تأثير العوامل المتعلقة بالإحتياجات المالية الشخصية على سلوكيات صغار المستثمرين					
الرقم	العبارات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	اتجاه العينة	الأهمية النسبية
57	غالباً ما تفضل الاستثمار عندما تتوفر الأموال الفائضة.	2.64	1.483	محايد	0.53
58	قد يحدث وأن تقوم بالإستثمار تعويضاً عن الخسائر السابقة.	0.96	1.295	غير موافق بشدة	0.19
59	عادة ما تستثمر بناء على تحركات السوق.	2.65	1.307	محايد	0.53
60	تقرر الإستثمار بناء على توقعات المحللين في وسائل الاعلام الإخبارية.	0.49	1.223	غير موافق بشدة	0.10
61	التنوع في الأسهم هو الدافع من إعادة إستثمار للعوائد.	1.91	1.392	غير موافق	0.38
62	يدفعك طموح الزيادة في أرباح الأسهم الى إعادة إستثمار عوائدك.	2.09	1.410	غير موافق	0.42
63	رغبة تخصيص الأسهم تدفعك لإعادة إستثمار العوائد.	0.52	1.289	غير موافق بشدة	0.10
64	لديك وجهة نظر متفائلة لسوق الأسهم في المستقبل القريب.	1.12	1.332	غير موافق بشدة	0.22
65	ينتابك شعور بالتشاؤم من سوق الأسهم في المستقبل القريب.	0.88	1.275	غير موافق بشدة	0.18
66	لا تسعى لأي تطلعات في سوق الأسهم في المستقبل القريب.	3.41	1.239	موافق	0.68
67	تركز كثيراً عن الارباح المحتملة قبل القيام بأي عملية الإستثمار.	2.23	1.252	غير موافق	0.45
68	تصبح أكثر تركيزاً عن الخسائر المحتملة قبل عملية الإستثمار.	1.03	1.431	غير موافق بشدة	0.20
69	تأخذ بعين الاعتبار توليفة عائد - مخاطر قبل القيام بعملية الإستثمار.	2.75	1.383	محايد	0.55
70	يرتفع معدل العائد على إستثماراتك عن معدل العائد المتوسط للسوق.	0.72	1.239	غير موافق بشدة	0.14
71	معدل العائد على إستثماراتك أقل من معدل العائد المتوسط للسوق.	2.60	1.389	محايد	0.52
72	يتساير معدل العائد على إستثماراتك مع معدل العائد المتوسط للسوق	2.64	1.422	محايد	0.53
0.36	الإحتياجات المالية	1.790	0.294	منخفض جداً	

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25

يتضح من خلال الجدول رقم (03-17) أن عامل الإحتياجات المالية حقق متوسط 1.790 بانحراف معياري 0.294 وبأهمية نسبية للعامل 36%. كما يتضح أن أهم عبارة فيه هي العبارة "66 لا تسعى لأي تطلعات في سوق الأسهم في المستقبل القريب" بمتوسط حسابي 3.41 بانحراف معياري 1.239 أما باقي العبارات تفاوتت بين المحايد وغير الموافق بشدة. ومنه يتضح أن صغار المستثمرين لا يولون أي أهمية لأي تطلعات في السوق بحيث لا يدفعهم طموح الزيادة في أرباح الأسهم إلى إعادة إستثمار عوائدهم. وهذا ما يؤكد عدم وجود تأثير للإحتياجات المالية على سلوكيات صغار المستثمرين.

2.3. إختبار الفروقات بين صغار المستثمرين في تأثير العوامل السلوكية : سيتم إختبار الفرضية الرئيسية الثانية لإختبار مختلف الفروق بإستخدام إختبار T-Test لعينتين مستقلتين وتحليل التباين الأحادي ANOVA لمعرفة الإختلافات الجوهرية بين صغار المستثمرين في إنتهاج سلوكياتهم الإستثمارية في أسواق الأوراق المالية بإختلاف الجنسين، السن، الخبرة في الإستثمار فضلا عن السوق الذي يستثمر فيه. سيتم إختبار الفرضية الرئيسية الثانية عن طريق مجموعة من الفرضيات الجزئية، وتنص الفرضية الرئيسية على :
 - توجد فروق جوهرية بين صغار المستثمرين في إنتهاج سلوكياتهم الإستثمارية في أسواق الأوراق المالية العربية.

اولا: إختبار الفرضية الجزئية الأولى : إختبار الفروقات حسب الجنس :

يتم في هذا العنصر تحليل الفروق في إختلاف درجة تأثير العوامل السلوكية على خيارات وتصورات صغار المستثمرين بإختلاف الجنسين، وهذا التحليل يفيد في معرفة أثر سلوكيات المستثمرين حسب طبيعة الجنس ذكر أو أنثى. وتنص الفرضية الجزئية على :

- توجد فروق ذات دلالة إحصائية في سلوكيات صغار المستثمرين حسب الجنس.

الجدول رقم(03-18) : تأثير العوامل السلوكية على قرارات صغار المستثمرين حسب طبيعة الجنس						
العوامل السلوكية	الجنس	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	قيمة t-test	درجة الحرية	مستوى المعنوية Sig
الأهداف والرغبات	ذكر	9.14	1.855	- 0.471	122	0.638
	أنثى	9.31	1.491			
الثقة المفرطة	ذكر	8.46	2.565	- 0.879	122	0.381
	أنثى	8.91	2.263			
النفور من الخسارة	ذكر	6.89	1.706	- 0.578	122	0.564
	أنثى	7.09	1.711			
	ذكر	11.75	2.242	2.727	122	0.011

			2.311	10.17	أنثى	النفور من المخاطرة
0.154	122	- 1.434	2.381	9.85	ذكر	النفور من الأسف
			2.140	10.53	أنثى	
0.287	122	- 1.069	2.544	8.49	ذكر	سلوك القطيع
			2.805	9.06	أنثى	
0.905	122	0.119	1.884	7.11	ذكر	ظروف السوق
			1.900	7.06	أنثى	
0.653	122	0.451	1.722	9.26	ذكر	التفاؤل المفرط
			2.038	9.09	أنثى	
0.000	122	3.954	2.067	7.97	ذكر	تفضيل الوضع الراهن
			2.177	6.31	أنثى	
0.016	122	- 2.323	1.817	5.24	ذكر	تأثير الاستدلال
			2.060	7.98	أنثى	
0.447	122	- 0.763	2.307	10.41	ذكر	الجانب الديني
			2.472	10.78	أنثى	
0.862	122	- 0.174	2.884	12.52	ذكر	الجانب الاخلاقي
			2.938	12.63	أنثى	
0.858	122	0.179	6.270	30.25	ذكر	الجوانب الاجتماعية
			4.922	30.03	أنثى	
0.105	122	- 1.653	2.767	10.72	ذكر	المشورة والتوصية
			3.374	11.81	أنثى	
0.001	122	3.483	2.278	12.33	ذكر	المعلومات المالية
			2.159	10.72	أنثى	
0.682	122	- 0.411	1.570	4.67	ذكر	وسائل الاعلام
			1.839	4.81	أنثى	
0.188	122	- 1.325	5.602	41.02	ذكر	الإحتياجات المالية
			7.074	42.66	أنثى	
المصدر : من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25						

يبين الجدول رقم (03-18) أثر متغير طبيعة الجنس في درجة إختلاف سلوكيات صغار المستثمرين، حيث سيتم إختبار هذه الفرضيات بالاعتماد على إختبار T-Test لعينتين مستقلتين حيث سيتم الإعتماد على مستوى معنوية 0.05 والذي ستقبل عنده الفرضية الصفرية ويتم رفضها في حالة مستوى المعنوية أقل من 0.05 ولإستخدام إختبار T-Test لابد من توفر شروطه وهي أن تكون البيانات رقمية، العينتين مستقلتين، العشوائية في الإختبار، والتجانس والإعتدالية. بالنسبة للشروط الثلاثة الأولى لا يمكن إختبارها إحصائياً ويفترض أن تكون

محققة أما شرط الاعتدالية بما أن حجم العينة أكبر من 30 وبالتالي نقول أن توزيع العينة يتبع التوزيع الطبيعي أي يحقق الاعتدالية. ومن خلال النتائج الخاصة بتحليل إختبار T-Test لدلالة الفروق بين العينات المستقلة عند مستوى المعنوية ($0.05 \geq \alpha$) يظهرها الجدول رقم (03-18) كالتالي :

بالنسبة للأهداف والرغبات :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في التخطيط بالأهداف حسب إختلاف الجنس.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في التخطيط بالأهداف حسب إختلاف الجنس.

من الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للتخطيط بالأهداف للذكور يساوي 9.14 بانحراف معياري 1.855 بينما المتوسط الحسابي للتخطيط بالأهداف للإناث يساوي 9.31 بانحراف معياري 1.491 وأيضا قيمة إختبار T تساوي (0.471) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.638 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين أهداف ورغبات صغار المستثمرين حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة الثقة المفرطة :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في ثقة المستثمر في قدراته ومهاراته حسب إختلاف الجنس.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في ثقة المستثمر في قدراته ومهاراته حسب إختلاف الجنس.

من الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للثقة المفرطة للذكور يساوي 8.46 بانحراف معياري 2.565 بينما المتوسط الحسابي للثقة المفرطة للإناث يساوي 8.91 بانحراف معياري 2.263 وأيضا قيمة إختبار T تساوي (0.879) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.381 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين صغار المستثمرين في ثقتهم في معارفهم ومهاراتهم حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة النفور من الخسارة :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الخسارة حسب إختلاف الجنس.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الخسارة حسب إختلاف الجنس.

الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للنفور من الخسارة للذكور يساوي 6.89 بانحراف معياري 1.706 بينما المتوسط الحسابي للنفور من الخسارة للإناث يساوي 7.09 بانحراف معياري 1.711 وأيضا قيمة إختبار T تساوي (0.578) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.564 وهي أكبر من مستوى

المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في نفور صغار المستثمرين من الخسارة حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة للنفور من المخاطرة :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من المخاطرة حسب إختلاف الجنس.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من المخاطرة حسب إختلاف الجنس.

الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للنفور من المخاطرة للذكور يساوي 11.75 بانحراف معياري 2.242 بينما المتوسط الحسابي للنفور من المخاطرة للإناث يساوي 10.17 بانحراف معياري 2.311 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 2.727 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.011 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية البديلة، مما يعني بأنه توجد فروق بين المستثمرين في نفور صغار المستثمرين من المخاطرة حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة للنفور من الاسف :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الاسف حسب إختلاف الجنس.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الاسف حسب إختلاف الجنس.

الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للنفور من الاسف للذكور يساوي 9.85 بانحراف معياري 2.381 بينما المتوسط الحسابي للنفور من الاسف للإناث يساوي 10.53 بانحراف معياري 2.140 وأيضا قيمة إختبار T تساوي (1.434) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.154 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في نفور صغار المستثمرين من الاسف حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة سلوك القطيع :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لسلوك الآخرين حسب إختلاف الجنس.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لسلوك الآخرين حسب إختلاف الجنس.

الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي لسلوك قطع المستثمرين الذكور يساوي 8.49 بانحراف معياري 2.544 بينما المتوسط الحسابي لسلوك قطع المستثمرين الإناث يساوي 9.06 بانحراف معياري 2.805 وأيضا قيمة إختبار T تساوي (1.069) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.287 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في إتباع صغار المستثمرين سلوك القطيع حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة لظروف السوق :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لحركة وظروف السوق حسب إختلاف الجنس.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لحركة وظروف السوق حسب إختلاف الجنس.

الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي لحركة وظروف السوق للذكور يساوي 7.11 بانحراف معياري 1.884 بينما المتوسط الحسابي لحركة وظروف السوق للإناث يساوي 7.06 بانحراف معياري 1.900 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 0.119 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.905 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تتبع صغار المستثمرين لحركة وظروف السوق حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة للتفاؤل المفرط :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في اندفاع المستثمرين للتفاؤل المفرط حسب إختلاف الجنس.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في اندفاع المستثمرين للتفاؤل المفرط حسب إختلاف الجنس.

الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للتفاؤل المفرط للذكور يساوي 9.26 بانحراف معياري 1.722 بينما المتوسط الحسابي للتفاؤل المفرط للإناث يساوي 9.09 بانحراف معياري 2.038 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 0.451 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.653 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في اندفاعهم للتفاؤل المفرط حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة لتفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تفضيل المستثمرين للوضع الراهن حسب إختلاف الجنس.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تفضيل المستثمرين للوضع الراهن حسب إختلاف الجنس.

الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي لتفضيل الوضع الراهن للذكور يساوي 7.97 بانحراف معياري 2.067 بينما المتوسط الحسابي لتفضيل الوضع الراهن للإناث يساوي 6.31 بانحراف معياري 2.177 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 3.954 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.000 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية البديلة، مما يعني بأنه توجد فروق بين المستثمرين في تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة تأثير الاستدلال :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تطبيق المستثمرين لقواعد الاستدلال حسب إختلاف الجنس.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تطبيق المستثمرين لقواعد الاستدلال حسب إختلاف الجنس.

الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي لتأثير الاستدلال للذكور يساوي 5.24 بانحراف معياري 1.817 بينما المتوسط الحسابي لتأثير الاستدلال للإناث يساوي 7.98 بانحراف معياري 2.060 وأيضا قيمة إختبار T تساوي (2.323) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.016 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية البديلة، مما يعني بأنه توجد فروق بين المستثمرين في تطبيق قواعد الاستدلال والقرارات البديهية حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة للجانب الديني :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في معتقداتهم الدينية حسب إختلاف الجنس.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في معتقداتهم الدينية حسب إختلاف الجنس.

الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للوابع الديني للذكور يساوي 10.41 بانحراف معياري 2.307 بينما المتوسط الحسابي للوابع الديني للإناث يساوي 10.78 بانحراف معياري 2.472 وأيضا قيمة إختبار T تساوي (0.763) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.447 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في معتقداتهم الدينية حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة للجانب الاخلاقي :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاخلاقية للمستثمرين حسب إختلاف الجنس.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاخلاقية للمستثمرين حسب إختلاف الجنس.

الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للجانب الاخلاقي للذكور يساوي 12.52 بانحراف معياري 2.884 بينما المتوسط الحسابي للجانب الاخلاقي للإناث يساوي 12.63 بانحراف معياري 2.938 وأيضا قيمة إختبار T تساوي (0.174) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.862 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في المسائل المتعلقة بالجوانب الاخلاقية حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة للجوانب الاجتماعية :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاجتماعية للمستثمرين حسب إختلاف الجنس.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاجتماعية للمستثمرين حسب إختلاف الجنس.

الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للجوانب الاجتماعية للذكور يساوي 30.25 بانحراف معياري 6.270 بينما المتوسط الحسابي للجوانب الاجتماعية للإناث يساوي 30.03 بانحراف معياري 4.922 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 0.179 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.858 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في القضايا المتعلقة بالجوانب الاجتماعية حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة للمشورة والتوصية :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تلقي النصائح والتوصيات حسب إختلاف الجنس.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تلقي النصائح والتوصيات حسب إختلاف الجنس.

الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي لتوصيات المستثمرين الذكور يساوي 10.72 بانحراف معياري 2.767 بينما المتوسط الحسابي لتوصيات المستثمرين الإناث يساوي 11.81 بانحراف معياري 3.374 وأيضا قيمة إختبار T تساوي (1.653) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.105 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تلقي نصائح وتوصيات الخبراء، المحللين، الاصدقاء وافراد العائلة حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة للمعلومات المالية :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في إختلاف المعلومات المالية للمستثمرين حسب إختلاف الجنس.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في إختلاف المعلومات المالية للمستثمرين حسب إختلاف الجنس.

الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للمعلومات المالية للمستثمرين الذكور يساوي 12.33 بانحراف معياري 2.278 بينما المتوسط الحسابي للمعلومات المالية للمستثمرين الإناث يساوي 10.72 بانحراف معياري 2.159 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 3.483 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.001 وهي أصغر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية البديلة، مما يعني بأنه توجد فروق بين المستثمرين في تلقي وإستقبال وتوفر المعلومات المالية حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة لوسائل الاعلام :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تتبع وسائل الاعلام حسب إختلاف الجنس.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تتبع وسائل الاعلام حسب إختلاف الجنس.

الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي لوسائل الاعلام للذكور يساوي 4.67 بانحراف معياري 1.570 بينما المتوسط الحسابي لوسائل الاعلام للإناث يساوي 4.81 بانحراف معياري 1.839 وأيضا قيمة إختبار T تساوي (0.411) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.682 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تتبع وسائل الاعلام حسب إختلاف أجناسهم.

بالنسبة للإحتياجات المالية :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الإحتياجات المالية للمستثمرين حسب إختلاف الجنس.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الإحتياجات المالية للمستثمرين حسب إختلاف الجنس.

الجدول رقم (03-18) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للإحتياجات المالية للذكور يساوي 41.02 بانحراف معياري 5.602 بينما المتوسط الحسابي للإحتياجات المالية للإناث يساوي 42.66 بانحراف معياري 7.074 وأيضا قيمة إختبار T تساوي (1.325) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.188 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في إحتياجاتهم المالية الشخصية حسب إختلاف أجناسهم.

ثانيا : إختبار الفرضية الجزئية الثانية : إختبار الفروقات حسب السن :

سيتم تحليل الفروق في إختلاف درجة تأثير العوامل السلوكية على خيارات وتصورات صغار المستثمرين بإختلاف أعمارهم، وهذا التحليل يفيد في معرفة أثر سلوكيات صغار المستثمرين حسب الفئات العمرية للمستثمرين. أين سيتم إختبار مختلف الفروق بإستخدام تحليل التباين الأحادي ANOVA

الجدول رقم (03-19): تأثير العوامل السلوكية على قرارات صغار المستثمرين حسب السن						
العوامل السلوكية	الفئة العمرية	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	قيمة F	درجة الحرية	مستوى المعنوية Sig
الأهداف والرغبات	18 - 25 سنة	8.89	1.669	2.614	119	0.043
	26 - 35 سنة	8.90	1.620			
	36 - 45 سنة	9.25	1.578			
	46 - 55 سنة	9.11	2.166			

			1.900	9.11	أكثر من 56 سنة	
0.916	119	0.239	3.543	8.38	18 - 25 سنة	الثقة المفرطة
			2.434	8.52	26 - 35 سنة	
			2.461	8.83	36 - 45 سنة	
			2.512	8.36	46 - 55 سنة	
			2.108	8.22	أكثر من 56 سنة	
0.206	119	1.501	1.458	7.88	18 - 25 سنة	النفور من الخسارة
			1.492	7.32	26 - 35 سنة	
			1.887	6.81	36 - 45 سنة	
			1.732	6.54	46 - 55 سنة	
			1.093	6.78	أكثر من 56 سنة	
0.534	119	0.789	2.605	11.75	18 - 25 سنة	النفور من المخاطرة
			2.158	11.48	26 - 35 سنة	
			2.549	11.73	36 - 45 سنة	
			1.503	12.04	46 - 55 سنة	
			2.651	10.56	أكثر من 56 سنة	
0.985	119	0.093	2.295	9.88	18 - 25 سنة	النفور من الأسف
			2.339	10.16	26 - 35 سنة	
			2.414	9.96	36 - 45 سنة	
			2.292	9.93	46 - 55 سنة	
			2.500	10.33	أكثر من 56 سنة	
0.494	119	0.853	1.581	7.25	18 - 25 سنة	سلوك القطيع
			2.985	8.61	26 - 35 سنة	
			2.696	8.92	36 - 45 سنة	
			2.234	8.79	46 - 55 سنة	
			2.646	8.00	أكثر من 56 سنة	
0.990	119	0.073	1.458	7.13	18 - 25 سنة	ظروف السوق
			1.906	6.97	26 - 35 سنة	
			1.864	7.13	36 - 45 سنة	
			2.025	7.11	46 - 55 سنة	
			2.121	7.33	أكثر من 56 سنة	
0.753	119	0.476	1.768	9.63	18 - 25 سنة	التداول المفرط
			2.046	9.42	26 - 35 سنة	
			1.695	8.98	36 - 45 سنة	

			1.726	9.36	46 - 55 سنة	
			1.936	9.00	أكثر من 56 سنة	
0.615	119	0.669	1.832	8.25	18 - 25 سنة	تفضيل الوضع الراهن
			2.476	8.06	26 - 35 سنة	
			1.798	7.71	36 - 45 سنة	
			2.242	8.29	46 - 55 سنة	
			1.922	7.22	أكثر من 56 سنة	
0.577	119	0.725	1.808	4.88	18 - 25 سنة	تأثير الاستدلال
			1.720	5.68	26 - 35 سنة	
			2.058	5.65	36 - 45 سنة	
			1.609	5.07	46 - 55 سنة	
			2.449	5.67	أكثر من 56 سنة	
0.693	119	0.559	1.690	11.00	18 - 25 سنة	الجانب الديني
			2.430	10.35	26 - 35 سنة	
			2.319	10.67	36 - 45 سنة	
			2.638	10.07	46 - 55 سنة	
			1.833	11.11	أكثر من 56 سنة	
0.230	119	1.426	4.069	13.38	18 - 25 سنة	الجانب الاخلاقي
			2.513	13.13	26 - 35 سنة	
			2.989	12.44	36 - 45 سنة	
			2.615	11.61	46 - 55 سنة	
			2.915	13.33	أكثر من 56 سنة	
0.450	119	0.928	5.928	32.50	18 - 25 سنة	الجوانب الاجتماعية
			5.235	31.00	26 - 35 سنة	
			5.634	30.00	36 - 45 سنة	
			6.766	29.82	46 - 55 سنة	
			7.091	27.56	أكثر من 56 سنة	
0.991	119	0.069	3.991	10.75	18 - 25 سنة	المشورة والتوصية
			3.226	10.84	26 - 35 سنة	
			2.740	11.06	36 - 45 سنة	
			2.932	11.18	46 - 55 سنة	
			2.892	10.89	أكثر من 56 سنة	
0.969	119	0.136	2.100	12.13	18 - 25 سنة	المعلومات المالية
			2.811	12.03	26 - 35 سنة	

			2.143	11.79	36 – 45 سنة	
			2.333	12.04	46 – 55 سنة	
			2.351	11.56	أكثر من 56 سنة	
0.153	119	1.705	1.195	3.50	18 – 25 سنة	وسائل الاعلام
			1.523	4.58	26 – 35 سنة	
			1.742	4.83	36 – 45 سنة	
			1.531	4.75	46 – 55 سنة	
			1.810	5.44	أكثر من 56 سنة	
0.717	119	0.526	6.198	41.88	18 – 25 سنة	الإحتياجات المالية
			5.269	41.03	26 – 35 سنة	
			6.127	40.77	36 – 45 سنة	
			6.508	42.71	46 – 55 سنة	
			6.918	42.11	أكثر من 56 سنة	
المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS v25						

يبين الجدول رقم (03-19) أثر متغير السن في درجة إختلاف سلوكيات صغار المستثمرين، حيث سيتم إختبار هذه الفرضيات بالاعتماد على إختبار ANOVA وسيتم إعتقاد مستوى معنوية 0.05 والذي ستقبل عنده الفرضية الصفرية ويتم رفضها في حالة مستوى المعنوية أقل من 0.05 ومن خلال النتائج الخاصة بتحليل إختبار ANOVA لدلالة الفروق بين العينات عند مستوى المعنوية $(0.05 \geq \alpha)$ يظهرها الجدول رقم (03-19) كالتالي :

بالنسبة للأهداف والرغبات :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في التخطيط بالأهداف حسب السن.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في التخطيط بالأهداف حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن أكبر متوسط حسابي للتخطيط بالأهداف هو للفئة العمرية من 36 – 45 سنة ويساوي 09.25 بانحراف معياري 1.578 وأيضاً قيمة إختبار F تساوي 2.614 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.043 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية البديلة، مما يعني بأنه توجد فروق بين أهداف ورغبات صغار المستثمرين حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة لثقة المفرطة :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في ثقة المستثمرين في قدراتهم ومهاراتهم حسب السن.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في ثقة المستثمرين في قدراتهم ومهاراتهم حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن متوسطات الثقة المفرطة كانت متقاربة وكان أكبرها للفئة العمرية من 36- 45 سنة ويساوي 8.83 بانحراف معياري 2.461 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 0.239 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.916 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين صغار المستثمرين في ثقتهم في معارفهم ومهاراتهم حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة لنفور من الخسارة :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الخسارة حسب السن.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الخسارة حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن متوسطات النفور من الخسارة متقاربة وكان أكبرها للفئة العمرية من 18 - 25 سنة ويساوي 7.88 بانحراف معياري 1.458 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 1.501 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.206 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في نفور صغار المستثمرين من الخسارة حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة لنفور من المخاطرة :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من المخاطرة حسب السن.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من المخاطرة حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن متوسطات النفور من المخاطرة متقاربة وكان أكبرها للفئة العمرية من 46- 55 سنة ويساوي 12.04 بانحراف معياري 1.503 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 0.789 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.534 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في نفور صغار المستثمرين من المخاطرة حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة لنفور من الاسف :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الاسف حسب السن.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الاسف حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن أكبر متوسط حسابي للنفور من الاسف للفئة العمرية لأكثر من 56 سنة ويساوي 10.33 بانحراف معياري 2.500 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 0.093 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.985 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في نفور صغار المستثمرين من الاسف حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة لسلوك القطيع :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لسلوك الآخرين حسب السن.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لسلوك الآخرين حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن أكبر متوسط حسابي لسلوك قطع المستثمرين للفئة العمرية من 36- 45 سنة ويساوي 8.92 بانحراف معياري 2.696 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 0.853 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.494 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في إتباع صغار المستثمرين سلوك القطيع حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة لظروف السوق :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لحركة وظروف السوق حسب السن.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لحركة وظروف السوق حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن متوسطات حركة وظروف السوق متقاربة وأكبرها للفئة العمرية لأكثر من 56 سنة ويساوي 7.33 بانحراف معياري 2.121 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 0.073 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.990 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تتبع صغار المستثمرين لحركة وظروف السوق حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة لتفاوتل المفرد :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في اندفاع المستثمرين لتفاوتل المفرد حسب السن.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في اندفاع المستثمرين لتفاوتل المفرد حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن متوسطات التفاؤل المفرد متقاربة وأكبرها للفئة العمرية من 18-25 سنة ويساوي 9.63 بانحراف معياري 1.768 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 0.476 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.753 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في اندفاعهم لتفاوتل المفرد حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة لتفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تفضيل المستثمرين للوضع الراهن حسب السن.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تفضيل المستثمرين للوضع الراهن حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن متوسطات لتفضيل الوضع الراهن متقاربة وأكبرها للفئة العمرية من 46-55 سنة ويساوي 8.29 بانحراف معياري 2.242 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 0.669 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.615 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة لتأثير الاستدلال :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تطبيق المستثمرين لقواعد الاستدلال حسب السن.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تطبيق المستثمرين لقواعد الاستدلال حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن متوسطات لتأثير الاستدلال متقاربة وأكبرها للفئة العمرية من 26-35 سنة ويساوي 5.68 بانحراف معياري 1.720 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 0.725 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.577 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تطبيق قواعد الاستدلال والقرارات البديهية حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة للجانب الديني :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في معتقداتهم الدينية حسب السن.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في معتقداتهم الدينية حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن متوسطات الوازع الديني متقاربة وأكبرها للفئة العمرية لأكثر من 56 سنة ويساوي 11.11 بانحراف معياري 1.833 وأيضاً قيمة إختبار F تساوي 0.559 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.693 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في معتقداتهم الدينية حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة للجانب الاخلاقي :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاخلاقية للمستثمرين حسب السن.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاخلاقية للمستثمرين حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن أكبر متوسط حسابي للجانب الاخلاقي كان للفئة العمرية من 18 - 25 سنة ويساوي 13.38 بانحراف معياري 4.069 وأيضاً قيمة إختبار F تساوي 1.426 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.230 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في المسائل المتعلقة بالجوانب الاخلاقية حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة للجوانب الاجتماعية :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاجتماعية للمستثمرين حسب السن.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاجتماعية للمستثمرين حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن أكبر متوسط حسابي للجوانب الاجتماعية للفئة العمرية من 18-25 سنة ويساوي 32.50 بانحراف معياري 5.928 وأيضاً قيمة إختبار F تساوي 0.928 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.450 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في القضايا المتعلقة بالجوانب الاجتماعية حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة للمشورة والتوصية :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تلقي النصائح والتوصيات حسب السن.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تلقي النصائح والتوصيات حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن متوسطات توصيات المستثمرين متقاربة وأكبرها في الفئة العمرية من 46-55 سنة ويساوي 11.18 بانحراف معياري 2.932 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 0.069 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.991 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تلقي نصائح وتوصيات الخبراء، المحللين، الاصدقاء وافراد العائلة حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة للمعلومات المالية

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في إختلاف المعلومات المالية للمستثمرين حسب السن.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في إختلاف المعلومات المالية للمستثمرين حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن متوسطات المعلومات المالية للمستثمرين متقاربة وأكبرها للفئة العمرية من 18-25 سنة ويساوي 12.13 بانحراف معياري 2.100 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 0.136 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.969 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تلقي وإستقبال وتوفر المعلومات المالية حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة لوسائل الاعلام :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تتبع وسائل الاعلام حسب السن.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تتبع وسائل الاعلام حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن أكبر متوسط حسابي لوسائل الاعلام في الفئة العمرية لأكثر من 56 سنة ويساوي 5.44 بانحراف معياري 1.810 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 1.705 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.153 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تتبع وسائل الاعلام حسب إختلاف أعمارهم.

بالنسبة للإحتياجات المالية

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الإحتياجات المالية للمستثمرين حسب السن.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الإحتياجات المالية للمستثمرين حسب السن.

من الجدول رقم (03-19) نلاحظ أن متوسطات الإحتياجات المالية متقاربة وأكبرها للفئة العمرية من 46 – 55 سنة ويساوي 42.71 بانحراف معياري 6.508 وأيضاً قيمة إختبار F تساوي 0.526 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.717 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في إحتياجاتهم المالية الشخصية حسب إختلاف أعمارهم.

ثالثاً : إختبار الفرضية الجزئية الثالثة : إختبار الفروقات حسب الخبرة في الإستثمار :

الجدول رقم (03-20): تأثير العوامل السلوكية على قرارات صغار المستثمرين حسب الخبرة في الإستثمار						
العوامل السلوكية	الجنس	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	قيمة F	درجة الحرية	مستوى المعنوية Sig
الأهداف والرغبات	أقل من 1 سنة	9.50	1.567	0.363	119	0.835
	من 1- 3 سنوات	9.33	1.875			
	من 3- 5 سنوات	8.86	2.032			
	من 5- 10 سنوات	9.32	1.838			
	أكثر من 10 سنوات	9.11	1.641			
الثقة المفرطة	أقل من 1 سنة	8.00	2.629	1.185	119	0.321
	من 1- 3 سنوات	9.25	3.251			
	من 3- 5 سنوات	8.62	2.397			
	من 5- 10 سنوات	7.97	1.817			
	أكثر من 10 سنوات	8.98	2.684			
النفور من الخسارة	أقل من 1 سنة	7.83	1.030	1.116	119	0.352
	من 1- 3 سنوات	7.08	1.881			
	من 3- 5 سنوات	6.62	2.037			
	من 5- 10 سنوات	6.97	1.696			
	أكثر من 10 سنوات	6.80	1.618			
النفور من المخاطرة	أقل من 1 سنة	10.75	2.050	2.594	119	0.040
	من 1- 3 سنوات	12.67	1.303			
	من 3- 5 سنوات	10.71	2.327			
	من 5- 10 سنوات	11.59	2.017			

			2.470	12.11	أكثر من 10 سنوات	
0.038	119	2.619	2.663	9.00	أقل من 1 سنة	النفور من الأسف
			1.403	11.83	من 1 - 3 سنوات	
			2.261	9.71	من 3 - 5 سنوات	
			1.969	9.94	من 5 - 10 سنوات	
			2.545	10.02	أكثر من 10 سنوات	
0.090	119	2.065	1.443	7.92	أقل من 1 سنة	سلوك القطيع
			3.397	9.08	من 1 - 3 سنوات	
			2.562	8.48	من 3 - 5 سنوات	
			2.583	9.59	من 5 - 10 سنوات	
			2.544	8.07	أكثر من 10 سنوات	
0.602	119	0.688	1.850	7.17	أقل من 1 سنة	ظروف السوق
			1.815	6.75	من 1 - 3 سنوات	
			2.179	6.62	من 3 - 5 سنوات	
			1.305	7.41	من 5 - 10 سنوات	
			2.132	7.16	أكثر من 10 سنوات	
0.158	119	1.685	1.832	10.42	أقل من 1 سنة	التفاوت المفرط
			2.480	9.17	من 1 - 3 سنوات	
			1.884	8.95	من 3 - 5 سنوات	
			1.669	8.94	من 5 - 10 سنوات	
			1.583	9.24	أكثر من 10 سنوات	
0.550	119	0.765	2.236	7.50	أقل من 1 سنة	تفضيل الوضع الراهن
			2.065	7.42	من 1 - 3 سنوات	
			2.442	8.19	من 3 - 5 سنوات	
			1.838	7.68	من 5 - 10 سنوات	
			2.080	8.24	أكثر من 10 سنوات	
0.496	119	0.850	2.109	5.92	أقل من 1 سنة	تأثير الاستدلال
			2.316	5.50	من 1 - 3 سنوات	
			1.774	5.05	من 3 - 5 سنوات	
			1.610	5.21	من 5 - 10 سنوات	
			1.967	5.76	أكثر من 10 سنوات	
0.221	119	1.453	2.353	10.08	أقل من 1 سنة	الجانب الديني
			2.429	11.08	من 1 - 3 سنوات	
			2.291	10.95	من 3 - 5 سنوات	

			2.088	10.94	من 5- 10 سنوات	
			2.481	9.93	أكثر من 10 سنوات	
0.623	119	0.657	2.747	13.50	أقل من 1 سنة	الجانب الاخلاقي
			3.825	13.08	من 1- 3 سنوات	
			2.578	11.95	من 3- 5 سنوات	
			3.165	12.50	من 5- 10 سنوات	
			2.590	12.47	أكثر من 10 سنوات	
0.699	119	0.550	6.681	32.50	أقل من 1 سنة	الجوانب الاجتماعية
			6.417	30.50	من 1- 3 سنوات	
			5.483	30.19	من 3- 5 سنوات	
			6.055	29.94	من 5- 10 سنوات	
0.383	119	1.054	3.528	10.92	أقل من 1 سنة	دعاية التوصية
			3.088	10.92	من 1- 3 سنوات	
			3.341	11.48	من 3- 5 سنوات	
			2.552	10.18	من 5- 10 سنوات	
			2.865	11.44	أكثر من 10 سنوات	
0.380	119	1.060	2.558	13.00	أقل من 1 سنة	المعلومات المالية
			1.775	11.67	من 1- 3 سنوات	
			2.476	11.86	من 3- 5 سنوات	
			2.572	12.15	من 5- 10 سنوات	
			2.170	11.53	أكثر من 10 سنوات	
0.274	119	1.301	1.929	4.08	أقل من 1 سنة	وسائل الاعلام
			2.038	4.83	من 1- 3 سنوات	
			1.662	4.52	من 3- 5 سنوات	
			1.445	5.18	من 5- 10 سنوات	
			1.545	4.58	أكثر من 10 سنوات	
0.983	119	0.097	5.410	42.00	أقل من 1 سنة	الإحتياجات المالية
			7.253	41.33	من 1- 3 سنوات	
			5.509	41.95	من 3- 5 سنوات	
			6.203	41.06	من 5- 10 سنوات	
			6.177	41.38	أكثر من 10 سنوات	
المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS v25						

يبين الجدول رقم (03-20) أثر متغير الخبرة في الإستثمار في درجة إختلاف سلوكيات صغار المستثمرين، ومن خلال النتائج الخاصة بتحليل إختبار ANOVA لدلالة الفروق بين العينات عند مستوى المعنوية $(\alpha) \geq 0.05$ يظهرها الجدول رقم (03-20) كالتالي :

بالنسبة للأهداف والرغبات :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في التخطيط بالأهداف حسب الخبرة في الإستثمار.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في التخطيط بالأهداف حسب الخبرة في الإستثمار.

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن أكبر متوسط حسابي للتخطيط بالأهداف هو للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية اقل من 1 سنة ويساوي 9.50 بانحراف معياري 1.567 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 0.363 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.835 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين أهداف ورغبات صغار المستثمرين حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة لثقة المفردة :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في ثقة المستثمرين في قدراتهم ومهاراتهم حسب الخبرة في الإستثمار.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في ثقة المستثمرين في قدراتهم ومهاراتهم حسب الخبرة في الإستثمار.

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن متوسطات الثقة المفردة كانت متقاربة وكان أكبرها للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية من 1-3 سنوات ويساوي 9.25 بانحراف معياري 3.251 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 1.185 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.321 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين صغار المستثمرين في ثقتهم في معارفهم ومهاراتهم حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة لنفور من الخسارة :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الخسارة حسب الخبرة في الإستثمار.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الخسارة حسب الخبرة في الإستثمار.

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن متوسطات النفور من الخسارة متقاربة وكان أكبرها للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية اقل من 1 سنة ويساوي 7.83 بانحراف معياري 1.030 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 1.116 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.352 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في نفور صغار المستثمرين من الخسارة حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة لنفور من المخاطرة :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من المخاطرة حسب الخبرة في الإستثمار.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من المخاطرة حسب الخبرة في الإستثمار.

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن متوسطات النفور من المخاطرة متقاربة وكان أكبرها للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية من 1 - 3 سنوات ويساوي 12.67 بانحراف معياري 1.303 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 2.594 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.040 وهي أصغر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية البديلة، مما يعني بأنه توجد فروق بين المستثمرين في نفور صغار المستثمرين من المخاطرة حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة لنفور من الاسف :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الاسف حسب الخبرة في الإستثمار.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الاسف حسب الخبرة في الإستثمار.

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن أكبر متوسط حسابي للنفور من الاسف للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية من 1 - 3 سنوات ويساوي 11.83 بانحراف معياري 1.403 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 2.619 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.038 وهي أصغر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية البديلة، مما يعني بأنه توجد فروق بين المستثمرين في نفور صغار المستثمرين من الاسف حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة لسلوك القطيع :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لسلوك الآخرين حسب الخبرة في الإستثمار.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لسلوك الآخرين حسب الخبرة في الإستثمار.

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن أكبر متوسط حسابي لسلوك قطيع المستثمرين للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية من 5 - 10 سنوات ويساوي 9.59 بانحراف معياري 2.583 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 2.065 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.090 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في إتباع صغار المستثمرين سلوك القطيع حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة لظروف السوق :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لحركة وظروف السوق حسب الخبرة في الإستثمار.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لحركة وظروف السوق حسب الخبرة في الإستثمار.

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن متوسطات حركة وظروف السوق متقاربة وأكبرها للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية من 5 - 10 سنوات ويساوي 7.41 بانحراف معياري 1.305 وأيضاً قيمة إختبار F تساوي 0.688 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.602 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تتبع صغار المستثمرين لحركة وظروف السوق حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة لتفاؤل المفرط :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في اندفاع المستثمرين للتفاؤل المفرط حسب الخبرة في الإستثمار.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في اندفاع المستثمرين للتفاؤل المفرط حسب الخبرة في الإستثمار.

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن أكبر متوسط حسابي للتفاؤل المفرط للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية اقل من 1 سنة ويساوي 10.42 بانحراف معياري 1.832 وأيضاً قيمة إختبار F تساوي 1.685 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.158 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في اندفاعهم للتفاؤل المفرط حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة لتفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تفضيل المستثمرين للوضع الراهن حسب الخبرة في الإستثمار.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تفضيل المستثمرين للوضع الراهن حسب الخبرة في الإستثمار.

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن متوسطات تفضيل الوضع الراهن متقاربة وأكبرها للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية من 5 - 10 سنوات ويساوي 7.68 بانحراف معياري 1.838 وأيضاً قيمة إختبار F تساوي 0.765 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.550 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة لتأثير الاستدلال :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تطبيق المستثمرين لقواعد الاستدلال حسب الخبرة في الإستثمار.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تطبيق المستثمرين لقواعد الاستدلال حسب الخبرة في الإستثمار.

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن متوسطات لتأثير الاستدلال متقاربة وأكبرها للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية اقل من 1 سنة ويساوي 5.92 بانحراف معياري 2.109 وأيضاً قيمة إختبار F تساوي 0.850 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.496 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تطبيق قواعد الاستدلال والقرارات البديهية حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة للجانب الديني :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في معتقداتهم الدينية حسب الخبرة في الإستثمار.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في معتقداتهم الدينية حسب الخبرة في الإستثمار.

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن متوسطات الوازع الديني متقاربة وأكبرها للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية من 3 - 5 سنوات ويساوي 10.95 بانحراف معياري 2.291 وأيضاً قيمة إختبار F تساوي 1.453 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.221 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في معتقداتهم الدينية حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة للجانب الاخلاقي :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاخلاقية للمستثمرين حسب الخبرة في الإستثمار.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاخلاقية للمستثمرين حسب الخبرة في الإستثمار.

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن متوسطات الجانب الاخلاقي كانت متقاربة وأكبرها كان للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية اقل من 1 سنة ويساوي 13.50 بانحراف معياري 2.747 وأيضاً قيمة إختبار F تساوي 0.657 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.623 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في المسائل المتعلقة بالجوانب الاخلاقية حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة للجوانب الاجتماعية :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاجتماعية للمستثمرين حسب الخبرة في الإستثمار .

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاجتماعية للمستثمرين حسب الخبرة في الإستثمار .

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن متوسطات الجوانب الاجتماعية للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية أقل من 1 سنة ويساوي 32.50 بانحراف معياري 6.681 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 0.550 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.699 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في القضايا المتعلقة بالجوانب الاجتماعية حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة للمشورة والتوصية :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تلقي النصائح والتوصيات حسب الخبرة في الإستثمار .

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تلقي النصائح والتوصيات حسب الخبرة في الإستثمار .

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن متوسطات توصيات المستثمرين متقاربة و أكبرها للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية من 3 – 5 سنوات ويساوي 11.48 بانحراف معياري 3.341 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 1.054 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.383 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تلقي نصائح وتوصيات الخبراء، المحللين، الاصدقاء وافراد العائلة حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة للمعلومات المالية

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في إختلاف المعلومات المالية للمستثمرين حسب الخبرة في الإستثمار .

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في إختلاف المعلومات المالية للمستثمرين حسب الخبرة في الإستثمار .

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن أكبر متوسط حسابي للمعلومات المالية متقاربة للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية اقل من 1 سنة ويساوي 13.00 بانحراف معياري 2.558 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 1.060 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.380 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تلقي وإستقبال وتوفر المعلومات المالية حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة لوسائل الاعلام :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تتبع وسائل الاعلام حسب الخبرة في الإستثمار.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تتبع وسائل الاعلام حسب الخبرة في الإستثمار.

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن متوسطات وسائل الاعلام متقاربة وكانت للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية من 5 - 10 سنوات ويساوي 5.18 بانحراف معياري 1.445 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 1.301 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.274 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تتبع وسائل الاعلام حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

بالنسبة للإحتياجات المالية

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الإحتياجات المالية للمستثمرين حسب الخبرة في الإستثمار.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الإحتياجات المالية للمستثمرين حسب الخبرة في الإستثمار.

من الجدول رقم (03-20) نلاحظ أن متوسطات الإحتياجات المالية متقاربة وأكبرها للمستثمرين ذوي خبرة إستثمارية اقل من 1 سنة ويساوي 42.00 بانحراف معياري 5.410 وأيضا قيمة إختبار F تساوي 0.097 بدرجة حرية 119 ومستوى معنوية 0.983 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في إحتياجاتهم المالية الشخصية حسب إختلاف خبراتهم الإستثمارية.

رابعا : إختبار الفرضية الجزئية الرابعة : إختبار الفروقات حسب السوق :

يتم في هذا العنصر تحليل الفروق في إختلاف درجة تأثير العوامل السلوكية على خيارات وتصورات صغار المستثمرين بإختلاف السوق المستثمر فيه. وتنص الفرضية الجزئية على :

- توجد فروق ذات دلالة إحصائية في سلوكيات صغار المستثمرين حسب السوق.

الجدول رقم (03-21): تأثير العوامل السلوكية على قرارات صغار المستثمرين حسب السوق المستثمر فيه						
العوامل السلوكية	الجنس	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	قيمة t-test	درجة الحرية	مستوى المعنوية Sig
الأهداف والرغبات	سوق تونس	9.12	1.697	- 0.656	122	0.513
	سوق دبي	9.34	1.921			
الثقة المفرطة	سوق تونس	8.08	2.327	- 3.448	122	0.001
	سوق دبي	9.68	2.516			
	سوق تونس	7.03	1.655	0.898	122	0.371

			1.811	6.74	سوق دبي	النفور من الخسارة
0.482	122	- 0.705	2.199	11.56	سوق تونس	النفور من المخاطرة
			2.396	11.87	سوق دبي	
0.873	122	0.160	2.410	10.05	سوق تونس	النفور من الأسف
			2.175	9.97	سوق دبي	
0.98	122	1.667	2.621	8.90	سوق تونس	سلوك القطيع
			2.536	8.05	سوق دبي	
0.032	122	2.174	1.819	7.34	سوق تونس	ظروف السوق
			1.927	6.55	سوق دبي	
0.001	122	3.383	1.857	10.56	سوق تونس	التفاؤل المفرط
			1.659	8.95	سوق دبي	
0.908	122	0.115	2.043	7.94	سوق تونس	تفضيل الوضع الراهن
			2.215	7.89	سوق دبي	
0.062	122	1.884	1.887	5.69	سوق تونس	تأثير الاستدلال
			1.831	5.00	سوق دبي	
0.350	122	0.938	2.492	10.64	سوق تونس	الجانب الديني
			1.975	10.21	سوق دبي	
0.124	122	1.550	2.810	12.81	سوق تونس	الجانب الاخلاقي
			3.004	11.95	سوق دبي	
0.017	122	2.422	6.040	31.03	سوق تونس	الجوانب الاجتماعية
			5.276	28.29	سوق دبي	
0.010	122	2.627	3.047	11.45	سوق تونس	المشورة والتوصية
			2.499	9.97	سوق دبي	
0.000	122	3.814	2.288	12.42	سوق تونس	المعلومات المالية
			2.085	10.76	سوق دبي	
0.903	122	- 0.122	1.674	4.70	سوق تونس	وسائل الاعلام
			1.571	4.74	سوق دبي	
0.538	122	- 0.617	5.888	41.22	سوق تونس	الإحتياجات المالية
			6.388	41.95	سوق دبي	
المصدر : من اعداد الطالبة بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS v25						

يبين الجدول رقم (03-21) أثر إختلاف السوق في درجة إختلاف سلوكيات صغار المستثمرين، حيث سيتم إختبار هذه الفرضيات بالاعتماد على إختبار T-Test لعينتين مستقلتين حيث سيتم الاعتماد على مستوى معنوية 0.05 والذي ستقبل عنده الفرضية الصفرية ويتم رفضها في حالة مستوى المعنوية أقل من 0.05

ومن خلال النتائج الخاصة بتحليل إختبار T-Test لدلالة الفروق بين العينات المستقلة يظهرها الجدول رقم (21-03) كالتالي :

بالنسبة للأهداف والرغبات :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في التخطيط بالأهداف حسب إختلاف السوق.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في التخطيط بالأهداف حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (21-03) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للتخطيط بالأهداف للمستثمرين في تونس يساوي 9.12 بانحراف معياري 1.697 بينما المتوسط الحسابي للتخطيط بالأهداف للمستثمرين في دبي يساوي 9.34 بانحراف معياري 1.921 وأيضاً قيمة إختبار T تساوي (0.656) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.513 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين أهداف ورغبات صغار المستثمرين حسب إختلاف السوق الإستثمارية.

بالنسبة لثقة المفرطة :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في ثقة المستثمر في قدراته ومهاراته حسب إختلاف السوق.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في ثقة المستثمر في قدراته ومهاراته حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (21-03) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للثقة المفرطة للمستثمرين في تونس يساوي 8.08 بانحراف معياري 2.327 بينما المتوسط الحسابي للثقة المفرطة للمستثمرين في دبي يساوي 9.68 بانحراف معياري 2.516 وأيضاً قيمة إختبار T تساوي (3.448) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.001 وهي أصغر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية البديلة، مما يعني بأنه توجد فروق بين صغار المستثمرين في ثقتهم في معارفهم ومهاراتهم حسب إختلاف السوق الإستثمارية.

بالنسبة لنفور من الخسارة :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الخسارة حسب إختلاف السوق.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الخسارة حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (21-03) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للنفور من الخسارة للمستثمرين في تونس يساوي 7.03 بانحراف معياري 1.655 بينما المتوسط الحسابي للنفور من الخسارة للمستثمرين في دبي يساوي 6.74 بانحراف معياري 1.811 وأيضاً قيمة إختبار T تساوي 0.898 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.371 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في نفور صغار المستثمرين من الخسارة حسب إختلاف السوق.

بالنسبة لنفور من المخاطرة :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من المخاطرة حسب إختلاف السوق.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من المخاطرة حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (03-21) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للنفور من المخاطرة للمستثمرين في تونس يساوي 11.56 بانحراف معياري 2.199 بينما المتوسط الحسابي للنفور من المخاطرة للمستثمرين في دبي يساوي 11.87 بانحراف معياري 2.396 وأيضا قيمة إختبار T تساوي (0.705) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.482 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في نفور صغار المستثمرين من المخاطرة حسب إختلاف السوق.

بالنسبة لنفور من الأسف :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الاسف حسب إختلاف السوق.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في نفور المستثمرين من الاسف حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (03-21) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للنفور من الاسف للمستثمرين في تونس يساوي 10.05 بانحراف معياري 2.410 بينما المتوسط الحسابي للنفور من الاسف للمستثمرين في دبي يساوي 9.97 بانحراف معياري 2.175 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 0.160 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.873 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في نفور صغار المستثمرين من الاسف حسب إختلاف السوق.

بالنسبة لسلوك القطيع :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لسلوك الآخرين حسب إختلاف السوق.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لسلوك الآخرين حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (03-21) نلاحظ أن المتوسط الحسابي لسلوك قطع المستثمرين للمستثمرين في تونس يساوي 8.90 بانحراف معياري 2.621 بينما المتوسط الحسابي لسلوك قطع المستثمرين للمستثمرين في دبي يساوي 8.05 بانحراف معياري 2.536 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 1.667 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.098 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في إتباع صغار المستثمرين سلوك القطيع حسب إختلاف السوق.

بالنسبة لظروف السوق :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لحركة وظروف السوق حسب إختلاف السوق.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تتبع المستثمرين لحركة وظروف السوق حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (03-21) نلاحظ أن المتوسط الحسابي لحركة وظروف السوق للمستثمرين في تونس يساوي 7.34 بانحراف معياري 1.819 بينما المتوسط الحسابي لحركة وظروف السوق للمستثمرين في دبي يساوي 6.55 بانحراف معياري 1.927 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 2.174 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.032 وهي أصغر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية البديلة، مما يعني بأنه توجد فروق بين المستثمرين في تتبع صغار المستثمرين لحركة وظروف السوق حسب إختلاف السوق.

بالنسبة لتفاؤل المفرط :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في اندفاع المستثمرين للتفاؤل المفرط حسب إختلاف السوق.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في اندفاع المستثمرين للتفاؤل المفرط حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (03-21) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للتفاؤل المفرط للمستثمرين في تونس يساوي 10.56 بانحراف معياري 1.857 بينما المتوسط الحسابي للتفاؤل المفرط للمستثمرين في دبي يساوي 8.95 بانحراف معياري 1.659 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 3.383 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.001 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية البديلة، مما يعني بأنه توجد فروق بين المستثمرين في اندفاعهم للتفاؤل المفرط حسب إختلاف السوق.

بالنسبة لتفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تفضيل المستثمرين للوضع الراهن حسب إختلاف السوق.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تفضيل المستثمرين للوضع الراهن حسب إختلاف السوق.

الجدول رقم (03-21) نلاحظ أن المتوسط الحسابي لتفضيل الوضع الراهن للمستثمرين في تونس يساوي 7.94 بانحراف معياري 2.043 بينما المتوسط الحسابي لتفضيل الوضع الراهن للمستثمرين في دبي يساوي 7.89 بانحراف معياري 2.215 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 0.115 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.908 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه حسب إختلاف السوق.

بالنسبة لتأثير الاستدلال :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تطبيق المستثمرين لقواعد الاستدلال حسب إختلاف السوق.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تطبيق المستثمرين لقواعد الاستدلال حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (03-21) نلاحظ أن المتوسط الحسابي لتأثير الاستدلال للمستثمرين في تونس يساوي 5.69 بانحراف معياري 1.887 بينما المتوسط الحسابي لتأثير الاستدلال للمستثمرين في دبي يساوي 5.00 بانحراف معياري 1.831 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 1.884 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.062 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تطبيق قواعد الاستدلال والقرارات البديهية حسب إختلاف السوق.

بالنسبة للجانب الديني :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في معتقداتهم الدينية حسب إختلاف السوق.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في معتقداتهم الدينية حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (03-21) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للوازع الديني للمستثمرين في تونس يساوي 10.64 بانحراف معياري 2.492 بينما المتوسط الحسابي للوازع الديني للمستثمرين في دبي يساوي 10.21 بانحراف معياري 1.975 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 0.938 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.350 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في معتقداتهم الدينية حسب إختلاف السوق.

بالنسبة للجانب الاخلاقي :

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاخلاقية للمستثمرين حسب إختلاف السوق.

H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاخلاقية للمستثمرين حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (03-21) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للجانب الاخلاقي للمستثمرين في تونس يساوي 12.81 بانحراف معياري 2.810 بينما المتوسط الحسابي للجانب الأخلاقي للمستثمرين في دبي يساوي 11.95 بانحراف معياري 3.004 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 1.550 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.124 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في المسائل المتعلقة بالجوانب الاخلاقية حسب إختلاف السوق.

بالنسبة للجوانب الاجتماعية :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاجتماعية للمستثمرين حسب إختلاف السوق.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الجوانب الاجتماعية للمستثمرين حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (03-21) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للجوانب الاجتماعية للمستثمرين في تونس يساوي 31.03 بانحراف معياري 6.040 بينما المتوسط الحسابي للجوانب الاجتماعية للمستثمرين في دبي يساوي 28.29 بانحراف معياري 5.276 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 2.422 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.017 وهي اصغر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية البديلة، مما يعني بأنه توجد فروق بين المستثمرين في القضايا المتعلقة بالجوانب الاجتماعية حسب إختلاف السوق.

بالنسبة للمشورة والتوصية :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تلقي النصائح والتوصيات حسب إختلاف السوق.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تلقي النصائح والتوصيات حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (03-21) نلاحظ أن المتوسط الحسابي لتوصيات المستثمرين في سوق تونس يساوي 11.45 بانحراف معياري 3.047 بينما المتوسط الحسابي لتوصيات المستثمرين في سوق دبي يساوي 9.97 بانحراف معياري 2.499 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 2.627 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.010 وهي أصغر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية البديلة، مما يعني بأنه توجد فروق بين المستثمرين في تلقي نصائح وتوصيات الخبراء، المحللين، الاصدقاء وافراد العائلة حسب إختلاف السوق.

بالنسبة للمعلومات المالية

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في إختلاف المعلومات المالية للمستثمرين حسب إختلاف السوق.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في إختلاف المعلومات المالية للمستثمرين حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (03-21) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للمعلومات المالية للمستثمرين في تونس يساوي 12.42 بانحراف معياري 2.288 بينما المتوسط الحسابي للمعلومات المالية للمستثمرين في دبي يساوي 10.76 بانحراف معياري 2.085 وأيضا قيمة إختبار T تساوي 3.814 بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.000 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية البديلة، مما يعني بأنه توجد فروق بين المستثمرين في تلقي وإستقبال وتوفر المعلومات المالية حسب إختلاف السوق.

بالنسبة لوسائل الاعلام :

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تتبع وسائل الاعلام حسب إختلاف السوق.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المستثمرين في تتبع وسائل الاعلام حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (03-21) نلاحظ أن المتوسط الحسابي لتتبع المستثمرين في تونس لوسائل الإعلام يساوي 4.70 بانحراف معياري 1.674 بينما المتوسط الحسابي لتتبع المستثمرين في دبي لوسائل الإعلام يساوي 4.74 بانحراف معياري 1.571 وأيضاً قيمة إختبار T تساوي (0.122) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.903 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في تتبع وسائل الاعلام حسب إختلاف السوق.

بالنسبة للإحتياجات المالية

H₀ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الإحتياجات المالية للمستثمرين حسب إختلاف السوق.

H₁ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية في الإحتياجات المالية للمستثمرين حسب إختلاف السوق.

من الجدول رقم (03-21) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للإحتياجات المالية للمستثمرين في تونس يساوي 41.22 بانحراف معياري 5.888 بينما المتوسط الحسابي للإحتياجات المالية للمستثمرين في دبي يساوي 41.95 بانحراف معياري 6.388 وأيضاً قيمة إختبار T تساوي (0.617) بدرجة حرية 122 ومستوى معنوية 0.538 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه تقبل الفرضية الصفرية، مما يعني بأنه لا توجد فروق بين المستثمرين في إحتياجاتهم المالية الشخصية حسب إختلاف السوق.

III. مناقشة نتائج الدراسة :

الهدف من هذا الجزء هو مناقشة النتائج التي تم الحصول عليها ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة. ولإيجاد إجابات لأسئلة البحث تم مناقشة وتحليل مستويات تأثير العوامل السلوكية على القرارات الإستثمارية لصغار المستثمرين، مع الإشارة إلى أفكار وتعليقات بعض المسؤولين في كلا السوقين حول الوضع الواقعي لسوق الأوراق المالية في الدول العربية.

1. الأهداف والرغبات : لها تأثير ضعيف (متوسط = 3.062)

من ناحية الأهداف والرغبات تم تأكيد تأثيرها على سلوكيات صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية، حيث وجد أن أغلبية صغار المستثمرين يستثمرون أموالهم على أساس أهدافهم ورغباتهم في السوق. فمنهم من يرغب في التداول بأسهم معينة، كالرغبة في الإستثمار في الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

وأيضاً يصعب عليهم التداول بأسهم كل شركة يهتمون بها في السوق، وعليه تختلف أهدافهم حسب طبيعة وإمكانيات كل منهم.

من ناحية الاختلاف بين المستثمرين في التخطيط بالأهداف والرغبات، ثبت عدم وجود اختلاف بين المستثمرين الذكور والإناث في الاتجاه نحو الإستثمار. وهذا يعني في ظل نفس المواقف الإيجابية إتجاه الإستثمار لا يوجد إتجاه واضح لأداء السلوك بين الذكور والإناث.

أيضاً عدم وجود اختلاف في الأهداف والرغبات بين المستثمرين حسب خبراتهم الإستثمارية لان لهم رؤية متماثلة في تحقيق أهدافهم ورغباتهم حسب البيئة المناسبة والتي يعتبرونها مصدراً للفرص. وكذلك أثبت عدم وجود اختلاف حسب السوق المستثمر فيه، إذ يخطط المستثمرين التونسيين والإماراتيين إلى زيادة مخصصات أسهمهم لتمتع السوقين بنشاط وحيوية و إستقرار يحفز رغباتهم ويسطر أهدافهم.

بينما أثبت وجود اختلاف بين صغار المستثمرين حسب السن، حيث يمكن للمستثمرين الشباب تقييم أداء أعمالهم بدقة ومنه تحديد أهدافهم مقارنة بأداء المستثمرين الأكبر سناً. ورغم أن للشباب أهداف وطموحات متزايدة كونهم مقبلين على الحياة على عكس كبار السن الذين يفتقدون لعنصر الابتهاج والرغبة، إلا أن لهم نفس الأهداف والرغبات لأن المعرفة والخبرة التي يمتلكونها في مجال الإستثمار تمكنهم من إتخاذ خيارات إستثمارية أفضل.

وعليه لا توجد فروق بين أهداف ورغبات صغار المستثمرين حسب اختلاف عامل الجنس، الخبرة في الاستثمار، والسوق المالية. بينما توجد فروق حسب اختلاف عامل السن.

2. الثقة المفرطة : لها تأثير ضعيف (متوسط = 2.858)

يتضح الأثر الضعيف للثقة المفرطة على سلوك صغار المستثمرين. يمكن تفسير ذلك في أن إتجاهات أسواق الأوراق المالية تتقلب بشكل معقد. إذ يمكن أن ترتفع أو تنخفض الأسعار بغض النظر عن أداء الشركات المصدرة للأسهم. ونظراً لعدم تمكن المستثمرين من التنبؤ بالاتجاه السائد في السوق وفشلوا في الدخول والخروج منه في الوقت المناسب، فإن هذا بالتأكيد يشعرهم بثقة أقل في قراراتهم الإستثمارية. تتوافق هذه النتيجة مع دراسات (Naoui & Khaled, 2010) ، (Odean, 1998) ، (Makokha, 2015) ، (Shafi, 2014) ، (Kourtidis, Sevic, & Chatzoglou, 2011) التي توصلت الى وجود تقلبات مفرطة في الأسعار بسبب إفراط المستثمرين في ثقتهم بأنفسهم. غير أنها لا تتوافق مع دراسة (Deaves, Dine, & Horton, 2006) التي تشير إلى أن المستثمرين يؤمنون عادة بالمهارات والمعرفة للتفوق على السوق. أيضاً لا تتوافق مع دراسة (Onsomu, 2014) التي توصلت إلى عدم وجود تأثير لتحيز الثقة المفرطة عند المستثمرين.

من ناحية الإختلاف بين صغار المستثمرين في ثقتهم المفرطة، تبين عدم وجود إختلاف بين صغار المستثمرين الذكور والإناث، يعود سبب ذلك إقتحام الإناث عالم الإستثمار بعدما كانت في السابق أقل ثقة في التعامل مع المواقف المالية، وشجعت مشاركتها الحديثة نسبيا في مجال الإستثمار. وكذا ظهور جيل جديد من المستثمرات من صاحبات الحنكة، وتزايد عدد الإناث في إحتلال مناصب عليا في مجالات الاستثمار، مما يؤدي إلى تنامي ثقة الإناث فيما يتعلق بأمور الإستثمار. تتعارض هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Barber & Odean, 2001) التي توصلت أن المستثمرين الذكور أكثر عرضة لتحيز الثقة المفرطة من الإناث، مما يجعلهم يبالغون في تقدير دقة معلوماتهم ويؤدون أداءً أسوأ من الإناث.

أيضا عدم وجود إختلاف بين صغار المستثمرين الشباب وكبار السن، لإمتلاك الشباب للمعرفة المالية في الإستثمار، مستوى تعليمي، ودرجة من الحماس والتفاؤل تدفعهم للثقة بالنفس. أما كبار السن فمن خلال خبراتهم وتعاملاتهم المستمرة والمتكررة يشعرون بفهم أعمق للسوق يجعلهم على ثقة بالتحكم في السوق مما يتولد لديهم سلوك الثقة المفرطة.

عدم وجود إختلاف بين صغار المستثمرين حسب خبراتهم الإستثمارية، قد يكون سببها إستقرار السوق وشعورهم بالمزيد من الكفاءة كلما زادت خبراتهم الإستثمارية.

من ناحية الإختلاف بين صغار المستثمرين في ثقتهم المفرطة في السوقين، نلاحظ أن الثقة المفرطة لصغار المستثمرين الإماراتيين أكبر من المستثمرين التونسيين، لثقة الإماراتيين في قدراتهم، وإستباقية التفكير في بعض الأسهم، وشعورهم بالمزيد من الكفاءة. وكلما زادت ثقتهم بأنفسهم وإستباقية تفكيرهم في بعض الأسهم كلما أصبح لديهم إفراط في التفاؤل.

وعليه لا توجد فروق في ثقة صغار المستثمرين بأنفسهم حسب إختلاف عامل الجنس، السن، والخبرة في الإستثمار. بينما توجد فروق حسب إختلاف السوق المالية.

3. النفور من الخسارة : له تأثير (متوسط = 3.472)

لعامل النفور من الخسارة تأثير على سلوكيات صغار المستثمرين ويتضح من هذه النتيجة أنه بعد تحقيق الأرباح يصبح صغار المستثمرين أكثر طلبًا للمخاطرة بينما بعد الخسارة يميلون إلى أن يكونوا أكثر تجنبًا للمخاطرة. وهذا رد فعل طبيعي لأن النجاحات السابقة تشجعهم كثيرا في حين أن الفشل يثبطهم. إلا أن عامل النفور من الخسارة ليس دائما إستراتيجية جيدة بسبب مبدأ " عائد مرتفع - مخطر مرتفع " مما قد ينتج عنه قرارات سيئة والتي تؤثر على ثروة المستثمرين. وأيضا قد يؤدي إرتباطها بالأسواق العالمية إلى حالة من الهبوط، تدفع أحيانا صغار

المستثمرين إلى عمليات بيع هلعي للنفور والحد من الخسارة، دون الإطلاع على الجوانب الأساسية والفنية لأسعار الأسهم. تتفق هذه النتيجة مع دراسة (Rekik & Boujelbene, 2013) ، (Luong & Thi Thu ، Ha, 2011) ، (Menike, Dunusinghe, & Ranasinghe, 2015)

يتضح عدم وجود أي إختلافات ديمغرافية بين صغار المستثمرين في تأثير النفور من الخسارة على سلوكياتهم الإستثمارية. ويعود السبب في عدم وجود إختلاف بين الجنسين، سن المستثمر، وخبرة المستثمر في السوق لحساسية صغار المستثمرين التونسيين والإماراتيين إتجاه الخسارة لان رؤوس أموالهم المستثمرة صغيرة لا تتحمل الخسائر والمتكررة. تختلف النتيجة مع نتائج دراسة (Arora & Kumari, 2015) التي توصلت إلى نفور الإناث من الخسارة أكثر من نفور الذكور. ونفور المستثمرين كبار السن أكثر من نفور الشباب لأن فرص المسنين للتعافي من الخسائر تكون أقل. أما سبب تماثل نفور صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإمارتية من الخسارة يعود إلى انفتاح السوقين أمام المستثمرين الأجانب جعل حركتها أكثر ارتباطا بالأسواق العالمية.

وعليه لا توجد فروق في نفور صغار المستثمرين من الخسارة حسب إختلاف عامل الجنس، السن، والخبرة في الإستثمار، والسوق المالية.

4. النفور من المخاطرة : له تأثير ضعيف (متوسط = 2.913)

في سلوك تقييم المخاطر تم التوصل إلى أثر ضعيف لتأثيره على سلوكيات صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية حيث وجد أن أغلبية المستثمرين يستثمرون أموالهم على أساس السجل السابق للشركة. وأيضاً هم على استعداد لتخفيف المخاطر على الرغم من أنهم يختارون احتمال الإستثمار الأقل مخاطرة لإعادة نفس النسبة المفوية من الربح. تتفق هذه النتيجة مع دراسة (Hassan Al-Tamimi, 2006) ، (Ansari & Moid, 2013) ، وتتعارض مع دراسة (Shafi, 2014) التي توصلت للأثر القوي لعامل النفور من المخاطرة.

لفهم الإختلافات في نفور صغار المستثمرين من المخاطرة، أكدت نتائج الدراسة أن الإناث يختلفن بشكل كبير في سلوكهن الإستثماري عن الذكور إتجاه عامل المخاطرة. بحيث تكون الإناث أقل توجهها للمخاطر من الذكور لأنهن يتخذن قرارات أكثر تحفظاً من الذكور عند الإستثمار، على الرغم من أن لكلا الجنسين نفس الفهم إلا أن هذا الشعور يؤثر غالباً على القرارات التي تتخذها الإناث.

على الرغم من أنه غالباً ما يكون المستثمرين الشباب أكثر إستعداداً للمخاطرة، على عكس المستثمرين كبار السن الذين يرغبون في عنصر الأمان وفي الحصول على حياة سهلة دون ضغط. إلا أن النتيجة توضح عدم إختلاف تصورات صغار المستثمرين لعامل المخاطرة حسب عامل السن، وقد يعود السبب إلى المعرفة ودرايتهم

بالسوق تجعلهم أكثر استعداداً للمخاطرة وأيضاً قد يرجع سبب ذلك إستحواد فئة المستثمرين الشباب على جزء كبير من العينة.

من ناحية الخبرة في الإستثمار يوجد إختلاف بين تحمل صغار المستثمرين لعنصر المخاطرة، حيث يكون المستثمرين الذين لديهم خبرة من 5 سنوات فأكثر على إستعداد لتحمل المخاطر لتمكنهم من التنبؤ بحركة السوق. بعكس المستثمرين الذين لديهم خبرة إستثمارية تقل عن 5 سنوات فهم يكتفون بمسح السوق.

لا تختلف المخاطر عند صغار المستثمرين حسب السوق المستثمر فيه، حيث تتماثل سلوكياتهم في النفور من المخاطرة، لأن صغار المستثمرين في السوق لهم إستثمارات وأسهم صغيرة ويتجنبون المخاطر الكبيرة التي يمكن أن تؤثر على أموالهم الشخصية.

وعليه لا توجد فروق في نفور صغار المستثمرين من المخاطرة حسب إختلاف عامل السن والسوق. بينما توجد فروق حسب إختلاف عامل الجنس والخبرة في الإستثمار.

5. النفور من الأسف : له تأثير ضعيف (متوسط = 3.341)

من ناحية نفور صغار المستثمرين من الأسف تم تأكيد تأثيرها على قراراتهم الإستثمارية، مما يبدو أن صغار المستثمرين أكثر إستعداداً لبيع الأسهم التي تزيد قيمتها من الأسهم المتناقصة. وعليه يظهر أنه ليس لصغار المستثمرين إستراتيجيات استثمار جيدة ؛ وقد لا يكون لديهم نطاقات مقبولة للربح والخسارة. بحيث يعتقد الأغلبية أنهم لا يخسرون حتى يبيعوا الأسهم الخاسرة وبالتالي هم يرفضون بيعها على الرغم من أن عملية البيع قد تكون أفضل حل في ذلك الوقت. تتفق هذه النتيجة مع دراسة (Yahyazadehfar, Ghayekhloo , & Sadeghi, 2010) ، (Menike, Dunusinghe, & Ranasinghe, 2015) وإتضح من خلال جلسة المقابلة أنه قد تتسبب حالة نفور المستثمرين من الأسف إلى العديد من الأخطاء الإستثمارية، بحيث يكون المستثمر متحفظاً جداً بشأن خياراته الإستثمارية. أو قد يظهر سلوك القطيع، إلا أن القطيع لا يزيل النفور من الأسف فقط يغير المستثمرين انحيازهم لصالح خيارهم المفضل.

إتضح عدم وجود إختلاف لصغار المستثمرين في النفور من الأسف من ناحية الجنس، السن، والسوق المستثمر فيه. تختلف هذه النتيجة عن دراسة (Arora & Kumari, 2015) التي توصلت لميل الإناث للنفور من الاسف أكثر من الذكور، كونهن يحترن خياراً أقل خطورة. ويزداد النفور عند المستثمرين كبار السن لأنهم يتبنون مخاطر أقل في إستثماراتهم. بينما يوجد إختلاف بين صغار المستثمرين من ناحية خبراتهم الإستثمارية بحيث يكون

صغار المستثمرين الذين لديهم خبرة 5 سنوات فأكثر ذو حنكة وأكثر معرفة ومهارة وعليه فهم ينحازون في إختياراتهم عن السهم الخطأ على عكس صغار المستثمرين ذوي خبرة 5 سنوات وأقل.

وعليه لا توجد فروق في نفور صغار المستثمرين من الاسف حسب إختلاف عامل الجنس، السن والسوق المستثمر فيه. بينما توجد فروق حسب إختلاف عامل الخبرة في الإستثمار.

6. سلوك القطيع : له تأثير ضعيف (متوسط = 2.879)

لقد وجد أن لعامل سلوك القطيع تأثير ضعيف والذي يفترض انه مرتفع بسبب حالة الطمع والتسرع وفقدان الصبر التي تسيطر على سلوكيات أغلبية صغار المستثمرين، ما يساهم في تكبيد هؤلاء خسائر قد تفقددهم أكثر من نصف رأس مالهم. هذا يشير إلى أن تأثير القطيع في سوق الأوراق المالية قوي خاصة نحو إيجابية عوائد السوق. يمكن تفسير هذا التأثير الضعيف لعامل سلوك القطيع كون السوقين التونسية والإماراتية - دبي - ليسا حديثي النشأة، حيث أصبح للمستثمرين جانب من المعرفة والمهارة تمكنهم من معالجة المعلومات والاستفادة منها و إستقطابها من مصادر مختلفة قبل إتخاذ قرار الإستثمار، إلا أنه قد يتبع بعض صغار المستثمرين سلوك الأغلبية عند إتخاذهم القرارات السريعة. تتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسات (Luong & Thi Thu Ha, 2011) ، (Naoui & Menike, Dunusinghe, & Ranasinghe, 2015) . بينما تختلف مع دراسة (Naoui & Khaled, 2010)

لوحظ عدم وجود إختلاف في سلوك القطيع لدى صغار المستثمرين الذكور والإناث، عامل السن، وخبراتهم في الإستثمار يعود سبب ذلك ثقتهم في قراراتهم وخبراتهم في الإستثمار تجعلهم يتخذون قرارات ذاتية دون إتباع الآخرين. بالإضافة للوعي الإستثماري الذي يجعل قراراتهم بعيدة عن الإشاعات خاصة بعد المبادرات الحديثة لنشر المعرفة المالية بين أوساط المستثمرين.

لوحظ أيضا عدم وجود إختلاف بين صغار المستثمرين التونسيين والإماراتيين، يعود سبب ذلك إلى إستقرار السوق بسبب إمتلاك المستثمرين للمعرفة المالية حيث يعتبر المستثمرين التونسيين من أفضل المستثمرين العرب الذين يتمتعون بدراية مالية جيدة مقارنة بدول عربية أخرى. وتعد السوق الإماراتية من الاسواق المالية العربية التي قامت بإستخدام أساليب حديثة لنشر المعرفة المالية، وهي من أوائل الاسواق المالية العربية التي سعت الى نشر المعرفة المالية بين الشباب الذين يعتبرون المستثمرين الجدد مستقبلا. تختلف هذه النتيجة عن نتائج دراسة (Lobão & Serra, 2007) التي توصلت إلى أن متوسط مستوى القطيع في السوق البرتغالية أعلى 4 إلى 5 مرات من مستواه في أسواق الولايات المتحدة والمملكة المتحدة. مما يشير إلى زيادة مستوى القطيع في الأسواق الأكثر تقلبا.

وعليه لا توجد فروق في ثقة صغار المستثمرين بأنفسهم حسب إختلاف عامل الجنس، السن، الخبرة في الإستثمار، وإختلاف السوق المالية.

7. ظروف السوق : له تأثير (متوسط = 3.548)

من ناحية ظروف السوق تم تأكيد تأثيرها على سلوكيات صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية، لأنهم لا يملكون عادة القدرة على توقع نهايات السوق. ويصعب عليهم فهمه نظرا للتغيرات المفاجئة في اتجاهاته ومقارنة بالمستوى المعتدل لثقتهم في قدراتهم ومعارفهم الشخصية. النتيجة مختلفة تماما عن نتائج دراسة (Menike, Dunusinghe, & Ranasinghe, 2015) ومتجانسة مع دراسات (Luong & Thi Thu, 2011) ، (Patel & Modi, 2017) ، (Akhter & Ahmed, 2013) ، (Lu Wang, Shi, & Fan, 2006) مما يشير إلى أن معظم المستثمرين لا يمكنهم ضبط التوقعات في تغيرات أسعار الأسهم. وقد أكد على ذلك من خلال جلسة المقابلة حيث أن المستثمرين يفضلون الانتظار والاطلاع على السياسات الموجودة في السوق قبل إتخاذ قراراتهم الإستثمارية.

إتضح عدم وجود إختلاف بين صغار المستثمرين الذكور والإناث بالنسبة لعامل ظروف السوق ويعود سبب ذلك إعتمادهم على الحظ لتجربة قد تنجح أو تخسر دون الإلمام بالسوق ودراية تامة بالآلية التي يعمل بها. وأيضا عدم وجود إختلاف بين المستثمرين الشباب وكبار السن لميلهم على حد سواء الى العجلة والسرعة في عملية التداول لمجرد رغبتهم في تحقيق مكاسب مالية معتمدين على الحظ.

يتماثل سلوك صغار المستثمرين في ظروف السوقين رغم إختلاف خبراتهم الإستثمارية لأنه يصعب عليهم ضبط التوقعات في اتجاهاته خاصة في فترات تراجعها. بينما إتضح وجود إختلاف بالنسبة للسوق المستثمر فيه يعود إلى إختلاف ظروف السوقين التونسية والإماراتية بيد أن لكلا السوقين قوانينه التشريعية التي تكفل إستقطاب رؤوس الأموال وإستثمارها بداخله. تتفق النتيجة مع دراسة (Apartsin , Maymona, Cohen , & Singer, 2013) التي توصلت لوجود إختلافات بين سلوكيات المستثمرين في مختلف الأسواق المالية رغم مواجهتهم لنفس ظروف السوق.

وعليه لا توجد فروق في نفور صغار المستثمرين من المخاطرة حسب إختلاف عامل الجنس، السن والخبرة في الإستثمار. بينما توجد فروق حسب إختلاف السوق المالية.

8. التفاؤل المفرط : له تأثير ضعيف (متوسط = 3.073)

يظهر وجود تأثير ضعيف لتفاؤل صغار المستثمرين المفرط على سلوكياتهم الإستثمارية، سببه إستمرار موجة التفاؤل لدى صغار المستثمرين خاصة أن حركة الأسعار كانت جيدة. إذ يزيد تفاؤل المستثمرين مع إقتراب مواعيد الإفصاح عن النتائج المالية والتوزيعات النقدية، بحيث يستندون إلى توقعات متفائلة حول نتائج تلك الشركات، أو بتركيز التفاؤل في الأسهم القيادية القوية لدعم مراكزهم المالية.

لوحظ وجود التفاؤل المفرط لدى صغار المستثمرين الذكور والإناث، عامل السن، وخبراتهم الإستثمارية على حد سواء لان إيمانهم بقدراتهم الخاصة يؤدي بهم إلى المبالغة في تقييماتهم الذاتية، تأكدهم من أداء السوق والدرجة العالية من الثقة بأن قراراتهم الإستثمارية على صواب، وأيضا قد ييئ التفاؤل بسبب حالة السوق. بينما يوجد إختلاف في تفاؤل صغار المستثمرين حسب إختلاف السوقين والسبب إستقرار وإيجابية المؤشرات في السوق الإماراتية، مما ييئ التفاؤل في نفوس صغار المستثمرين، ويساعدهم على إنتقاء الأسهم الجيدة التي تتسم بأفاق جيدة، وفقا للمؤشرات المالية ومكررات الأرباح.

وعليه لا توجد فروق في تفاؤل صغار المستثمرين حسب إختلاف عامل الجنس، السن، الخبرة في الإستثمار. بينما توجد فروق حسب إختلاف السوق المالية.

9. تفضيل الوضع الرأهن : له تأثير ضعيف (متوسط = 2.642)

بالنسبة للوضع الرأهن تأكد تأثيره الضعيف على سلوكيات صغار المستثمرين، يتضح من خلال هذه النتيجة أن صغار المستثمرين يميلون إلى التركيز على عنصر واحد ويفضلون البقاء في نفس الوضعية بدلاً من تنويع إستثماراتهم. ويمكن تفسير ذلك في التقلبات الحادة وغير المتوقعة لاتجاهات الأسعار. بحيث تؤثر معتقداتهم السابقة على تطلعاتهم، التي لا تأخذ بعين الإعتبار المعلومات الواردة الجديدة.

يتضح وجود إختلاف بين صغار المستثمرين الذكور والإناث في تفضيل الوضع الرأهن بحيث لا يميل الذكور للمحافظة عليه ويسعون للتنويع على عكس الإناث، اللواتي يعتقدن ان سلوك المحافظة يحافظ على نفس النسبة من العوائد. بينما عدم وجود إختلاف بين صغار المستثمرين الشباب وكبار السن في تفضيل الوضع الرأهن لشعورهم بالراحة إتجاه هذا الوضع والذي من الممكن ان يكون مبني على بيانات ومعلومات مالية أو تحاليل فنية.

أيضا عدم وجود إختلاف سلوك صغار المستثمرين حسب الخبرة الإستثمارية، بحيث يعتمدون في سلوك المحافظة على وضع السوق وحركة الأسعار. أما بالنسبة لعدم وجود إختلاف سلوك المحافظة لدى صغار المستثمرين

في السوقين التونسية والإماراتية يعود إلى أن الغاية من دخول المستثمرين إلى السوق لزيادة رؤوس أموالهم وليس إنخفاضها، وعليه يسعى صغار المستثمرين في حالة التدبذب إلى سلوك المحافظة على الوضع الراهن.

وعليه لا توجد فروق في تفضيل صغار المستثمرين للوضع الراهن حسب إختلاف عامل السن، الخبرة في الإستثمار، وإختلاف السوق المالية. بينما توجد فروق حسب إختلاف عامل الجنس.

10. تأثير الاستدلال : له تأثير ضعيف (متوسط = 2.738)

في تأثير الاستدلال تؤكد تأثيره الضعيف على سلوكيات صغار المستثمرين، يتضح من خلال هذه النتيجة أن صغار المستثمرين رغم توفر معلومات كاملة ليسوا على إستعداد للإستثمار في الأسهم ذات الإتجاهات الإيجابية، لإستنادهم على المعتقدات، تطبيق القواعد البديهية، والقرارات التقديرية. وهذا يعني أن صغار المستثمرين يفضلون الإستثمارات طويلة الأجل ولا يميلون لتحقيق عوائد قصيرة الأجل للحصول على توزيعات الأرباح والفوائد المستحقة. تتفق النتيجة مع نتائج دراسات (Luong & Thi Thu Ha, 2011) ، (Menike, (Dunusinghe, & Ranasinghe, 2015) ، (Onsomu, 2014)

يتضح عدم وجود إختلاف بين صغار المستثمرين من ناحية الجنس والسن في تأثير الاستدلال، فكلا الجنسين يعتمدون على مهاراتهم ومعتقداتهم في إختيار إستثماراتهم بدلاً من الاعتماد على الحقائق المؤكدة. أيضا عدم وجود إختلاف بين صغار المستثمرين في خبراتهم الإستثمارية كونهم واثقون إلى حد ما في خياراتهم الإستثمارية، ولديهم درجة عالية من الثقة بأنهم على صواب. و كذا عدم وجود إختلاف بين صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية لثقة المستثمرين العالية في كلا السوقين.

وعليه لا توجد فروق بين صغار المستثمرين في تأثير الإستدلال حسب إختلاف عامل الجنس، السن، الخبرة في الإستثمار، وإختلاف السوق المالية.

11. الجانب الديني : له تأثير (متوسط = 3.503)

تم التوصل إلى وجود تأثير لعامل المعتقدات الدينية على سلوكيات صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية. هذه النتيجة توضح تأثير الجانب الديني على قيم المستثمرين، عاداتهم، إتجاهاتهم وسلوكياتهم، وهذا ما يؤكد أهمية دمج العنصر الديني في وضع إطار لأخلاقيات الإستثمار. أما من ناحية إمتثال المستثمرين المسلمين للمتطلبات المنصوص عليها في مبادئ الإستثمار الإسلامي، فإن صغار المستثمرين في سوق دبي ينتهزون الفرص للإستثمار في المنتجات الإستثمارية التي لها خصائص دينية تمثل للشريعة الإسلامية، وهذا حسب ما تحدده هيئة

الفتوى والرقابة الشرعية. وعليه يميل المستثمر المسلم للإستثمار الإسلامي. ومنه يتضح التأثير المهم للمعتقد الديني للمستثمر على القرارات الإستثمارية التي يتخذها طوال حياته.

كما قامت السوق الإماراتية في أكتوبر 2019 بإطلاق المؤشر الاسلامي لسوق دبي المالي Dubai - Financial Market Sharia Index (DFMSI) تم إطلاق هذه المبادرة الجديدة في إطار دوره الريادي الفعال ولتعزيز رصيده الحافل بالنجاحات بإعتبره السوق الأول المتوافق مع الشريعة الإسلامية عالمياً منذ سنة 2007. يوفر المؤشر الجديد أداة معيارية ترصد أداء أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة بما يسهل عليهم إتخاذ قرارات التداول فيها، الأمر الذي يعزز جهود إستقطاب المزيد من الإستثمارات المالية الإسلامية إلى السوق. وعليه سيكون المؤشر الإسلامي لسوق دبي دفعة قوية لجهود تعزيز نمو الإستثمارات الإسلامية. تختلف هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Gunathilaka, 2014) التي توصلت إلى عدم وجود تأثير للمعتقدات الدينية على سلوكيات المستثمرين.

إتضح عدم وجود إختلاف بين الجنسين، عامل السن، الخبرة الإستثمارية، والسوق المستثمر فيه، ويعود سبب ذلك كون صغار المستثمرين المسلمين يؤمنون بنفس مبادئ الإستثمار الإسلامي مهما إختلفت صفاتهم الديمغرافية.

وعليه لا توجد فروق بين صغار المستثمرين في معتقداتهم الدينية حسب إختلاف عامل الجنس، السن، الخبرة في الإستثمار، وإختلاف السوق المالية.

12. الجانب الأخلاقي : له تأثير ضعيف (متوسط = 3.137)

في ظل الإستثمار الأخلاقي الذي يركز على الشركات الملتزمة بالمبادئ العامة التي تتصل بالاستدامة وحماية البيئة، يمكن أن تكون التصورات الأخلاقية للمستثمرين متذبذبة بسبب تدبب الإعتقاد فيما إذا كانت الشركة ستلتزم بمعاييرها الأخلاقية. رغم الطلب المتزايد على الإستثمار الأخلاقي، إلا أن صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية لا يسعون للإهتمام بالإستثمار في أسهم الشركات التي تشارك في ممارسات أخلاقية، أو في ممارسات غير أخلاقية. وعليه يوجد أثر ضعيف لقرارات صغار المستثمرين المرتبطة بالعمليات الأخلاقية، مما يبين انه يسعى صغار المستثمرين لمبادرات الإستدامة لكن ليس من خلال الإستثمار بضمير. يتضح من خلال هذه النتيجة الأثر الضعيف للعنصر الأخلاقي على سلوكيات صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية، وهي تتوافق مع دراسة (Akhter & Ahmed, 2013).

في دراسة الصفات الديمغرافية لصغار المستثمرين في إلتزامهم بالمعايير الأخلاقية في الإستثمار. تم التوصل إلى عدم وجود إختلاف بين الجنسين، عامل السن، الخبرة الإستثمارية، والسوق المستثمر فيه. ويعود سبب ذلك كون صغار المستثمرين لهم نفس القيم المجتمعية والأخلاقية، ونفس توقعات إتجاهات الأداء الأخلاقي للإستثمار. إذ يعتبر التدين أو الجانب الديني للمستثمر محدد مهم لمعتقداته الأخلاقية.

وعليه لا توجد فروق بين صغار المستثمرين في تصوراتهم الأخلاقية حسب إختلاف عامل الجنس، السن، الخبرة في الإستثمار، وإختلاف السوق المالية.

13. الجانب الاجتماعي : له تأثير ضعيف (متوسط = 2.745)

يتضح الأثر الضعيف للجوانب الاجتماعية على سلوكيات صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية، هذا يشير إلى نقص وعي صغار المستثمرين بالمسؤولية الاجتماعية للشركات، وسلوكياتهم غير مرتبطة نسبيا بالمسؤولية الاجتماعية ويتصرفون بشكل مختلف عن المستثمرين الآخرين. وعليه لا توجد تفضيلات لصغار المستثمرين للإستثمارات المسؤولة اجتماعيًا. تتفق هذه الدراسة مع دراسات (Hejazi & Hesari, 2012)، (Raut & Das, 2015)، (And & Rehman, 2013)، (Ramaswamy & Ramya, 2012)، (Akhter & Ahmed, 2013) التي توصلت في مجملها إلى وجود تأثير للمبادرات الاجتماعية والبيئية على القرارات الإستثمارية للمستثمرين الأفراد.

إتضح عدم وجود إختلاف بين الجنسين، عامل السن، والخبرة الإستثمارية، لإمتلاك صغار المستثمرين نفس الدرجة من الوعي بأهمية الإستثمار المتوافق مع مبادئ المسؤولية الاجتماعية والبيئية مهما إختلفت صفاتهم الديمغرافية. بينما يوجد إختلاف بين صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية في تفاعلاتهم الاجتماعية، لإهتمام صغار المستثمرين في السوق الإماراتية بإدراج ممارسات وسياسات الاستدامة ومبادرات التنمية الاجتماعية في عمليات التداول. حيث يقوم السوق منذ عام 2016 بتنفيذ سلسلة من المبادرات لنشر أفضل ممارسات الاستدامة في أوساط المستثمرين. أين أطلق مؤخرا الخطة الإستراتيجية للاستدامة ويتولى متابعة تنفيذها من خلال برامج لتوعية المستثمرين وكافة المتعاملين.

وعليه لا توجد فروق في المبادرات الاجتماعية بين صغار المستثمرين حسب إختلاف عامل الجنس، السن، والخبرة في الإستثمار. بينما توجد فروق حسب إختلاف السوق المالية.

14. المشورة والتوصية : لها تأثير ضعيف (متوسط = 2.750)

على الرغم أن حصول المستثمرين على توصيات أفراد العائلة والأصدقاء يشعرهم بالراحة والاطمئنان، وأيضاً توصيات ومشورة الخبراء والمحللين من مصادر موثوقة من خلال البرامج الحوارية الإعلامية أو وسائل الإعلام. هذه الأخيرة يبدو أنها لا تتمتع بثقة المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية، وعليه تم التوصل إلى وجود تأثير ضعيف لعامل التوصية على سلوكيات صغار المستثمرين، مما يشير إلى أن صغار المستثمرين من الأساس المنطقي لأنهم لا يعتمدون كلية إتخاذ القرارات بناءً على توصيات الوسطاء وسماسة الأوراق المالية، المحللين الماليين، أفراد العائلة، والأصدقاء والزملاء. تختلف هذه النتيجة مع نتائج دراسات (And & Rehman, 2013) ، (Shafi, 2014) ، (Akhter & Ahmed, 2013) التي توصلت في مجملها إلى أنها من العوامل الأكثر تأثيراً على سلوك المستثمرين الأفراد في إتخاذ قراراتهم الإستثمارية. أيضاً تختلف مع نتائج دراسة (Gunathilaka, 2014) في عدم وجود تأثير لأراء المطلعين على سلوكيات صغار المستثمرين، وتتوافق معها في وجود تأثير لتوصيات الوسطاء، المستشارين، والأصدقاء وأفراد العائلة.

توضح هذه النتيجة الإختلاف بين صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية في إستفادتهم من توصيات الآخرين، حيث ستحدد الإختلافات التي تظهر بين ؛ المستثمرين الذكور والإناث، السن، خبراتهم في السوق، والسوق المستثمر فيه.

وعليه لا توجد فروق في المشورات والتوصيات بين صغار المستثمرين حسب إختلاف عامل الجنس، السن، والخبرة في الإستثمار. بينما توجد فروق حسب إختلاف السوق المالية.

15. المعلومات المالية : لها تأثير ضعيف (متوسط = 2.978)

تم التوصل إلى وجود تأثير للمعلومات المالية على سلوكيات صغار المستثمرين، هذه النتيجة تعني أن قرارات المستثمرين تحركها المعلومات المتاحة. لأنهم يفضلون أن يكونوا على إطلاع بكافة المعلومات المتوفرة في السوق. مما يشير إلى أن سلوك صغار المستثمرين يتأثر إستناداً إلى كمية المعلومات المالية التي حصلوا عليها. فكلما زاد حجم المعلومات أدى إلى زيادة تحريك سلوك صغار المستثمرين. هذا وقد تنتشر المعلومات المالية في صورة غير صحيحة أو في شكل شائعات بهدف زعزعة ثقة المستثمرين والنيل من إستقرار السوق. أيضاً يفضل صغار المستثمرين شراء الأسهم المحلية بدلاً من الأسهم الدولية لأنهم يمكنهم الحصول على معلومات الأسهم المحلية بسهولة أكبر من أصدقائهم وأقاربهم. تتفق النتيجة مع نتائج دراسات (Akhter & Ahmed, 2013) ، (Gholami & Brzeszczyński, Gajdka, & Kutan, 2015) ، (Shafi, 2014)

(Menike, Dunusinghe, & Ranasinghe, ، (Gunathilaka, 2014) ، Tehrani, 2015)
2015)

يتضح وجود إختلاف في سلوك الإناث بالمعلومات المالية عن الذكور، كونهن يملن أكثر للتحري عن المعلومات المالية ويفضلن الأسهم ذات الصدى المعلوماتي. وأيضا يختلف سلوك المستثمرين التونسيين عن سلوك المستثمرين الإماراتيين في إستقبال وقراءة المعلومات المالية ولوحظ أن المستثمرين الإماراتيين يقعون في أخطاء شراء الأسهم لعدم التدقيق في قراءة مؤشرات أداء الشركات، ومتابعة التقارير المتخصصة والنشرات اليومية لحالة السوق التي يصدرها السوق نفسه.

بينما إتضح عدم وجود إختلاف لسلوك صغار المستثمرين الشباب وكبار السن في معلوماتهم المالية لان المعرفة والخبرة التي يمتلكونها في مجال الإستثمار تمكنهم من قراءة وتفسير المعلومات بطريقة صحيحة وإيجابية ويعتبرونها مصدرا للفرص. رغم أن الرؤية الطموحة للشباب وإندفاعهم نحو التفاؤل إلا أنهم يولون أهمية للمعلومات ككبار السن. ولا يختلف سلوك المستثمرين ذوي خبرة إستثمارية خمس سنوات فأكثر عن المستثمرين الأقل منهم خبرة في معلوماتهم المالية رغم إختلافهم في الحصول على المعلومة إلا أنهم يتفهمون أهمية معلومات السوق بالنسبة لحركة الأسعار.

وعليه لا توجد فروق بين صغار المستثمرين في معلوماتهم المالية حسب إختلاف عامل السن والخبرة في الاستثمار بينما توجد فروق حسب إختلاف عامل الجنس والسوق المالية.

16. وسائل الاعلام : ليس له تأثير (متوسط = 2.355)

على الرغم من أن وسائل الاعلام تعد من أهم العوامل الفعالة، وقد أثبت أنه متغير يمكن الإعتماد عليه ويؤثر في عملية إتخاذ قرارات المستثمرين. إذ دائما ما تعكس آراء و إستشارات المحللين الوجه الإيجابي للإستثمار وتشجع عليه، وتحفزها على ذلك حالة الطمع التي تدفعهم إلى المضاربات لتحقيق أرباح سريعة. إلا أنه تم التوصل إلى عدم وجود تأثير لوسائل الاعلام في السوقين التونسية والامارتية - دبي - ويعود السبب في ذلك أنه ليس لصغار المستثمرين ما يكفي من الثقة في الإنتاج الإعلامي (الأخبار، التفسير، التحليل، التقرير، المقابلة... إلخ) ويعتبرون أن وسائل الاعلام تعطي رؤية مضللة للأحداث. وعليه لا تعتبر وسائل الاعلام في السوقين التونسية والإماراتية من المصادر الموثوقة التي يعتمد عليها في توسيع الوعي وإستقطاب المستثمرين المحتملين والمحللين الجدد.

رغم إعتبار الخبراء وسائل الاعلام عاملا مهما في التحكم في السلوكيات الإندفاعية الإيجابية والسلبية للمستثمرين ويعتبرونها مصدرا للأخبار. إلا أن آراءهم بشأن تحليل المعلومات الصادرة في تقارير موثوقة وموثقة

من خلال وسائل الإعلام يمكن أن يكون له دور مهم في الطريقة التي يتخذ بها صغار المستثمرين قراراتهم الإستثمارية لأنهم لا يولون قيمة للعوامل الخارجية الصادرة من وسائل الإعلام، كما تؤكد نتائج الدراسة الحالية. إلا أنها تتعارض مع دراسات (Bennet, Selvam, Indhumathi, Ramkumar, & Karpagam, 2011)، (Barber, (And & Rehman, 2013)، (Ayza, 2014)، (Gholami & Tehrani, 2015)، (Odean, 2008)، التي تطرقت للتركيز الإعلامي على مواقف المستثمرين إتجاه الإستثمار في أسواق الأوراق المالية، وتوصلت في مجملها إلى وجود تأثير كبير لرؤية الشركة في وسائل الإعلام على قرارات المستثمرين.

قد تم تأكيد عدم وجود إختلاف بين صغار المستثمرين الذكور والإناث، السن، وخبراتهم في السوق. ومهما إختلفت صفاتهم الديمغرافية لا تختلف رؤيتهم السلبية لوسائل الإعلام. ويعود سبب ذلك أن صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية رغم قرائتهم المستمرة للمقالات المنشورة في وسائل الإعلام وإعتبارها من مصادر معلوماتهم المالية، إلا أنهم يضعون لها صورة خاصة ويضعونها على حياد قراراتهم الإستثمارية. هذا وقد تقوم هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية أحيانا بضرورة توخي الحذر عند الإطلاع على ما يتم نشره أو تداوله في التقارير الإعلامية أو مواقع التواصل الاجتماعي من شائعات أو معلومات غير صحيحة تتعلق بأوضاع الأسواق، كما هو الحال خلال فترة الدراسة أين قامت الهيئة بإجراء تحقيقا بشأن الأخبار والإشاعات المنشورة من بعض وكالات الأنباء الأجنبية والخدمات الإخبارية، مما قد يكون هذا سببا في عدم وجود تأثير لعامل وسائل الإعلام على سلوكيات صغار المستثمرين في هذه الدراسة. تختلف هذه النتيجة عن نتائج دراسة مروان مصطفى شحوط التي توصلت إلى ؛ وجود إختلاف بين المستثمرين كبار السن والشباب لإقتناع الشباب بتدني المعلومات المنشورة وتوقيتها، وذلك بسبب خبرتهم الواسعة في الإستثمار. وجود إهتمام للإناث أكثر من جنس الذكور بالمحور الإعلامي. ووجود إختلاف في الخبرة يعود السبب إلى إطلاع ومتابعة الأكثر خبرة الأخبار والنشرات والتقارير وكافة المعلومات التي تنشر عن أسواق الأوراق المالية.

وعليه لا توجد فروق بين صغار المستثمرين في وسائل الإعلام حسب إختلاف عامل الجنس، السن، الخبرة في الإستثمار، وإختلاف السوق المالية.

17. الإحتياجات المالية : ليس لها تأثير (متوسط = 2.590)

ليس للإحتياجات المالية الشخصية أي تأثير في عملية إتخاذ القرارات الخاصة بصغار المستثمرين، وذلك تجنبا لتكرار الحسائر السابقة أو السعي لزيادة أرباح الأسهم كونهم يتخذون قرارات أكثر منطقية أو عقلانية. تتوافق هذه النتيجة مع العديد من الدراسات السابقة حول سلوك المستثمر منها دراسة (Bennet, Selvam, Indhumathi, Ramkumar, & Karpagam, 2011) التي توصلت إلى وجود تأثير ضعيف لفلسفة الثراء السريع على مواقف وسلوكيات صغار المستثمرين. إلا أنها تتعارض مع دراسات (Hassan Al-Tamimi,

(2006 ، Akhter & Ahmed, 2013) التي توصلت إلى إهتمام المستثمرين بمصالحهم الشخصية وزيادة رؤوس أموالهم، وأن عامل الإحتياجات المالية من أهم العوامل المؤثرة على سلوكيات المستثمرين.

قد تم تأكيد عدم وجود إختلاف بين صغار المستثمرين الذكور والإناث، عامل السن، خبراتهم في السوق، والسوق المستثمر فيه. لأن لصغار المستثمرين التونسيين والإماراتيين نفس دافع دخول السوق وهو الإستثمار وزيادة رؤوس الأموال، سيكون لهم نفس الاهتمام وهو تحقيق عوائد مرتفعة والثراء السريع مهما إختلفت صفاتهم الديمغرافية.

وعليه لا توجد فروق بين صغار المستثمرين في إحتياجاتهم المالية الشخصية حسب إختلاف عامل الجنس، السن، الخبرة في الإستثمار، وإختلاف السوق المالية.

خلاصة

حاولنا من خلال هذا الفصل إختبار تأثير ومستويات تأثير العوامل السلوكية عند صغار المستثمرين، والتأكد من وجود فروق جوهرية فيما بينهم في إنتهاج سلوكياتهم الإستثمارية في السوقين التونسية والإماراتية (دبي). بناء على الأدلة التجريبية، وتحت الفرضيات الرئيسية للدراسة يتضح بأن هناك توافق بين النتائج التي تم التوصل إليها وبين الكثير من الدراسات السابقة. حيث أظهرت النتائج وجود ستة عوامل لها تأثير على سلوكيات صغار المستثمرين تتمثل في : الأهداف والرغبات، النفور من الخسارة، النفور من الأسف، ظروف السوق، الجانب الديني، والمعلومات المالية. وأيضاً تأثير ضعيف للعوامل المتمثلة في : الثقة المفرطة، النفور من المخاطرة، سلوك القطيع، التفاؤل المفرط، تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه، تأثير الإستدلال، الجانب الأخلاقي، دعاية التوصية، والجانب الاجتماعي. بينما عدم وجود تأثير لعامل وسائل الإعلام والإحتياجات المالية على سلوكيات صغار المستثمرين. وعليه يمكن تحديد العوامل والتحيزات المؤثرة على سلوكيات صغار المستثمرين العرب، وبإمكان المستثمرين الاستفادة إلى حد كبير من معرفة هاته السلوكيات والتحيزات - التي تؤدي بهم إلى سلوكيات شادة - للعمل على تجنبها في إتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

الختامة

حاولنا من خلال هذه الدراسة معالجة موضوع سلوكيات المستثمرين في إتخاذ القرارات الإستثمارية، كأحد المواضيع التي تبحث في المالية السلوكية والعوامل السلوكية المؤثرة على تصورات وخيارات المستثمرين في أسواق الأوراق المالية، حيث تمثلت الإشكالية المطروحة في : **ماهي أهم العوامل السلوكية المؤثرة على خيارات وتصورات صغار المستثمرين في سوق الأوراق المالية العربية ؟** وقد تطلبت الدراسة معالجة الإشكالية عبر ثلاث فصول إنطلاقاً من الفرضيات المعتمدة. ولمعالجتها تم الإعتماد على مجموعة واسعة من العوامل السلوكية المؤثرة على سلوكيات صغار المستثمرين والمساهمة في تشكيل قراراتهم الإستثمارية التي تولد مخلفات في الإتجاه الإيجابي أو السلبي اعتماداً على تصورات متفائلة ومتشائمة.

قامت الدراسة الحالية بدراسة مجموعة من التحيزات والعوامل السلوكية والتي يمكن للمستثمر فهمها والعمل على تجنبها في إتخاذ قراراته الإستثمارية في أسواق الأوراق المالية. وقد طبقت الدراسة بطريقة إستطلاعية على مجموعة من صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية - دبي - خلال الفترة ديسمبر 2018 - سبتمبر 2019 وهي فترة مابعد الأحداث السياسية التي وقعت في الدول العربية (الربيع العربي) والتي تميزت بحدوث تقلبات وحالات شادة في الأسواق جراء حالات الخوف والهلع التي أصابت المستثمرين، وهو ما قد يؤثر على نتائج الدراسة.

يمكن تبرير إعتماد متغيرات الدراسة بإعتبارها التحيزات التي تعبر عن الحالة الشادة التي تعكس تصورات وسلوكيات العديد من صغار المستثمرين، وأيضاً لأنها من المتوقع أن تكون هذه المتغيرات مرتبطة بعوامل نفسية كالمبالغة بالخوف من المخاطر والطمع بالعوائد أو بتغيرات في معنويات وتوقعات المستثمرين.

وعلى هذا الأساس جاءت الدراسة لتسلط الضوء على أبعاد التحيزات والعوامل السلوكية وكيفية الإستفادة منها في تحليل وتفسير سلوكيات صغار المستثمرين، على إعتبار أن مشكلة القرار الصحيح والعقلاني من أهم المشاكل التي يعاني منها صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية. وهكذا تمكنا من الوصول إلى عدة نتائج سنوجزها في هذه الخاتمة، وأيضاً قمنا بإدراج بعض التوصيات وآفاق للبحث.

نتائج الدراسة وإختبار الفرضيات :

توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية، والتي مكنت من الإجابة على الفرضيات الموضوعية في مستهل البحث، وفيما يلي تلخيص لنتائج الدراسة :

- المتغيرات التي لها أثر تؤثر في المستوى المعتدل او الضعيف ولا يوجد أثر في المستوى القوي. حيث توجد ستة عوامل سلوكية تؤثر على سلوكيات صغار المستثمرين وتسعة عوامل سلوكية لها تأثير ضعيف، بينما لا يوجد تأثير لعاملين إثنين.
- أغلبية صغار المستثمرين يستثمرون أموالهم على أساس أهدافهم ورغباتهم في السوق، وعليه يوجد تأثير للأهداف والرغبات على سلوكيات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية.
- تؤثر ظروف السوق على سلوكيات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية لانهم لا يملكون القدرة على توقع نهاياته ويصعب عليهم فهمه، وعليه يفضل الأغلبية التريث والإطلاع على السياسات الموجودة قبل إتخاذ قراراتهم الإستثمارية.
- يوجد تأثير للنفور من الخسارة على سلوكيات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية لانه قد يحتاج صغار المستثمرين أحيانا حالات وتصرفات عشوائية للنفور والحد من الخسارة دون الإطلاع والتركيز على الجوانب الأساسية لأسعار الأسهم.
- يوجد تأثير للجانب الديني على سلوكيات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية، وهذا ما يؤكد أهمية دمج المعتقدات الدينية في وضع إطار لأخلاقيات ومبادئ الإستثمار حيث يميل المستثمرين العرب إلى المنتجات الإستثمارية التي لها خصائص تمثل للشريعة الإسلامية.
- يوجد تأثير للمعلومات المالية على سلوكيات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية، لانهم يفضلون أن يكونوا على إطلاع على كافة المعلومات المتوفرة في السوق، وعليه يعتمدون على مصادر المعلومات المألوفة والمتاحة لإستثماراتهم.
- يوجد تأثير ضعيف لتسعة عوامل سلوكية تتمثل في : الثقة المفرطة، النفور من المخاطرة، سلوك القطيع، التفاؤل الفرط، تفضيل الوضع الراهن، تأثير الاستدلال، الجانب الاخلاقي، المشورة والتوصية، والجانب الاجتماعي.
- لا يوجد تأثير لوسائل الاعلام على سلوكيات صغار المستثمرين لانها من المصادر التي لا يعتمد عليها لعدم ثقة المستثمرين العرب فيها
- لا يوجد تأثير للإحتياجات المالية الشخصية على سلوكيات صغار المستثمرين كونهم يتخذون قرارات اكثر منطقية.
- رغم أن لصغار المستثمرين الشباب أهداف وطموحات متزايدة كونهم مقبلين على الحياة. على عكس كبار السن الذين يفتقدون لعنصر الابتهاج والرغبة، إلا أنه لا يوجد إختلاف في سلوكياتهم الإستثمارية لأن المعرفة والخبرة التي يمتلكونها في مجال الإستثمار تمكنهم من إتخاذ خيارات إستثمارية أفضل.
- رغم أن لصغار المستثمرين في السوق خبرات مختلفة إلا أن الحنكة والمعرفة والمهارة التي يمتلكونها تجعلهم ينحازون في إختياراتهم عن السهم الخطأ على حد سواء، وذلك حسب البيئة المناسبة والتي يعتبرونها مصدرا للفرص. غير أنه يوجد إختلاف بين صغار المستثمرين في النفور من المخاطرة والنفور من الأسف حسب خبراتهم

- الإستثمارية، حيث يكون المستثمرين الذين لديهم خبرة أكثر تحملاً للمخاطر لتمكنهم من التنبؤ بحركة السوق. بعكس المستثمرين الذين لديهم خبرة إستثمارية أقل يكتفون بمسح السوق.
- رغم أن لكلا السوقين التونسية والاماراتية ظروفه وقوانينه التشريعية والتنظيمية إلا أنه عموماً لا يوجد إختلاف بين سلوكيات صغار المستثمرين في السوقين بإستثناء :
- الثقة المفرطة والتفاؤل المفرط حيث لوحظ وجود إختلاف في الثقة المفرطة لصغار المستثمرين الإماراتيين عن المستثمرين التونسيين، لثقة الإماراتيين في قدراتهم، واستباقية التفكير في بعض الأسهم، وشعورهم بالمزيد من الكفاءة. وكلما زادت ثقتهم بأنفسهم واستباقية تفكيرهم في بعض الأسهم كلما أصبح لديهم إفراط في التفاؤل.
 - المشورة والتوصية يوجد إختلاف بين صغار المستثمرين في السوقين التونسية والاماراتية، حيث يلجأ صغار المستثمرين الاماراتيين إلى مشورة سليمة والاستعانة بالمستشارين الماليين على عكس المستثمرين التونسيين الذين يكتفون بقناعاتهم الشخصية.
 - يختلف سلوك صغار المستثمرين التونسيين عن سلوك المستثمرين الإماراتيين في إستقبال وقراءة المعلومات المالية، والتي بدورها تؤثر في سلوكياتهم الإستثمارية.
 - يختلف سلوك صغار المستثمرين في السوقين التونسية والإماراتية في تفاعلاتهم الاجتماعية، لإهتمام صغار المستثمرين في السوق الإماراتية بإدراج ممارسات وسياسات الاستدامة ومبادرات التنمية الاجتماعية في عمليات التداول.
- تقوم سوق دبي للأوراق المالية بإنشاء وترتيب برامج التوعية من أجل تعليم وتوعية المستثمرين فيما يتعلق بالإستثمار.

توصيات وآفاق الدراسة :

في ضوء النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة يمكنها ان تمهد الطريق للباحثين ولدراسات أخرى مستقبلية للتحقيق في العوامل والآليات السلوكية التي تفسر السلوكيات المختلفة للمستثمرين، وعليه يمكن تقديم التوصيات والآفاق التالية :

توصيات الدراسة :

- إن معرفة التحيزات والعوامل السلوكية يكون مفيدا إذا كان المستثمر على دراية بالسياق المالي من خلال تجاربه الإستثمارية.
- على المستثمرين أن لا يجعلوا من التحيزات والعوامل السلوكية دليلهم الوحيد للتعامل في الأسواق المالية وعليهم محاولة ممارسة بعض الآليات للسيطرة على هذا السلوك غير العقلاني.
- إلى جانب المستثمرين الأفراد الذين قد يستفيدون مباشرة من نتائج هذه الدراسة، يمكن للشركات الإستثمارية استخدام هذه النتائج كمرجع لتحليلاتهم وتوقعاتهم لإتجاهات أسواق الأوراق المالية. يمكن أيضا لشركات المساهمة استخدام نتائج هذه الدراسة لإتخاذ قرارات جيدة لجذب المستثمرين لشراء أسهمهم.

آفاق الدراسة :

- يمكن توسيع البحث بدراسات مسحية على عينة أكبر وفي أسواق أكبر وأكثر حيوية حيث نشاط التداول مرتفع، لإثبات تعميم نتائج هذه الدراسة على نطاق أوسع.
- يمكن إجراء بحوث ودراسات مستقبلية في العديد من العوامل والتحيزات الأخرى التي لا تقل أهمية عن العوامل السلوكية المدروسة في هذه الدراسة.
- ركزت الدراسة على صغار المستثمرين في السوقين التونسية والامارتية فقط ولا بد من إجراء دراسات أخرى في أسواق الأوراق المالية العربية الأخرى وأيضا محاولة إستكشاف سلوكيات كبار المستثمرين في الأسواق العربية.
- هل يوجد تأثير لمزاج أو معنويات المستثمرين الناجمة عن الأحداث الخارجية على السلوكيات الإستثمارية في أسواق الأوراق المالية ؟ هذه مشكلة بحث يمكن الإنطلاق منها في بحوث أخرى.
- يمكن أيضا إجراء دراسات أخرى مماثلة بإستخدام متغيرات ديمغرافية إضافية كالمستوى التعليمي، الدخل، الخلفية العائلية والثقافية....
- هل تؤثر مواقف وسلوكيات المستثمرين في تسعير الأسهم وتحديد العائد المتوقع ؟ وهل يكفي المستثمر بمعرفة التحيزات التي تحول دون قراره الصحيح لإتخاذ قرار صحيح وعقلاني ؟ هذه أيضا مشكلة بحث يمكن الإنطلاق منها في بحوث أخرى.

قائمة المصادر و المراجع العربية

- علي بن الضب، و حليلة بلقاسم. (ديسمبر, 2015). نموذج توازن الأصول الرأسمالية بين نظرية المالية السلوكية وكفاءة أسواق رأس المال. *أبحاث إقتصادية وإدارية* (18)، 295 - 314.
- فيصل محمود الشواورة. (2008). *الإستثمار في بورصة الأوراق المالية - الأسس النظرية والعلمية* (الإصدار الطبعة الأولى). عمان ، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
- مبارك بن زاير. (2016/2015). *تأثير المالية السلوكية على كفاءة الأسواق المالية - دراسة قياسية بإستخدام نظرية Chaos*، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية - تحليل إقتصادي، تلمسان، الجزائر.
- مروان مصطفى شموط. (2010). *العوامل المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد في سوق عمان المالي*. قسم العلوم المالية والمصرفية، الأردن: جامعة فيلادلفيا.

قائمة المصادر والمراجع الاجنبية

- Akhter, R., & Ahmed, S. (2013, December). Behavioral Aspects of Individual Investors for Investment in Bangladesh Stock Market. *International Journal of Ethics in Social Sciences*, 01(01), 57-70.
- Albaity, M., & Rahman, M. (2012). Gender, Ethnicity, and Religion and Investment Decisions: Malaysian Evidence. *Journal of Sociological Research*, 03(02), 502-519.
- Albouy, M. (2005, May). Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ? *French journal Revue Francaise de Gestion*, 31(157), 169-188. doi:10.3166/rfg.157.

- Alex , E., Diego, G., & Oyvind , N. (2007). Sports Sentiment And Stock Returns. *The Journal of Finance* , 62(04), 1967-1998.
- Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). SIGNALING BY UNDERPRICING IN THE IPO MARKET. *Journal of Financial Economics*, 303-323.
- Amirat, A., & Bouri, A. (2009). A New Measure of Herding Behavior : Derivation and Implications. *International Journal of Social and Human Sciences*(03), 575-589.
- And, I. A., & Rehman, K. U. (2013). Stock Selection Behavior of Individual Equity Investors' in Pakistan. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 15(09), 1295-1300. doi:10.5829
- Ansari, L., & Moid, S. (2013, may-june). Factors Affecting Investment Behaviour Among Young Professionals. *International Journal of Technical Research and Applications*, 01(02), 27-32.
- Apartsin , Y., Maymona, Y., Cohen , Y., & Singer, G. (2013, July). Nationality and risk attitude: Testing differences and similarities of investors' behavior in selected financial markets. *Global Finance Journal*(24), 114–118. doi:10.1016
- Arora, M., & Kumari, S. (2015). Risk Taking in Financial Decisions as a Function of Age, Gender: Mediating Role of Loss Aversion and Regret. *International Journal of Applied Psychology*, 04(05), 83-89. doi:10.5923
- Ayza, J. P. (2014, November). The Influence Of Media On Investment Decisions. The Case Of Bubbles (La Influencia De Los Medios De Comunicaci3n Sobre Las Decisiones De Inversion. El Caso De Las Burbujas). *InnOvaciOnes de NegOciOs*, 11(22), 297 – 311.
- B. Patel, J. (2016, January - February). The January Effect Anomaly Reexamined In Stock Returns. *The Journal of Applied Business Research*, 32(01), 317-324.
- Bajtelmita, V., Bernasek, A., & Jianakoplos, N. (1999). Gender differences in defined contribution pension decisions. *Financial Services Review*, 08, 01-10.

- Barber, B. M., & Odean, T. (2001, February). Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, And Common Stock Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(01), 261-292.
- Barber, B., & Odean, T. (2008). All That Glitters: The Effect Of Attention And News On The Buying Behavior Of Individual And Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 21(02), 785-818.
- Bentayeb , F. (2013, Février 21). Essai d'analyse sur la contribution de la finance comportementale à la compréhension des dysfonctionnements des marchés financiers ; Analyse de la crise financière de 2007, En vue de l'obtention du diplôme de Magister en sciences économiques Option : Économie et Finance Internationales, Université Mouloud Mammeri De Tizi-Ouzou.
- Bennet, E., Selvam, M., Indhumathi, G., Ramkumar, R. R., & Karpagam, V. (2011, March). Factors Influencing Retail Investors' Attitude Towards Investing In Equity Stocks: A Study In Tamil Nadu. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 07(03), 316-321.
- Berumenta, M. H., & Ceylan, N. B. (2012, September). Effects Of Soccer On Stock Markets : The Return–volatility Relationship. *The Social Science Journal*(49), 368–374.
- Bhavani, G., & Shetty, K. (2017). Impact of Demographics and Perceptions of Investors on Investment Avenues. *Accounting and Finance Research*, 6(2), 198-205.
- Bin Mohamad, A. N., Shamsheer, M., & Mohamad Ali, A. (1988). Stock Returns and the Weekend Effect:the Malaysian Experience. *Pertanika*, 11(01), 107-114.
- Birău, F. R. (2012). The Impact Of Behavioral Finance On Stock Markets. *Annals of the Constantin Brâncuși*. 03, pp. 45- 50. University of Târgu Jiu.
- Boudreaux, D. (1995). The Monthly Effect In International Stock Markets : Evidence And Implications. *Journal Of Financial And Strategic Decisions*, 08(01), 15-20.
- Brown, S., & Taylor, K. (2010). Social Interaction and Stock Market Participation : Evidence From British Panel Data.

- Brunel, O., & Gallen, C. (2011, Mai 18-20). *Et si c'était de la dissonance cognitive ?* 27ème congrès international de l'Association Française de Marketing, Bruxelles , France.
- Brzeszczyński, J., Gajdka, J., & Kutan, A. (2015, October). Investor Response To Public News, Sentiment And Institutional Trading In Emerging Markets: A Review. *International Review of Economics and Finance*.
- Burghardt, M., & Ankolekar, A. (n.d). Follow the Crowd: Herding of Retail Investors at the European Warrant Exchange. Consulté le Janeury 10, 2012, sur http://69.175.2.130/~finman/Turin/Papers/Retail_Investor_Herding.pdf
- Cao, M., & Wei, J. (2005). Stock Market Returns : A Note On Temperature Anomaly. *Journal Of Banking & Finance*(29), 1559–1573.
- Caporale, G. M., Economou, F., & Philippas, N. (2008). Herding Behaviour In Extreme Market Conditions : The Case Of The Athens Stock Exchange. *Economics Bulletin*, 07(17), 01-13.
- Champagne, S. (2002, Mars). Strategies D'investissement Basees Sur Le Momentum Et Le Volume Sur Le Marche Candien, Montreal.
- Chang, S.-c., Chen, S.-s., Chou, R., & Lin, Y.-h. (2012, February). Local Sports Sentiment And Returns Of Locally Headquartered Stocks : A Firm-level Analysis. *Journal Of Empirical Finance*(19), 309–318.
- Chavali, K., & Mohanraj, M. P. (2016). Impact of Demographic Variables and Risk Tolerance on Investment Decisions: An Empirical Analysis. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 06(01), 169-175.
- Chen, G., Rui, O. M., & Xu, Y. (2003). *When Will Investors Herd?- Evidence from the Chinese Stock Markets*. Hong Kong. doi:2737471-3
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2002). Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implication. *Journal of Monetary Economics*, 49.
- Deaves, R., Dine, C., & Horton, W. (2006). *How Investment Decisions Are Made?* Report Commmissioned By The Task Force To Modernize Securities Legislation In Canada, Canada.

Diba, B. T., & Grossman, H. (1988, September). The Theory of Rational Bubbles in Stock Prices. *The Economic Journal*, 98(392), 746-754.
doi:10.2307/2233912

Diouf, D., Hebb, T., & El Hadji. (2016). Exploring Factors That Influence Social Retail Investors : Evidence From Desjardins Fund. *Journal of Business Ethics*, 134, 45-67.

Edmans, A., Garcia, D., & Norli, O. (2007, August). Sports Sentiment And Stock Returns. *The Journal Of Finance*, 62(04), 1967 – 1998.

Egidijus , B., Jureviciene, D., Petras, D., & Novickyte, L. (2013, July). Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 82, 870 – 876. doi:10.1016

Engelberg , J. E., & Parsons , C. A. (2011, February). The Causal Impact Of Media In Financial Markets. *The Journal Of Finance*, 66(01), 67-97.

Farzana, W., Rahman, M. I., & Mazumder, M. N. (2012, July). Behavioral Financing: Demographic Factors and Services of Brokerage Houses in Bangladesh. *World Journal of Social Sciences*, 02(04), 15-33.

French, K. (1980, March). Stock returns and the weekend effect. *Journal of Financial Economics*, 08(01), 55-69. doi:10.1016/0304

Gedmintiene, D. D., & Visockaite, A. (2016, November). The Importance Of Personal Finance For Investment And Applying Financial Behaviour Principles In Personal Finance Investment Decisions In Lithuania. *Socialinių Mokslų Studijos Societal Studies*, 08(01), 118–131. doi:10.13165

Geetha, N., & Ramesh, M. (2012, May). A Study On Relevance Of Demographic Factors In Investment Decisions. *Perspectives of Innovations, Economics & Business*, 10(01), 14-27. doi:10.15208/pieb.2012.02

Gholami, M., & Tehrani, R. (2015). The Study Of The Effect Of Media On Investors' Decision Making In Tehran Stock Exchange. *GMP Review*, 16(05), 286-291.

Gibbons , M., & Hess, P. (1981, October). Day of the Week Effects and Asset Returns. *The Journal of Business*, 54(04), 579-596.

- Glac, K. (2009, April). Understanding Socially Responsible Investing: The Effect Of Decision Frames And Trade-off Options. *Journal of Business Ethics*(87), 41–55. doi:10.1007
- Goetzmann, W. N., & Kumar, A. (2008). Equity Portfolio Diversification. *Review of Finance*(12), 433–463.
- Goetzmann, W., & Zhu, N. (2002, January). Rain Or Shine : Where Is The Weather Effect? *SSRN Electronic Journal*.
- Gunathilaka, C. (2014). *Factors Influencing Stock Selection Decision: The Case Of Retail Investors In Colombo Stock Exchange*. Management, 11th International Conference on Business, University of Sri Jayewardenepura, Sri Lanka.
- Hassan Al-Tamimi, H. A. (2006, January). Factors Influencing Individual Investor Behaviour: An Empirical study of the UAE Financial Markets. *The Business Review*, 05(02), 225-232.
- Hejazi, R., & Hesari, S. (2012). *Investor's Reaction To The Disclosure Types Of Corporate Social Responsibilities*. 2012 2nd International Conference on Social Science and Humanity, Singapore.
- Henker, J., Henker, T., & Mitsios, A. (2006). Do investors herd intraday in Australian equities? *International Journal of Managerial Finance*, 02(03), 196-219.
- Hirshleifer , D. (2001, August). Investor Psychology and Asset Pricing. *The Journal Of Finance*, 56(04), 1533-1598.
- Hirshleifer, D., & Shumway, T. (2003, June). Good Day Sunshine : Stock Returns And Theweather. *The Journal Of Finance* , 58(03), 1009- 1032.
- Hong, H., Kubik, J., & Stein, J. (2004). Social Interaction And Stock-Market Participation. *The Journal Of Finance*, 59(01).
- Hossain, F., & Nasrin, S. (2012). Factors Affecting Selection Of Equity Shares: The Case Of Retail Investors In Bangladesh. *European Journal of Business and Management*, 04(20), 110-125.

- Hue Ton, H. T., & Nguyen, T. P. (2014). The Impact of Demographical Factors on Investment Decision: A Study of Vietnam Stock Market. *International Journal of Economics and Finance*, 06(11), 83-89.
- Iannino, M. C. (2011, March). Essays On Stock Splits And Herding, Thesis submitted to the faculty of University of London Queen Mary, School of Economics and Finance Queen Mary University of London
- Ibbotson , R., & Jaffe, J. (1975, September). "HOT ISSUE" MARKETS. *The Journal of Finance*, 34(04), 1027-1042. doi:10.1111/j.1540-6261
- Individual ethical investors and what they value : A UK context. (s.d.). Consumer Research. Récupéré sur https://marketing.conference-services.net/resources/327/2342/pdf/AM2011_0464.pdf
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2010, August). *The Impact Of Corporate Social Responsibility On Investment Recommendations*. Academy of Management.
- Ivkovi, Z., Sialm, C., & Weisbenner, S. (2008, Septembre). Portfolio Concentration and the Performance of Individual Investors,. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 43(03).
- Jains, D., & Dashora, N. (2012, April). A Study On Impact Of Market Movements On Investment Decision "An Empirical Analysis With Respect To Investors In Udaipur, Rajasthan". *Journal of Arts, Science & Commerce*, 03(02), 78-88.
- Kadariya, S. (2012, July). Factors Affecting Investor Decision Making: A Case of Nepalese Capital Market. *Journal of Research in Economics and International Finance*, 01(01), 16 - 30.
- Khanam, Z. (2017, August). The Impact of Demographic Factors on the Decisions of Investors during Dividend Declaration: A Study on Dhaka Stock Exchange, Bangladesh. *IOSR Journal of Business and Management*, 19(08), 01-07.
- Klock, S., & Bacon, F. (2014, February). The January Effect: A Test of Market Efficiency. *Proceedings of ASBBS*, 21(01), 423-434.
- Konstantinidis, A., Katarachia, A., Borovas, G., & Voutsas, M. E. (s.d.). From Efficient Market Hypothesis To Behavioural Finance: Can Behavioural

Finance Be The New Dominant Model For Investing? *Scientific Bulletin – Economic Sciences*, 11(02), 16 - 26.

Kourtidis, D., Sevic, Z., & Chatzoglou, P. (2011, April 06). Investors' trading activity : A behavioural perspective and empirical results. *The Journal of Socio-Economics*(40), 548– 557. doi:10.1016

Lee, Y.-J., Wang, G.-L., Kao, K.-S., Chen, C.-Y., & Zhu, F.-P. (2011). The Investment Behavior, Decision Factors And Their Effects Toward Investment Performance In The Taiwan Stock Market. Récupéré sur https://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/jperess_1105.pdf

Levišauskait, K. (2010). Investment Analysis and Portfolio Management, Vytautas Magnus University Kaunas, Lithuania.

Lo, A. W.-C., & Repin, D. (2002). The Psychophysiology Of Real-Time Financial Risk Processing. *Journal of Cognitive Neuroscience*, 14(03), 323-339.

Lobão, J., & Serra, A. P. (2007). *Herding Behavior: Evidence from Portuguese Mutual Funds*. Diversification and Portfolio Management of Mutual Funds. doi:10.1057/9780230626508

Loewenstein, G., & Rick, S. (2008). *The role of emotion in economic behavior* (éd. Third Edition). (L. Michael, H.-J. M. Jeannette, & L. F. Barrett, Éds.) New York - London: The Guilford Press.

Lu Wang, X., Shi, K., & Fan, H. X. (2006, June 29). Psychological mechanisms of investors in Chinese Stock Markets. *Journal of Economic Psychology*, 27, 762-780. doi:10.1016/j.joep.2006.06.007

Luong, L. P., & Thi Thu Ha, D. (2011). Behavioral Factors Influencing Individual Investors' Decision-making And Performance A Survey At The Ho Chi Minh Stock Exchange, Master thesis, one-year, 15 hp, Umeå School of Business.

Makokha, K. C. (2015, August). The Effect Of Over Confidence Bias On Stock Returns Of Companies Listed At The Nairobi Securities Exchange, A Research Project Submitted In Partial Fulfillment Of The Requirements

For The Award Of The Degree Of Master Of Business Administration Of The University Of Nairobi, Nairobi – Mombasa.

- Menike, L. M., Dunusinghe, P., & Ranasinghe, A. (2015, August 10-11). *Behavioural Factors Influence On Investment Performance: A Survey Of Individual Investors At Colombo Stock Exchange*. Proceedings of 10th Annual London Business Research Conference, Imperial College, London.
- Messaoui, F. (2014, Fevrier). Essai d'analyse de l'impact du comportement psychologique des investisseurs institutionnels sur les cours boursiers (marchés d'actions). Cas : la faillite de la banque américaine Lehman Brothers, En vue de l'obtention du diplôme de Magister en sciences économique Option : Économie et Finance Internationales, UNIVERSITE Mouloud MAMMERI DE TIZI-OUZOU.
- Moosa, I. (2005). Does Climatic Seasonality Produce Seasonality in Stock Returns? Evidence from an Emerging Stock Market. *Journal of Applied Business and Economics*, 11(02).
- Muermann, A., & Volkman, J. M. (2006). *Regret, Pride, and the Disposition Effect*. The Wharton School - University of Pennsylvania.
- Mullainathan, S., & Shleifer, A. (2005, September). The Market for News. *The American Economic Review*, 95(04), 1031-1053.
- Naoui, K., & Khaled, M. (2010, December). Apport de la finance comportementale à l'explication de la volatilité excessive des prix des actifs financiers. *Revue Libanaise de Gestion et d'Economie*(04), 01 -35. doi:10.1016
- Nielsen, B., & Bierregaard, P. (2010, June 16). An Analysis of Mergers and Acquisitions during the Recent Merger Wave in Scandinavia, Master's Thesis M.Sc. Finance & Strategic Management.
- Nofsinger, J. (2005). Social mood and financial economics. *The Journal of Behavioral Finance*, 06(03), 144 – 160.
- Nurasyikin , J. (2012). Individual Retirement Savings Behaviour : Evidence From Malaysia, A thesis submitted in partial fulfilment of the requirements for

the degree of Doctor of Philosophy, School of Accounting, Finance and Economics, Edith Cowan University, Perth - Australia.

Odean, T. (1998, December). Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average. *The Journal Of Finance*, 03(06), 1887-1934.

Onsomu, Z. N. (2014, Jun). The Impact Of Behavioral Biases On Investor Decisions In Kenya: Male Vs Female. *International Journal of Research in Humanities, Arts and Literature*, 02(06), 87-92.

Oudhuis, T. (2008). The Effect Of Weather On The Amsterdam Exchange Index Maastricht University, Master Thesis In The Finance, Faculty Of Economics And Business Administration, Maastricht University.

Park, J., Konana, P., Gu, B., Kumar, A., & Raghunathan, R. (2010, July). Confirmation Bias, Overconfidence, And Investment Performance: Evidence From Stock Message Boards. *SSRN Electronic Journal* . doi:10.2139

Patel, B., & Modi, V. (2017, December). Impact of Demographic Factors on Investment Decision: an empirical study from South Gujarat Region. *International Journal of Latest Engineering and Management Research*, 02(12), 31-38.

Patel, J., & Evans, D. (2003). Seasonal Stock Return Patterns In The Seven Industrialized Nations. *The Journal of Applied Business Research*, 19(03), 111- 120.

Peress, J. (2011, March). The Impact of the Media in Financial Markets: Evidence from Newspaper Strikes. doi:10.1.1.407.1950

Petit, E. (2010). *Le Rôle Du Regret Dans La Permanence Des Anomalies Sur Les Marchés Financiers*. Université de Bordeaux , FRANCE .

Qasim, M., Yassir Hussain, R., Mehboob, I., & Arshad, M. (2019). Impact of herding behavior and overconfidence bias on investors' decision-making in Pakistan. *Growing Science*, 05(02), 81-90. doi:10.5267/j.ac.2018.7.001

Ramaswamy, S., & Ramya, K. (2012). Impact of Social Factors on Individual Investors' Trading Behaviour. *Procedia Economics and Finance*(02), 237 – 246.

- Ramezani, A., Mardani, H., Emamgholipour, M., & Mardani, S. (2012). The Effect Of The Results Of Football Champions League Games On Sponsors' Stock Prices : Evidence From Iran,. *World Applied Sciences Journal*, 20(01), 102-106.
- Rashid, M., & Nishat, M. A. (2009, July). Satisfaction Of Retail Investors On The Structural Efficiency Of The Market: Evidence From A Developing Country Context. *Asian Academy of Management Journal*, 14(02), 41–64.
- Raut, R. K., & Das, N. (2015). Influence Of Social Interaction On Behavior Of Small Investors In Capital Market. *Journal of Scientific Research and Development*, 02(09), 116-123.
- Reinganum, M. (1983, June). The anomalous stock market behavior of small firms in January: Empirical tests for tax-loss selling effects. *Journal of Financial Economics*, 12(01), 89-104. doi:10.1016/0304
- Rekik , Y. M., & Boujelbene, Y. (2013, janvier). Determinants of Individual Investors' Behaviors: Evidence from Tunisian Stock Market. *IOSR Journal of Business and Management*, 08(02), 109-119.
- Ritter, J. R. (1991, March). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal Of Finance*, 46(01), 03-27.
- Robert , A. (1987, March). A monthly effect in stock returns. *Journal of Financial Economics*, 18(01), 161-174. doi:10.1016/0304
- Sadiq, M. N., & Ishaq, H. M. (2014). The Effect of Demographic Factors on the Behavior of Investors during the Choice of Investment: Evidence from Twin Cities of Pakistan. *Global Journal of Management and Business Research*, 14(3), 47-56.
- Salmon, M., & Hwang, S. (2001). A New Measure Of Herding And Empirical Evidence. (pp. 01-12). Warwick Business School, Finance Group.
- Samagaio, A., Couto, E., & Caiado, J. (s.d.). Sporting, Financial And Stock Market Performance In English Football : An Empirical Analysis Of Structural Relationships. Consulté le January 23, 2014, sur <http://cemapre.iseg.ulisboa.pt/archive/preprints/395.pdf>
- Saunders, E. (1993, December). Stock Prices And Wall Street Weather . *The American Economic Review*, 83(05), 1337-1345.

- Seppälä, A. (2009). Behavioral Biases Of Investment Advisors - The Effect Of Overconfidence And Hindsight Bias.
- Shafi, M. (2014). Determinants Influencing Individual Investor Behavior In Stock Market: A Cross Country Research Survey. *Arabian Journal of Business and Management Review (Nigerian Chapter)*, 02(01), 60-71.
- Shiller, R. (1984). Stock Prices And Social Dynamics. *Brookings Papers On Economic Activity* , (pp. 457–510).
- Shiller, R. J. (1980). Do Stock Prices Move Too Much To Be Justified By Subsequent Changes In Dividends? *Nber Working Paper Series*. 456, Pp. 215-243. Philadelphia: National Bureau Of Economic Research.
- Shleifer, A. (1986, JULY). Do Demand Curves for Stocks Slope Down? *The Journal Of Finance*, 41(03), 579-590.
- Singh, S. (2012, February). Investor Irrationality and Self-Defeating Behavior: Insights from Behavioral Finance. *The Journal of Global Business Management*, 08(01), 116-122.
- Søndergaard, E. M. (2010, July 12). The Momentum Effect on Stock Markets- a Literature Review and an Empirical Study.
- Subramaniam, A., & Athiyaman, T. (2016, March). The effect of demographic factors on investor's risk tolerance. *International Journal of Commerce and Management Research*, 02(03), 136-142. Récupéré sur www.managejournal.com
- Sung, S. (2007). *The Effect of Pride and Regret on Investors' Trading Behavior*. University of Pennsylvania .
- Suret, J.-M. (2011, Mars). Consulté le 12 13, 2011, sur <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/fonds-education-saine-gouvernance/finances-perso/rapport-recherche-SC-733.pdf>
- Tokuga , Y., & Miyauchi, T. (May 2011). Herd Behavior in Accounting Policies – Write-off policy of UPBO in Japan.
- Van Eaton, R. (2000, April). *AII Journal*. Consulté le Janvier 25, 2012, sur <http://www.aaii.com/journal/article/2-the-psychology-behind-common-investor-mistakes>

- Venezia, I., Nashikkar, A., & Shapira, Z. (2011). Firm Specific And Macro Herding By Professional And Amateur Investors And Their Effects On Market Volatility. *Journal of Banking & Finance*(35), 1599–1609.
- Wachtel, S. (1942, April). Certain Observations on Seasonal Movements in Stock Prices. *The Journal of Business*, 15(02), 184 - 193.
- Yahyazadehfar, M., Ghayekhloo , S., & Sadeghi, T. (2010). *citeseerx*. Consulté le janvier 25, 2012, sur <http://www.wbiconpro.com/474-Sara.pdf>
- Zaiane, S., & Abaoub, E. (2010). L'excès De Confiance Des Investisseurs Individuels : Application Sur Le Marché. *Revue Libanaise de Gestion et d'Economie*(04), 01-27.
- Zawadzki, K. (2013, February). The impact of mega sports events on the stock markets. Gdansk University of Technology. Consulté le January 23, 2014, sur https://mpira.ub.uni-muenchen.de/44834/8/MPRA_paper_44834.pdf

قائمة الملاحق :

الملحق رقم (01) : قائمة أسماء الأساتذة المحكمين :

جامعة ورقلة	الأستاذ الدكتور : بولرباح غريب	جامعة ورقلة	الأستاذ الدكتور : محمد جموعي قريشي
جامعة ورقلة	الأستاذ الدكتور : عبد الوهاب دادن	جامعة ورقلة	الأستاذ الدكتور : إلياس بن ساسي

الملحق رقم (02) : نموذج إستمارة تحكيم الإستبيان الموزعة على الأساتذة المحكمين

تم عرض قائمة الإستبيان في هيئتها الأولية وبما تضمنته من أبعاد وفقرات على أربعة من الأساتذة المتخصصين وذلك لإبداء رأيهم السديد ومقترحاتهم حول صلاحيته ومدى إنتماء فقراته للمحاور المخصصة لها، وأي اقتراحات أو تعديلات يرونها مناسبة لتحقيق اهداف الدراسة.

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

استمارة تحكيم إستبيان

في إطار إجراء دراسة ميدانية لأجل تحضير أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير تحت عنوان " تحليل سلوكيات صغار المستثمرين عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية في سوق الأوراق المالية" قامت الباحثة بصياغة إستبيان لجمع المعلومات حول موضوع الدراسة، سيقدم إلى شريحة صغار المستثمرين في سوق الأوراق المالية. لذا نرجو من سيادتكم التكرم بإبداء رأيكم السديد ومقترحاتكم بشأن فقرات الإستبيان فيما إذا كان صالحا أو غير صالح، ومدى انتماء كل فقرة إلى المحور المخصص لها، وبنائها اللغوي، وأي اقتراحات أو تعديلات ترونها مناسبة لتحقيق أهداف الدراسة.

وتقبلوا منا جزيل الشكر والامتنان.

الطالبة : سميرة السايح

الإستبيان

القسم الأول : البيانات الشخصية : الرجاء وضع علامة (x) في مربع الإجابة المناسبة :

- الجنس : ذكر انثى
- الفئة العمرية : ما بين 18 و 25 سنة ما بين 26 و 35 سنة ما بين 36 و 45 سنة ما بين 46 و 55 سنة أكثر من 56 سنة.
- الحالة الاجتماعية : أعزب مرتبط
- المستوى الدراسي : ثانوي وأقل ليسانس ماجستير دكتوراه
- المركز الوظيفي : موظف في القطاع العام موظف في القطاع الخاص عامل مستقل صاحب مؤسسة متقاعد أخرى
- متوسط الدخل الشهري بالدولار : أقل من 100 ما بين 100 و 300 ما بين 300 و 500 ما بين 500 و 700 أكثر من 700
- منذ متى وأنت مستثمر في سوق الأسهم : أقل من 1 سنة من 1 سنة إلى أقل من 3 سنوات من 3 سنة إلى أقل من 5 سنوات من 5 سنة إلى أقل من 10 سنوات أكثر من 10 سنوات
- القطاع الذي تقوم بالإستثمار فيه : قطاع الصناعة قطاع الخدمات القطاع المالي قطاع الإستثمار قطاع العقارات أخرى

القسم الثاني : أهم العوامل السلوكية المؤثرة على خيارات وتصورات صغار المستثمرين في سوق الأوراق المالية.

الرقم	الفقرة	التقدير			رأي المحكم			
		غير موافق	محايد	موافق	مدى وضوحها			
					واضحة	تعدل	تخذف	
القياس								
نوعا ما	غير مناسب	مناسب						
المحور الاول : العوامل المتعلقة بالجوانب السيكولوجية للمستثمر.								
الأهداف والرغبات	01	تخطط لزيادة إستثماراتك في سوق الأسهم في الأشهر المقبلة						
	02	ستقوم بزيادة نشاطك في التداول إذا كان حجم التداول السابق أعلى من المعتاد.						
	03	الرغبة في المضاربة بالأسهم هي سبب لإستثمارك في سوق الأسهم.						
الثقة المفرطة	04	تعتقد أن مهاراتك ومعارفك في سوق الأسهم يمكن أن تساعدك في التفوق على السوق.						
	05	شعورك بالثقة في فهم سوق الأسهم هو ما يدفعك لكثرة التداول.						
	06	بناء على قدراتك ومهاراتك تشعر بالثقة لتقييمك الخاص للأسهم ولا تولي إهتمام باعتقادات الآخرين.						
	07	تعتقد أن الأسهم التي تملكها ذات أداء أفضل من أسهم الآخرين						

									تتمتع بمعرفة كافية في سوق الأسهم تجعلك واثق من قدراتك في اختيار أسهم أفضل من غيرها.	08	
									تنسب نجاحات الإستثمار السابقة إلى مهاراتك الخاصة	09	
									بعد خسارة سابقة تصبح أكثر تجنباً للمخاطرة	10	النفور من الخسارة
									تفضل بيع الأسهم التي زادت قيمتها وتتجنب بيع الأسهم التي انخفضت قيمتها	11	
									تميل لمعالجة كل عنصر من عناصر أصولك الإستثمارية بشكل منفصل	12	
									تسعى لإستثمار ارباحك المحققة لغرض تحقيق ارباح جديدة متحملاً مخاطرها	13	النفور من المخاطرة
									تسعى لشراء الأسهم ذات المخاطر المرتفعة بعد تحقيقك لنجاحات متكررة	14	
									قد يحدث وان تقوم بمواجهة المخاطرة باعتبارها فرصة لتعويض خسائك السابقة	15	
									تصبح أكثر نفورا من المخاطر بعد ان تشهد خسائر مالية متكررة	16	
									تشعر بالحزن والأسى لاحتفاظك بأسهم خاسرة لمدة طويلة نسبياً	17	النفور من الاسف
									تتجنب بيع الأسهم ذات الاداء الضعيف لتجنبك الاعتراف بالخسارة المرتبطة بها وبقرارك السيئ	18	

									تشعر بالأسف عندما ترى أن قراراتك تؤول إلى الخطأ	19	
									ينتابك شعور بسوء الحظ عندما ترى أن قراراتك تؤول إلى الخطأ	20	
									تؤثر قرارات الآخرين من ناحية إختيار نوع الأسهم، شراء وبيع الأسهم على قراراتكم الإستثمارية.	21	سلوك القطيع
									عادة ما تتفاعل بسرعة مع تغييرات قرارات الآخرين وتتبع ردود أفعالهم في سوق الأسهم.	22	
									تشعر بخيبة أمل كبيرة إذا إتبعت موقف معاكس لسلوك الآخرين ووقعت في خسارة	23	
									عندما تحتاج إلى إتخاذ قرار سريع تتبع سلوك الاغلبية	24	
									تنظر بعناية في التغييرات في أسعار الأسهم التي تنوي الإستثمار فيها	25	ظروف السوق
									تأخذ بعين الاعتبار الاتجاهات الماضية للأسهم في إستثمارك	26	
									ستزيد من إستثماراتك في السنة المقبلة بالرغم من انخفاض قيمة المؤشر في السوق	27	التفاؤل المفرط
									تعتقد أن سوق الأسهم قناة إستثمارية جذابة تسعى للاستمرار في الإستثمار فيها في الفترات المقبلة.	28	
									تعتقد أنه إذا انخفض المؤشر بنسبة معينة سوف يتعافى بسرعة في الأيام القليلة المقبلة.	29	

									إذ إنخفض سعر السهم نسبياً تعتقد أنه سوف يرفع مرة أخرى	30	
									ترأى أن بعض الأسهم مبالغ فيها بالمقارنة مع أسعارها الفعلية	31	
									تفضل الاحتفاظ بالأسهم حتى إذا كان أداءها السابق غير مشجع	32	تفصيل الوضع الراهن والحفاظ عليه
									لا تتغير توقعاتك بالرغم من صدور معلومات جديدة	33	
									ترأى ان معرفتك الجيدة لعدد محدود من الأسهم على انها افضل تنوع	34	
									تعتقد أن إمتلاكك عدد قليل من الأسهم يعطي أداء أفضل	35	
									لا تسعى للتنوع بين عدد من الأسهم بسبب نقص المعلومات المميزة	36	
									تفضل شراء الأسهم المحلية عن الأسهم الدولية لتوفر المعلومات عنها بشكل جيد	37	
									تعتمد عند إتخاذ القرار على الحقائق المؤكدة بدلا من التركيز على المعتقدات	38	تأثير الاستدلال
									غالبا ما تطبق قواعد وقرارات بديهية وتقديرية للمعلومات المختارة ولا تولي اهتمام لكافة المعلومات المتاحة	39	
									لا تتمكن دائما من فهم المعلومات التي تنشرها وسائل الإعلام	40	
<p>المحور الثاني : العوامل المتعلقة بالنتفاعلات الاجتماعية والقيم الشخصية للمستثمر.</p>											

									للوزع الديني تأثير على الطريقة التي تنفق بها أموالك	41	الجانب الديني
									هناك تواصل بين معتقداتكم الدينية وقراركم للاستثمار	42	
									تعتقد ان أرباحك المرتفعة تعود إلى توفيق من الله	43	
									تعتقد أن صندوق الإستثمار المشترك قد يمتلك أسهم لبعض الشركات التي لا توافق عليها أخلاقيا	44	الجانب الأخلاقي
									قد يحدث ان تستثمر في الشركات غير الاخلاقية أو في صناديق الإستثمار التي تملك أسهم الشركات غير الأخلاقية	45	
									يمكنك التوفيق بين الإستثمار في الشركات غير الاخلاقية وبين وازعك الديني	46	
									الإستثمار في المنتجات المالية قد يكون غير متوافق مع المسائل الأخلاقية	47	
									تقوم بالالتزام لقضية اجتماعية كتقديم تبرعات للجمعيات الخيرية	48	
									تقوم بالمشاركة المباشرة في الأنشطة التطوعية كإطعام الفقراء مثلا	49	الجوانب الاجتماعية
									تميل للمساهمة في المؤسسات الاجتماعية كالمساجد	50	
									تدفعك المناسبات الدينية (ففة رمضان، الاعياد ...) للمشاركة في الجوانب الاجتماعية	51	

									تساعد وسائل الاعلام (في الصحف والمجلات ومحطات التلفزيون...) في الحث على المشاركة في القضايا الاجتماعية	52	
									تتأثر بالأحداث الكارثية (زلازل، فيضانات ...) للمشاركة في الجوانب الاجتماعية	53	
									عادة ما تؤثر تجاربك الشخصية، تجارب افراد العائلة، الاصدقاء والزملاء في قرار المشاركة في الجوانب الاجتماعية	54	
									تعتبر وسائل الاعلام (الصحف والمجلات ومحطات التلفزيون...) أهم مصدر بالنسبة لك لعروض الإستثمار المسؤول اجتماعيا	55	
									يوعيكم حسابكم المصرفي لعروض الإستثمار المسؤول اجتماعيا	56	
									توعيكم تفاعلات وتجارب افراد العائلة، الاصدقاء والزملاء لعروض الإستثمار الاجتماعي	57	
									تعرف على عروض الإستثمار الاجتماعي من خلال نشرات الاصدار التسويقية للبنوك	58	
المحور الثالث : العوامل المتعلقة بالجوانب المعلوماتية.											
									تقوم بالإستثمار بناء على نصائح الأصدقاء والزملاء وافراد العائلة	59	المشورة والتوصية
									تتمتع المعلومات المقدمة من الأقارب والأصدقاء والزملاء بموثوقية عالية	60	

									مناقشة قراراتك الإستثمارية مع الزملاء يقلل من ضغوط خوفك من الخسارة	61	
									تقوم بالإستثمار بناء على نصائح وتوصيات الخبراء والمحللين وباحثي السوق وسماسرة الأوراق المالية	62	
									تصدر المعلومات في السوق في الوقت المناسب	63	المعلومات المالية
									كثيرا ما يحدث تباين وعدم تناسق للمعلومات في سوق الأسهم	64	
									لإختلاف المعلومات تأثير كبير على قراراتك الإستثمارية	65	
									تتمتع المعلومات الواردة عن الشركات المدرجة في السوق بالصحة والشفافية	66	
									لقد استثمرت وفقا لنصيحة خبير مالي (في الصحف والمجلات ومحطات التلفزيون ...)	67	وسائل الاعلام
									غالبا ما تتفاجئ بالأخبار الاقتصادية (اخبار الاقتصاد الجزئي والكلبي وتقارير الوكالات مثل البنك المركزي، صندوق النقد الدولي ...)	68	
المحور الرابع : العوامل المتعلقة بالإحتياجات المالية الشخصية.											
									غالبا ما تفضل الإستثمار عندما تتوفر الأموال الفائضة	69	الإحتياجات المالية
									قد يحدث وان تقوم بالإستثمار تعويضا عن الخسائر السابقة	70	
									عادة ما تستثمر بناء على تحركات السوق	71	

									تقرر الإستثمار بناء على توقعات المحللين في وسائل الاعلام الاخبارية	72
									التنوع في الأسهم هو الدافع من اعادة إستثمارك للعوائد	73
									يدفعك طموح الزيادة في ارباح الأسهم الى اعادة إستثمار عوائدك	74
									رغبة تخصيص الأسهم تدفعك لاعادة إستثمار العوائد	75
									لديك وجهة نظر متفائلة لسوق الأسهم في المستقبل القريب	76
									لا تسعى لأي تطلعات في سوق الأسهم في المستقبل القريب	77
									تأخذ بعين الاعتبار توليفة عائد - مخطر قبل القيام بعملية الإستثمار	78
									يتساير معدل العائد على إستثماراتك مع معدل العائد المتوسط للسوق	79

الملحق رقم (03) : نموذج إستمارة الإستبيان الموزعة على أفراد عينة الدراسة

بعد إجراء التعديلات التي إتفق عليها أغلب المحكمين، إستقرت قائمة الإستبيان بصورتها النهائية على
72 عبارة - بعدما كانت 79 عبارة - وزعت على أبعاد الدراسة بالشكل الذي تم عرضه سابقا في العنصر
المتعلق ببناء أداة الدراسة.

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

استمارة إستبيان

في إطار إجراء دراسة ميدانية لأجل تحضير أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة
الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير تحت عنوان " تحليل سلوكيات صغار المستثمرين
عند إتخاذ قرارهم الإستثمارية في سوق الأوراق المالية" ونظرا لنشاط سوق تونس للأوراق المالية
/ سوق دبي للأوراق المالية ولأهمية المستثمرين فيه قمنا باختياركم كعينة لدراستنا الميدانية، وعليه
يشرفنا مشاركتكم من خلال اختيار الإجابة التي تعبر عن آرائكم مع التأكيد على أن المعلومات
المحصل عليها من خلال إجاباتكم سوف لا تستعمل إلا لأغراض البحث العلمي مع السرية
التامة.

شكرا لكم على جميل تعاونكم، كما احيطكم علما أنه يمكن الحصول على اجابة
لاستفساراتكم أو نسخة عن هذا الإستقصاء عن طريق الاتصال بالبريد الالكتروني التالي :

samirasayah@ymail.com

وتقبلوا منا جزيل الشكر والامتنان.

الطالبة : سميرة السايح

الإستبيان

القسم الأول : البيانات الشخصية : الرجاء وضع علامة (x) في مربع الإجابة المناسبة :

- الجنس : ذكر أنثى
- الفئة العمرية : ما بين 18 و 25 سنة ما بين 26 و 35 سنة
- ما بين 36 و 45 سنة ما بين 46 و 55 سنة أكثر من 56 سنة.
- الحالة الإجتماعية : أعزب متزوج
- المستوى الدراسي : ثانوي أو أقل ليسانس ماستر دكتوراه
- المركز الوظيفي : موظف في القطاع العام موظف في القطاع الخاص عامل مستقل
- صاحب مؤسسة متقاعد طالب
- منذ متى وأنت مستثمر في سوق الأسهم : أقل من 1 سنة من 1 سنة إلى أقل من 3 سنوات من 3 سنة إلى أقل من 5 سنوات
- القطاع الذي تقوم بالإستثمار فيه : قطاع الصناعة قطاع الخدمات القطاع المالي قطاع الإستثمار قطاع العقارات أخرى
- السوق المستثمر فيه تونس دبي

القسم الثاني : أهم العوامل السلوكية المؤثرة على خيارات وتصورات صغار المستثمرين في سوق الأوراق

المالية.

موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق	العبارات	ترتيب

					01	تخطط لزيادة إستثماراتك في سوق الأسهم في الأشهر المقبلة
					02	ستقوم بزيادة نشاطك في التداول إذا كان حجم التداول السابق أعلى من المعتاد.
					03	الرغبة في المضاربة بالأسهم هي سبب لإستثمارك في سوق الأسهم.
					04	تعتقد أن مهاراتك ومعارفك في سوق الأسهم يمكن أن تساعدك في التفوق على السوق.
					05	شعورك بالثقة في فهم سوق الأسهم هو ما يدفعك لكثرة التداول.
					06	تتمتع بمعرفة كافية في سوق الأسهم تجعلك واثق من قدراتك في اختيار أسهم أفضل من غيرها.
					07	بعد خسارة سابقة تصبح أكثر تجنباً للمخاطرة
					08	تفضل بيع الأسهم التي زادت قيمتها وتتجنب بيع الأسهم التي انخفضت قيمتها
					09	تسعى لإستثمار ارباحك المحققة لغرض تحقيق ارباح جديدة متحملاً لمخاطرها
					10	تسعى لشراء الأسهم ذات المخاطر المرتفعة بعد تحقيقك لنجاحات متكررة
					11	قد يحدث وان تقوم بمواجهة المخاطرة باعتبارها فرصة لتعويض خسائر السابقة
					12	تصبح أكثر نفورا من المخاطر بعد ان تشهد خسائر مالية متكررة
					13	تشعر بالحزن والأسى لاحتفاظك بأسهم خاسرة لمدة طويلة نسبياً
					14	تتجنب بيع الأسهم ذات الاداء الضعيف لتجنبك الاعتراف بالخسارة المرتبطة بها وبقرارك السيئ

					15	تشعر بالأسف وبتتابك شعور بسوء الحظ عندما ترى أن قراراتك تؤول إلى الخطأ
					16	عادة ما تتفاعل بسرعة مع تغييرات قرارات الآخرين وتتبع ردود أفعالهم في سوق الأسهم.
					17	تشعر بحببية أمل كبيرة إذا إتبعت موقف معاكس لسلوك الآخرين ووقعت في خسارة
					18	عندما تحتاج إلى إتخاذ قرار سريع تتبع سلوك الاغلبية
					19	تنظر بعناية في التغيرات في أسعار الأسهم التي تنوي الإستثمار فيها
					20	تأخذ بعين الاعتبار الاتجاهات الماضية للأسهم في إستثمارك
					21	ستزيد من إستثماراتك في السنة المقبلة بالرغم من انخفاض قيمة المؤشر في السوق
					22	تعتقد أن سوق الأسهم قناة إستثمارية جذابة تسعى للاستمرار في الإستثمار فيها في الفترات المقبلة.
					23	تعتقد أنه إذا انخفض المؤشر بنسبة معينة سوف يتعافى بسرعة في الأيام القليلة المقبلة.
					24	تفضل الاحتفاظ بالأسهم حتى إذا كان أداءها السابق غير مشجع
					25	ترأى ان معرفتك الجيدة لعدد محدود من الأسهم على انها افضل تنوع
					26	تفضل شراء الأسهم المحلية عن الأسهم الدولية لتوفر المعلومات عنها بشكل جيد
					27	تعتمد عند إتخاذ القرار على الحقائق المؤكدة بدلا من التركيز على المعتقدات
					28	غالبا ما تطبق قواعد وقرارات بديهية وتقديرية للمعلومات المختارة ولا تولي إهتمام لكافة المعلومات المتاحة
					29	للوانع الديني تأثير على الطريقة التي تنفق بها أموالك

					30	هناك تواصل بين معتقداتكم الدينية وقراركم للإستثمار
					31	تعتقد ان أرباحك المرتفعة تعود إلى توفيق من الله
					32	تعتقد أن صندوق الإستثمار المشترك قد يمتلك أسهم لبعض الشركات التي لا توافق عليها أخلاقيا
					33	قد يحدث ان تستثمر في الشركات غير الاخلاقية أو في صناديق الإستثمار التي تملك أسهم الشركات غير الأخلاقية
					34	يمكنك التوفيق بين الإستثمار في الشركات غير الاخلاقية وبين وازعك الديني
					35	الإستثمار في المنتجات المالية قد يكون غير متوافق مع المسائل الأخلاقية
					36	تقوم بالالتزام لقضية اجتماعية كنتقديم تبرعات للجمعيات الخيرية
					37	تقوم بالمشاركة المباشرة في الأنشطة التطوعية كإطعام الفقراء مثلا
					38	تميل للمساهمة في المؤسسات الاجتماعية كالمساجد
					39	تدفعك المناسبات الدينية (ففة رمضان، الاعياد ...) للمشاركة في الجوانب الاجتماعية
					40	تساعد وسائل الاعلام (في الصحف والمجلات ومحطات التلفزيون...) في الحث على المشاركة في القضايا الاجتماعية
					41	تتأثر بالأحداث الكارثية (زلازل، فيضانات ...) للمشاركة في الجوانب الاجتماعية
					42	عادة ما تؤثر تجاربك الشخصية، تجارب افراد العائلة، الاصدقاء والزملاء في قرار المشاركة في الجوانب الاجتماعية

					تعتبر وسائل الاعلام (الصحف والمجلات ومحطات التلفزيون...) أهم مصدر بالنسبة لك لعروض الإستثمار المسؤول اجتماعيا	43
					يوعيكم حسابكم المصرفي لعروض الإستثمار المسؤول اجتماعيا	44
					توعيكم تفاعلات وتجارب افراد العائلة، الاصدقاء والزملاء لعروض الإستثمار الاجتماعي	45
					تعرف على عروض الإستثمار الاجتماعي من خلال نشرات الاصدار التسويقية للبنوك	46
					تقوم بالإستثمار بناء على نصائح الأصدقاء والزملاء وافراد العائلة	47
					تتمتع المعلومات المقدمة من الأقارب والأصدقاء والزملاء بموثوقية عالية	48
					مناقشة قراراتك الإستثمارية مع الزملاء يقلل من ضغوط خوفك من الخسارة	49
					تقوم بالإستثمار بناء على نصائح وتوصيات الخبراء والمحللين وباحثي السوق وممارسة الأوراق المالية	50
					تصدر المعلومات في السوق في الوقت المناسب	51
					كثيرا ما يحدث تباين وعدم تناسق للمعلومات في سوق الأسهم	52
					لإختلاف المعلومات تأثير كبير على قراراتك الإستثمارية	53
					تتمتع المعلومات الواردة عن الشركات المدرجة في السوق بالصحة والشفافية	54
					لقد استثمرت وفقا لنصيحة خبير مالي (في الصحف والمجلات ومحطات التلفزيون...)	55
					غالبا ما تتفاجئ بالأخبار الاقتصادية (اخبار الاقتصاد الجزئي والكلبي وتقارير الوكالات مثل البنك المركزي، صندوق النقد الدولي...)	56

					غالبا ما تفضل الإستثمار عندما تتوفر الأموال الفائضة	57
					قد يحدث وان تقوم بالإستثمار تعويضا عن الخسائر السابقة	58
					عادة ما تستثمر بناء على تحركات السوق	59
					تقرر الإستثمار بناء على توقعات المحللين في وسائل الاعلام الاخبارية	60
					التنوع في الأسهم هو الدافع من اعادة إستثمارك للعوائد	61
					يدفعك طموح الزيادة في ارباح الأسهم الى اعادة إستثمار عوائدك	62
					رغبة تخصيص الأسهم تدفعك لاعادة إستثمار العوائد	63
					لديك وجهة نظر متفائلة لسوق الأسهم في المستقبل القريب	64
					ينتابك شعور بالتشاؤوم من سوق الأسهم في المستقبل القريب	65
					لا تسعى لأي تطلعات في سوق الأسهم في المستقبل القريب	66
					تركز كثيرا عن الارباح المحتملة قبل القيام بأي عملية الإستثمار	67
					تصبح اكثر تركيزا عن الخسائر المحتملة قبل عملية الإستثمار	68
					تأخذ بعين الاعتبار توليفة عائد - محظر قبل القيام بعملية الإستثمار	69
					يرتفع معدل العائد على إستثماراتك على معدل العائد المتوسط للسوق	70
					معدل العائد على إستثماراتك أقل من معدل العائد المتوسط للسوق	71
					يتساير معدل العائد على إستثماراتك مع معدل العائد المتوسط للسوق	72

الصفحة	فهرس المحتويات
III	الإهداء
IV	شكر وتقدير
V	الملخص
VII	قائمة المحتويات
IX	قائمة الجداول
X	قائمة الأشكال البيانية
XI	قائمة الملاحق
ب	المقدمة
الفصل الأول : الإطار السلوكي في عملية إتخاذ القرارات الإستثمارية	
02	تمهيد
03	المبحث الأول : النظرية المالية السلوكية
03	I. دوافع ظهور الاتجاه السلوكي في علم المالية
03	1. التشوهات الموسمية
03	1.1. أثر نهاية الأسبوع
04	1.2. تأثير اليوم
04	1.3. أثر نهاية السنة
04	1.4. أثر الشهور
05	2. أثر إدماج ورقة مالية جديدة في المؤشر
05	3. أثر الدخول إلى سوق الأوراق المالية
06	4. أثر تدبب الأسعار
06	5. أثر الزخم
07	6. أثر الحجم
07	7. أثر التقلبات الجوية
07	II. ظهور المالية السلوكية
10	المبحث الثاني : العوامل السلوكية المؤثرة على قرارات المستثمرين

10	I. العوامل المتعلقة بالجوانب الديمغرافية للمستثمرين
10	1. عامل السن
10	2. عامل الجنس
10	3. المؤهل العلمي
10	4. مستوى الدخل
10	5. الخبرة العلمية
11	6. الحالة الاجتماعية
13	II. العوامل المتعلقة بالجوانب السيكولوجية للمستثمرين
13	1. التحيزات المعرفية
13	1.1. الثقة المفرطة
15	2.1. النفور من الأسف
15	3.1. النفور من المخاطرة
16	4.1. النفور من الخسارة
16	5.1. تأثير التصرف
17	6.1. تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه
17	7.1. غياب التنوع
18	8.1. تأثير الاستدلال أو التأثير الارشادي
18	9.1. التنافر المعرفي
19	10.1. سلوك القطيع
21	11.1. التفاؤل والتشاؤم المفرط
21	12.1. ظروف السوق
22	2. معنويات المستثمرين
24	2.1. تقلبات الأحوال الجوية
25	2.2. الأحداث والتظاهرات الرياضية
26	2.3. شرح للعوامل الموضات والبدع
26	2.4. التفاعلات الاجتماعية
27	III. العوامل المتعلقة بالتفاعلات الاجتماعية والقيم الشخصية للمستثمرين
27	1. الجانب الديني

28	2. الجانب الأخلاقي
28	3. الجانب الإجتماعي
29	IV. العوامل المتعلقة بالإحتياجات المالية الشخصية للمستثمرين
29	V. العوامل المتعلقة بالجوانب المعلوماتية للمستثمرين
29	1. المشورة والتوصية
30	2. المعلومات المالية
31	3. وسائل الإعلام
33	خلاصة
الفصل الثاني : الدراسات السابقة	
35	تمهيد
36	المبحث الأول : عرض الدراسات السابقة
36	I. الدراسات المتعلقة بالقيم الشخصية والإجتماعية للمستثمرين
38	II. الدراسات المتعلقة بالجوانب السيكولوجية للمستثمرين
47	III. الدراسات المتعلقة بالجوانب المعلوماتية للمستثمرين
53	المبحث الثاني : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة
53	I. مناقشة وتقييم الدراسات السابقة
54	II. مايميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة
55	III. العوامل السلوكية التي تؤثر على سلوكيات صغار المستثمرين في هذه الدراسة
57	خلاصة
الفصل الثالث : تحليل سلوكيات صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية	
59	تمهيد
60	المبحث الأول : المنهجية المستخدمة في الدراسة
60	I. طريقة جمع البيانات
61	II. الاستراتيجية المتبعة في الدراسة
61	III. الاعتبارات الاخلاقية
62	IV. مجتمع وعينة الدراسة
62	1. مجتمع الدراسة
62	2. عينة الدراسة

62	1.2. العينة الإستطلاعية
62	2.2. العينة النهائية
63	V. خصائص عينة الدراسة
63	1. عامل الجنس
64	2. عامل السن
65	3. عامل الحالة الاجتماعية
66	4. عامل المستوى الدراسي
67	5. المركز الوظيفي
68	6. الخبرة في الإستثمار
69	7. قطاع الإستثمار
69	8. السوق المستثمر فيه
70	المبحث الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة
70	I. تصميم أداة القياس
72	II. طريقة معالجة البيانات
72	III. إختبار ثبات وصدق أداة القياس
72	1. صدق أداة القياس
72	1.1. الصدق الظاهري (صدق المحكمين)
73	1.2. الصدق الداخلي
73	2. ثبات وصدق أداة القياس
74	المبحث الثالث : عرض ومناقشة نتائج الدراسة
74	I. عرض نتائج الدراسة
74	1. تحديد قيم المتوسط الحسابي المرجح
75	2. مستويات تأثير العوامل السلوكية على سلوكيات المستثمرين
75	3. إختبار فرضيات الدراسة
75	1.3. إختبار تأثير ومستويات تأثير العوامل السلوكية المختلفة على سلوكيات صغار المستثمرين
86	2.3. إختبار الفروقات بين صغار المستثمرين في تأثير العوامل السلوكية
117	II. مناقشة نتائج الدراسة
132	خلاصة

134	الخاتمة
138	قائمة المصادر والمراجع
151	الملاحق
168	فهرس المحتويات