

العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحفظة الاستثمارية

"دراسة تحليلية من سوق فلسطين للأوراق المالية"

جميل النجار

قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية العلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة القدس المفتوحة- غزة

jnajjar@qou.edu

الملخص

هدفت الدراسة إلى استكشاف العوامل السلوكية المؤثرة في عملية اتخاذ القرار لدى المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني، وقد استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، حيث طبقت الدراسة على عينة عشوائية من المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني من خلال شركات الوساطة العاملة في فلسطين، وقد تم توزيع (180) استبانة على عينة الدراسة، وقد تم استرداد (130) استبانة صالحة للتحليل. أظهرت نتائج الدراسة وجود أربعة عوامل سلوكية تؤثر في قرارات المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال هي: الاستدلال، التوقع، عامل، وعامل القطيع، وان العوامل السلوكية تؤثر ايجاباً في أداء المحفظة الاستثمارية. وأوصت الدراسة بضرورة تفهم المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني للعوامل السلوكية كافة، المنصوص عليها في نظرية التمويل السلوكي والتي توجه قراراتهم داخل السوق.

الكلمات الدالة: التمويل السلوكي، نظرية الاستدلال عامل السوق، عامل القطيع، أداء المحفظة الاستثمارية.

المقدمة

يُعدُّ القرار الاستثماري من القرارات الحاسمة بالنسبة للمستثمر الفرد، حيث يعتمد نجاح المستثمر داخل سوق رأس المال وبقائه على دقة القرار الاستثماري المتخذ، ويعتمد المستثمر في العادة على العلاقة الطردية بين العوائد المتوقعة والمخاطر المترتبة على تلك الاستثمارات، وقد بقيت نظريات التمويل التقليدية لفترة طويلة من الزمن هي النازمة للقرارات الاستثمارية كافة والتي ترى أنّ المستثمرين الأفراد يعتمدون على التوقع والتقييم بالاعتماد على المؤشرات الاقتصادية، سواء المتعلقة بالاقتصاد ككل أو بالتقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة العامة. ولكن بعد الاستقصاء والبحث المطول للعديد من الباحثين (Kengatharan, 2014؛ صالح، 2014) تبين أن المستثمرين الأفراد تتأثر قراراتهم الاستثمارية بسماتهم الشخصية، ومستوياتهم المعرفية وتحيزاتهم العاطفية، بالإضافة إلى مجموعة من العوامل الديمغرافية.

فالمستثمر الفرد يُعدُّ كائناً اجتماعياً لا يستطيع أن يعزل نفسه عن المجتمع الذي يعيش فيه، أو أن يمنع مشاعره وأحاسيسه من التأثير بالظروف والعوامل التي تسود البيئة المحيطة به، ولا شك أيضاً في أن نجاح القرار الاستثماري للمستثمرين الأفراد يتطلب منهم تفهم ظروفهم النفسية والمالية، ومدى استعدادهم لمواجهة الأخطار المحتملة التي قد تؤثر في أداء السوق، وذلك لأن بعض المستثمرين قد يصاب بالسأم والاكتئاب وخيبة الأمل عند هبوط أداء السوق، مما يؤثر في حالتهم الصحية، وعند صعود أداء السوق ترتفع معنوياتهم وتزداد ثقتهم بنفسهم ويتحسن أداؤهم، ولعل من أهم سمات المستثمر المتزن تحصين نفسه ضد الأخطار والانفعالات النفسية التي قد تؤثر في أدائه ونشاطه. وبالتالي قرارات المستثمرين الأفراد تتأثر بمجموعة من العوامل السلوكية، وأن ميول هؤلاء الأفراد وعواطفهم وتفكيرهم يلعب دوراً رئيساً في التأثير في أسعار الأوراق المالية واتجاهاتها، ومن هنا كانت الحاجة لوجود نظرية حديثة لتفسير هذه العوامل والتي سميت بنظرية التمويل السلوكي (Behavioral Finance)، وتبين هذه النظرية كيف تؤثر العوامل السلوكية في القرار الاستثماري لدى المستثمرين الأفراد، وبالتالي تتعارض نظرية التمويل السلوكي مع النظريات التمويل التقليدية؛ كونها ترجع الجزء الكبير من قرارات المستثمرين الأفراد إلى مجموعة من العوامل السلوكية (Shefrin, 2011)، وبالتالي فإن العوامل السلوكية يمكن أن تعطي تفسيراً أشمل وأدق للعديد من القرارات الاستثمارية للمستثمرين الأفراد، تختلف في طبيعتها عن الافتراضات التي تقوم عليها نظريات التمويل التقليدية؛ لذا أصبح من الضروري معرفة عوامل القرارات الاستثمارية ومركزاتها للمستثمرين الأفراد الذين يمثلون العدد الأكبر للمستثمرين داخل الأسواق المالية؛ لذا فإن تطبيق نظرية التمويل السلوكي لتفسير سلوكيات المستثمرين الأفراد يعتبر أمراً هاماً، خاصة في الأسواق المالية الناشئة مثل البورصة الفلسطينية التي لازالت في مرحلة النمو والتطور؛

وسلوك المستثمرون الأفراد لا يعتمد فقط على مما تقصح عنه الشركات المدرجة من معلومات، بل يعتمد على عوامل أخرى يمكن تفسيرها وتحديد معالمها من خلال تطبيق نظرية التمويل السلوكي.

مشكلة الدراسة

تتأثر أسعار الأوراق المالية بقرارات المستثمرين الأفراد داخل الأسواق المالية، وبالتالي فإن ميول هؤلاء الأفراد وعواطف وتفكير يلعب دوراً رئيساً في التأثير على أسعار تلك الأوراق المالية، حتى لو تم الافتراض بأن المستثمرين أشخاص مؤهلون ذوو خبرة فانهم يقعون في الأخطاء، كونهم بشرا وخبراتهم متفاوتة، من هنا دعت الحاجة لوجود نظرية حديثة لتفسير هذه الظواهر التي سميت بنظرية التمويل السلوكي.

ويتميز المستثمرون الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني بخصوصية تحكمها الظروف الاقتصادية العامة في فلسطين وظروف سوق رأس المال، بالإضافة إلى الثقافة الاستثمارية السائدة؛ كل ذلك يوجب القيام بدراسة ظروف اتخاذ المستثمرين الأفراد القرار الاستثماري وعوامله الخاصة داخل سوق رأس المال بالتركيز على العوامل السلوكية، وذلك بهدف فهم قرارات المستثمرين الأفراد وتفسيرها، من ثم استكشاف أي العوامل السلوكية تؤثر، وبشكل واضح، في قرارات المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال، حيث يُعد ذلك هاماً جداً بالنسبة للمستثمرين لتقهم السلوكيات العامة، وبالتالي يمكن لهم التنبؤ بدقة بالسلوك المستقبلي للمستثمرين الآخرين داخل السوق.

لذا سيقوم الباحث من خلال هذه الدراسة بتحديد العوامل السلوكية المؤثرة في قرارات المستثمرين الأفراد، ومن ثم بيان أثر تلك العوامل في أداء المحفظة الاستثمارية لدى المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

تحاول الدراسة الإجابة عن التساؤلات التالية:

1. ما هي العوامل السلوكية المؤثرة في قرارات المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني؟
2. ما مدى تأثير العوامل السلوكية في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني؟

أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من أنها تتناول العوامل السلوكية المؤثرة في القرار الاستثماري لدى المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني والتي تُعدّ من الأسواق المالية الناشئة التي لازالت في طور التطور والنمو، وبالتالي يمكن لهذه الدراسة أن يفاد من نتائجها على أكثر من مستوى: مستوى المستثمرين الأفراد، ومستوى مؤسسات الوساطة المالية وإدارة سوق رأس المال.

فيمكن للمستثمرين الأفراد داخل السوق المالي التعرف على دوافع اتخاذ القرار الاستثماري، وبالتالي يمكن لهم تحليل اتجاهات أسعار الأوراق المالية المتداولة داخل السوق المالي؛ كذلك يمكن لمؤسسات الوساطة المالية العاملة في فلسطين الاستفادة من نتائج هذه الدراسة في تكوين خلفية دقيقة حول طرق اتخاذ القرار الاستثماري وظروفه، ومن ثم تقديم النصح والمشورة المالية لعملائها داخل سوق رأس المال؛ وكذلك يمكن إفادة الهيئة المشرفة على إدارة سوق رأس المال الفلسطيني من خلال معرفة عوامل اتخاذ المستثمرين الأفراد لقرار الاستثمار وبالتالي العمل على تهيئة البيئة المناسبة والسليمة لعملية اتخاذ القرار الاستثماري، هذا بالإضافة الى أن هذه الدراسة تركز على تطبيق مفهوم المالية السلوكية التي تطبق بشكل موسع في الأسواق المالية الناشئة، وقد تم إجراء هذه الدراسة للتأكد من مدى ملاءمة المالية السلوكية للتطبيق على الأدوات المالية المتداولة داخل سوق رأس المال.

أهداف الدراسة

تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

1. تطبيق نظرية التمويل السلوكي لتحديد العوامل السلوكية المؤثرة في القرارات الاستثمارية لدى المستثمرين الأفراد في سوق رأس المال الفلسطيني.
2. تحديد مدى تأثير العوامل السلوكية في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الافراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.
3. تقديم بعض التوصيات للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني، بهدف تصويب سلوكهم الاستثماري بهدف التوصل لأداء مالي أفضل لاستثماراتهم.
4. تقديم الاقتراحات المناسبة حول العوامل السلوكية المؤثرة في القرارات الاستثمارية لدى المستثمرين الأفراد في سوق رأس المال الفلسطيني.

فرضيات الدراسة

تختبر الدراسة الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية الأولى

H1: العوامل السلوكية التي تؤثر في قرارات المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني تنتمي إلى أربع مجموعات:

(نظرية الاستدلال، نظرية التوقع، عوامل السوق، عامل القطيع).

يمكن تجزئة هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية التالية:

H1.1: يعتمد المستثمرون الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على **نظرية الاستدلال** عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

H1.2: يعتمد المستثمرون الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على **نظرية التوقع** عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

H1.3: يعتمد المستثمرون الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على **عوامل السوق** عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

H1.4: يعتمد المستثمرون الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على **عامل القطيع** عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

الفرضية الرئيسية الثانية

H2: يوجد تأثير للعوامل السلوكية في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

يمكن تجزئة هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية التالية:

H2.1: يوجد تأثير للعوامل السلوكية ممثلة **بنظرية الاستدلال** في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس

المال الفلسطيني.

H2.2: يوجد تأثير للعوامل السلوكية ممثلة **بنظرية التوقع** في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال

الفلسطيني.

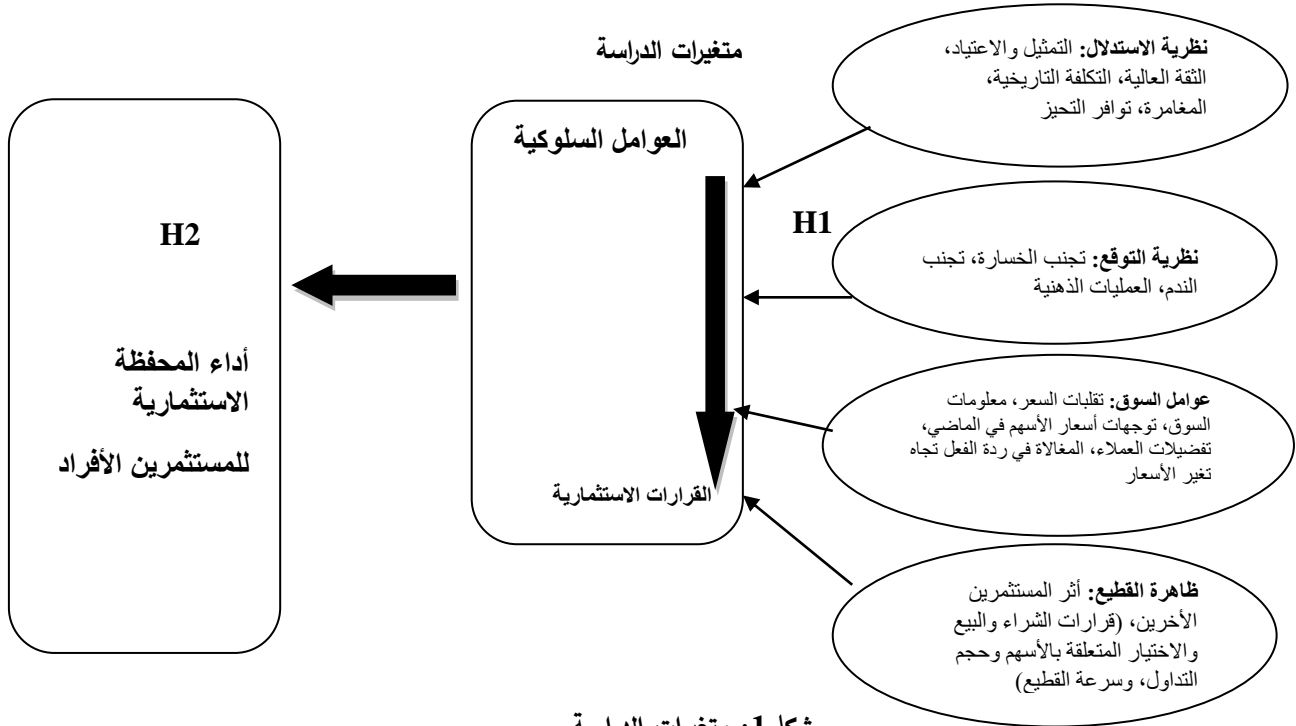
H2.3: يوجد تأثير للعوامل السلوكية ممثلة **عوامل السوق** في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس

المال الفلسطيني.

H2.4: يوجد تأثير للعوامل السلوكية ممثلة **بعامل القطيع** في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال

الفلسطيني.

نموذج الدراسة



الإطار النظري

يتمثل مفهوم الاستثمار من وجهة نظر الأفراد في أنه تضحية بقيم حالية مؤكدة في سبيل الحصول على قيم غير مؤكدة في المستقبل (محمد، 2012)؛ فيرى البعض أن المستثمر يحرم نفسه من التمتع باستهلاك حالي متاح (شراء السلع والخدمات) في سبيل تحقيق استهلاك أفضل منه في المستقبل (حردان، 1997)؛ والاستثمار من منظور فردي هو أيضاً قيام الفرد بعد استهلاك موارده وإنفاقها على السلع والخدمات لتحقيق إشباع حالي بتوجيه الجزء المدخر من الموارد إلى استثمارات تضمن له استمرارية الحصول على موارد تمكنه من المحافظة على تحقق إشباع مستقبلي (الحاج، 1998).

ووفقاً لنظريات الاستثمار التقليدية، فإن المستثمرين يعتقدون أن بإمكانهم تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال اتخاذ قرار بزيادة عدد الأدوات الاستثمارية التي يمتلكونها بغض النظر عن عوائد تلك الأدوات الاستثمارية (Mehmet, et al., 2015, p.531).

أنواع القرارات الاستثمارية

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع رئيسة للقرارات الاستثمارية التي يمكن أن يتخذها المستثمر الفرد (محمد، 2015، ص128).

1. قرار الشراء: ذلك عندما يرغب المستثمر في حيازة أصل مالي يرى بأن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة تفوق القيمة السوقية الحالية للأصل المالي، مع مراعاة عامل المخاطرة.

2. قرار عدم التداول: في هذه الحالة يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية ويصبح السوق في حالة توازن، وبالتالي لا يتوقع المستثمر تحقيق أي عوائد إلا إذا تغيرت الظروف السائدة، مما لا يدفع المستثمر إلى القيام بأي قرار سواء متعلق بالشراء أو البيع.

3. قرار البيع: عندما يرى المستثمر أن القيمة السوقية للأصل الذي بحوزته أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، وبالتالي قد يتخذ قرار البيع نتيجة لوجود فرصة لتحقيق الأرباح.

وفي العادة يحاول المستثمر المبادلة بين المخاطر والعوائد عند اتخاذ القرار الاستثماري، وتختلف درجة المخاطرة حسب البديل الاستثماري، فهناك استثمارات خالية من المخاطر، واستثمارات محفوفة بالمخاطر، ووفقاً لنظريات التمويل التقليدية، فإن القرار الاستثماري يعتمد على درجة تقبل المستثمر لمستوى المخاطر، وإن المستثمر يستطيع تخفيض المخاطر من خلال تنويع الاستثمارات مع الأخذ بعين الاعتبار معامل الارتباط بين الاستثمارات ضمن المحفظة الاستثمارية . (Markowitz, 1952)

وهناك العديد من العوامل التي تؤثر في عملية اتخاذ القرار الاستثماري، ويمكن تصنيفها في ثلاث فئات هي: (الجبوري، 2014).

1. عوامل تتعلق بالمعلومات، وتشمل النقص في المعلومات الناتجة من عدم المعرفة بمكان وجود هذه المعلومات وكيف نقومها؟ ومتى نحتاجها؟.

2 . عوامل تتعلق بنقص الخبرة والمعرفة وإجراءات اتخاذ القرار مع وجود خبرات محدودة في هذا المجال.

3 . العوامل الشخصية، وتقسّم إلى عدة نقاط هي: دوافع تنافسية وتضارب الهمم والقدرات والقيم وتعدد المواهب والإمكانات والاهتمامات والتعارض والتضارب مع الآخرين والقلق عند اتخاذ القرار، وضعف الثقة بالنفس وتدني الكفاءة الذاتية.

وتشير الدراسات الحديثة (صالح، 2014، Islamoğlu et al, 2015) إلى ارتباط القرار الاستثماري بالعوامل النفسية والعاطفية للمستثمر الفرد، ففي دراسات تطبيقية قام بها العالم النفسي الأميركي دانيال كاهنمان، تبين أن الناس ينظرون إلى خسارة المال في شكل مختلف عن نظرتهم إلى خسارة أي شيء مادي آخر، حتى لو ساوت قيمته قيمة المال الضائع. ومهدت الدراسة الطريق أمام كاهنمان لتطوير دراسة أخرى حول "التمويل السلوكي" Behavioral Finance، تنص على أن قرارات المستثمرين ستختلف من خلال التأثيرات والعوامل النفسية والعاطفية التي تتأهبهم في لحظة اتخاذ القرار. وبناء على نتائج تلك الدراسات فقد تم تأكيد فشل النموذج العقلاني في تفسير السلوك الاستثماري للمستثمرين الأفراد، حيث لم يتصف سلوك المستثمرين الأفراد بالسلوك العقلاني الذي يراجع بين العوائد والمخاطر، وهذا قاد إلى تطوير نظرية التمويل السلوكي (الجبوري، 2014).

ووفقاً للدراسات فإن نظرية التمويل السلوكي تعتقد بتأثير العواطف على العقل عند بدء أية أزمة مالية لذلك يجب على الشركات أن تنتظر أولاً إلى مدى التعامل مع المخاطر التي يستطيع الزبون احتمالها قبل أن يخسر أمواله وإنشاء محفظته المالية. ويحاول المستثمرون أن يكونوا موضوعيين وعقلانيين ومنطقيين ومعتمدين على أفضل التقنيات الحسابية والإحصائية والفنية والتحليلية قبل أن يتخذوا أي قرار مالي نهائي. لكنهم يختلفون في قراءاتهم للأحداث، لاختلاف القاعدة التي يستمدون منها هذه القراءة. ويحرك هؤلاء غالباً الخوف من الخسارة والطمع في الربح، بل إن بعض المتخصصين ينسون قواعد مهمة في الاستثمار إذا وقعوا تحت تأثير هذين العاملين. هذه هي المالية السلوكية التي تغير تصرفات المستثمرين إلى قرارات تتلاعب بها العاطفة والخوف وإلى ما هنالك من أسباب نفسية. ويعتقد مؤيدو المالية السلوكية أن الأسواق المالية لا تمتلك أحياناً الكفاءة المعلوماتية (Ritter, 2003, p.430).

ومن منطلق أن قرارات المستثمرين لا تتصف دائماً بالعقلانية، لذا فإن قراراتهم قد تعتمد على اعتقادات سلوكية سابقة لديهم، وبالتالي فإن دراسة المالية السلوكية تلعب دوراً هاماً في المجال التمويلي. حيث يتم تطبيق نظريات علم النفس المعرفي لفهم سلوك المستثمرين، وذلك بهدف تحديد العوامل المؤثرة في السلوك الاستثماري (Kim & Nofsinger, 2008, p.2).

العوامل السلوكية المؤثرة في اتخاذ القرار الاستثماري:

تعتمد المالية السلوكية على العامل النفسي ونظريات علم النفس، حيث تخضع لها عملية اتخاذ القرار الاستثماري، ويعتمد القرار الاستثماري على معارف مكتسبة لدى المستثمر أو تصرفات منطقية عقلانية ضمن نظرية التوقع والقدرة على قراءة المستقبل (Waweru et al., 2008, p.27). ويمكن تلخيص العوامل السلوكية المؤثرة في القرار الاستثماري في التالي:

أولاً: نظرية الاستدلال:

يشير الاستدلال في عملية اتخاذ القرار إلى الطريقة التي تسهل اتخاذ القرارات وخاصة في ظل بيئة العمل التي تتصف بالتعقيد وعدم اليقين (Ritter, 2003, p.431)، وذلك من خلال تخفيض درجة تعقيد تقويم احتمالات العوائد والتدفقات النقدية، ومن ثم تسهيل عملية اتخاذ القرار الاستثماري (Kahneman & Tversky, 1974, p.1124). بشكل عام فإن الاستدلال عملية ضرورية، وذلك عندما يكون الوقت المتاح لعملية اتخاذ القرار قليلاً ومحدوداً. (Waweru et al., 2008, p.27)، ولكن في بعض الأوقات يقود الاستدلال إلى التحيز عند اتخاذ القرار الاستثماري وخصوصاً عند تغيير الأشياء (Ritter, 2003, p.431; Kahneman & Tversky, 1974, p.1124). ويعرف الاستدلال أيضاً بأنه استخدام الخبرة والجهود العملية للإجابة عن التساؤلات أو لتحسين الأداء. "يرجع ذلك إلى حقيقة أن المزيد والمزيد من المعلومات تنتشر بشكل أسرع لصناع القرار وبالتالي أصبحت الأمور أكثر تعقيداً في الأسواق المالية. هذا يعني زيادة استخدام الاستدلال يكون في الغالب نهجاً لا مفر منه، وهناك عدة عناصر للاستدلال عند اتخاذ القرار الاستثماري وهي: التمثيل والاعتناء، التكلفة التاريخية، والمغامرة، والتحيز العاطفي (Kahneman & Tversky, 1974, p.1124-1131).

ويشير التمثيل إلى درجة توافق الحدث مع مجتمعه (DeBondt & Thaler, 1995, p.390)، والتمثيل هو أيضاً القرار القائم على الأنماط (تمثيل الأشياء بأنها متشابهة بالرغم من أنها متباينة على أرض الواقع) فيمكن أن يكون سعر سهم شركة معينة مرتفعاً لدرجة أن لا يقدم المستثمرون على شرائه بالرغم من أن أداء الشركة وكفاءتها التشغيلية جيدة، وفي الوقت نفسه يمكن شراء أسهم شركة بسبب انخفاض قيمته أملاً في ارتفاعه مرة أخرى (هاغستروم، 2007). وقد تتم عملية التمثيل بتحيز، مثل قيام بعض الأفراد باستثمار أموالهم بالاعتماد على خبرتهم الشخصية وتجاهل معدلات العوائد واتجاهاتها على

المدى الطويل؛ وفي عالم الأسواق المالية عندما يتوجه المستثمر الى شراء الأسهم التي تتميز بالسخونة، والابتعاد عن الأسهم التي تتصف بضعف الأداء وحركة التداول، فإن هذا يُعدُّ تطبيقاً لأسلوب التمثيل.

ويشير مفهوم الاعتياد إلى تفضيل المستثمر للأسواق المحلية على الأسواق الدولية أو الإقليمية، حيث يفضل الأسواق المحلية اعتقاداً بأنها أكثر أماناً ودراية بها وبمتغيراتها عن الأسواق المالية الدولية وهذا يؤدي إلى قصور في عملية تنوع الاستثمارات (Alireza & Stephen, 2005).

وتستخدم التكلفة الأصلية (التاريخية) عندما يتم لجوء المستثمرين إلى التكلفة الأصلية في بناء تقديراتهم لتوجهات أسعار الأسهم، وفي مجال الأسواق المالية فإن المستثمرين يستندون إلى تكلفة الشراء الأصلية عند اتخاذ قرار البيع أو حتى تحليل اتجاهات الأسهم المدرجة، وبالاستناد إلى التكلفة التاريخية يقوم المستثمرون بتفسير أسعار الأسهم أو قيمة المنشأة بالاستناد إلى توجهات أسعار الأسهم في الفترات السابقة (Waweru et al., 2008, p.28).

ووفقاً لدراسة (Evans, 2006) فإن التداول النشط للأسهم داخل سوق رأس المال يؤثر في قرارات المستثمرين، ويصنف المستثمرين متحيزين عندما يستخدمون ما بحوزتهم من معلومات بشكل كبير، وهذا التحيز يظهر جلياً عندما يميل المستثمرون للاستثمار في الشركات المحلية التي يسهل الحصول على معلومات بشأنها وتجاهل المبادئ الأساسية في التمويل والتي تشير إلى ضرورة التنوع.

وسوف يركز الباحث في هذه الدراسة على خمسة عناصر للاستدلال تؤثر في القرار الاستثماري وهي: الثقة المبالغ فيها، والمقامرة، وتوافر التحيز، والتكلفة التاريخية، والتمثيل والاعتیاد.

ثانياً: نظرية التوقع:

ان نظرية المنافع المتوقعة ونظرية التوقع تعبران عن أسلوبين مختلفين لاتخاذ القرارات، حيث تركز نظرية التوقع على اتخاذ القرارات المتأثرة بنظام القيمة للمستثمرين، بينما تركز نظرية المنافع المتوقعة على توقعات المستثمر العقلاني (Filbeck, Hatfield & Horvath, 2005, p.170-171).

وتُعدُّ نظرية المنافع المتوقعة الأساس المعياري لأي عملية اختيار عقلائي، ويتم التركيز على هذه النظرية عند تحليل العوامل المؤثرة في اتخاذ القرارات في ظل المخاطرة، ولكن عجزت هذه النظرية عن تفسير سبب انجذاب الناس إلى المقامرة عند اتخاذ القرار الاستثماري.

في المقابل فإن نظرية التوقع تحدد العوامل المؤثرة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري وتتضمن: وتجنب الندم، تجنب الخسارة، والعمليات الذهنية (Waweru et al., 2008, p.28).

والندم هو شعور ينتاب الانسان عند اتخاذ قرار خاطئ، ويتجنب المستثمرون الندم من خلال رفض بيع الأوراق المالية التي بحوزتهم والتي تتراجع أسعارها والتوجه لبيع الأوراق المالية التي ارتفعت أسعارها. والمستثمر يصبح أكثر ندامة في حالة الاحتفاظ مدة طويلة بالأوراق المالية متدنية القيمة (Lehenkari & Forgel & Berry, 2006, p.107; Perttunen, 2004, p.116).

أما تجنب الخسارة، فتشير نظرية التمويل السلوكي إلى عكس ما يعتقد الكثيرون من المستثمرين ذلك أن المستثمر الذي يتجنب الخسائر هو بالتالي متجنب للمخاطر، حيث تشير نظرية التمويل السلوكي وإلى أن المستثمر من الممكن أن يكون متجنباً للخسائر ولكنه مقبل على المخاطر، فقد يتصرف بتصرف يكون منه القصد لتقليل المخاطر من خلال تجنب الخسائر ولكن قراره هذا سوف يزيد من مستويات المخاطر المصاحبة، وبالتالي التعرض لخسائر كبيرة، وهذا يمكن تفسيره من خلال بيع الأسهم الراجعة بسرعة والإبقاء على الأسهم الخاسرة أملاً في ارتفاع سعرها مرة أخرى (تجنب الخسارة) (Daniel, 2004). ويختلف مستوى تأثير المستثمرين عند تعرضهم لقيمة الخسارة نفسها، فيكون المستثمرون أقل تأثراً وحرزاً عند تعرضهم لخسارة بعد تحقيق أرباح، في حين يكونون أكثر تأثراً وحرزاً حين يتعرضون لخسارة بعد تحقيق خسائر (Barberis & Thaler, 2003, p.1077)، وقد توصل (Lehenkari and Perttunen, 2004, p.116) إلى أن المكاسب والخسائر المتحققة في الماضي يمكن أن تعزز العلاقة السلبية بين توجهات البيع والخسائر الرأسمالية لدى المستثمرين. وأن تجنب المستثمرين الخسائر والمخاطرة يمكن أن يفهم بأنه السلوك الشائع والمعتاد لدى غالبية المستثمرين، ولكن قد يؤدي ذلك إلى قرارات استثمارية غير سليمة تؤثر في ثروتهم (Odean, 1998, p.1899).

وتشير العمليات الذهنية إلى العمليات التي يقوم المستثمرون من خلالها بتقييم استثماراتهم المالية، حيث يقوم المستثمر من خلال العمليات الذهنية بعمليات حسابية منطقية، وذلك بمعاملة كل قرار استثماري على حده، وذلك من خلال وضع كل قرار استثماري في حساب ذهني مستقل، ويتم معاملة كل حساب على حده والتغاضي عن التفاعل والترابط بين القرارات (Barberis & Thaler, 2003, p.1108; Ritter, 2003, p.431)، والعمليات الذهنية هي جزء من نظرية التوقع، فهي تصف ميل الناس لوضع أحداث معينة في حسابات عقلية مختلفة على أساس سمات سطحية، والفكرة الرئيسية للعمليات الذهنية الأساسية هي ميل صناع القرار إلى فصل أنواع مختلفة من الاحتمالات التي يواجهونها في حسابات

منفصلة، ومن ثم تطبيق قواعد احتمال القرارات النظرية إلى كل حساب من خلال تجاهل التفاعل الممكن بين الحسابات .
والعمليات الذهنية يمكن أن تكون معزولة ليس فقط من حيث المحتوى، ولكن أيضا فيما يتعلق بالوقت (Shiller,1999).

وقد أشار (Rockenbach ,2004, p.524)، إلى أن الربط بين الاستثمارات المختلفة غالباً لا يفيد لعملية تسعير تلك الاستثمارات، أي أن كل قرار استثماري منفصل في المضمون والمحتوى والهدف والزمن عن باقي القرارات الاستثمارية التي يتخذها المستثمر .

وسيم التركيز في هذه الدراسة على ثلاثة عناصر لعامل التوقع وهي: وتجنب الخسارة، تجنب الندم، والعمليات الذهنية.

ثالثاً: عوامل السوق:

حدد كل من (Waweru et al. 2008,p.36) عوامل السوق التي تؤثر في قرارات المستثمرين داخل السوق المالي في كل من: تغيرات الأسعار، ومعلومات السوق، وتوجهات أسعار الأسهم في الفترات السابقة، وتفضيلات العملاء، والمغالاة في ردة الفعل تجاه التغير في الأسعار، وطبيعة الأسهم ونوعيتها.

بشكل عام فإن التغيرات في معلومات السوق، وطبيعة الأسهم ونوعيتها، وأسعار الأسهم يمكن أن تسبب ردة فعل المستثمرين، وقد تكون ردة الفعل مبالغاً فيها، وقد أثبت بالتجربة أن تلك التغيرات تؤثر، وبشكل كبير، في اتخاذ المستثمرين لقراراتهم . ووفقاً لـ (DeBondt & Thaler, 1985, p.804) و (Lai, 2001, p.215) ، فإن ردة الفعل المبالغ فيها ، وردة الفعل دون المستوى المتوقع تجاه المعلومات والأخبار الجديدة، يمكن أن تحدث ضمن استراتيجيات مختلفة بالنسبة للمستثمرين، وبالتالي التأثير في قراراتهم الاستثمارية. وقد خلص (Waweru et al. ,2008, p.36) إلى أن معلومات السوق لها تأثير كبير في اتخاذ القرار بالنسبة للمستثمرين ، وتجعل توجهات المستثمرين تجاه الأسهم ذات الإقبال العام والأحداث الأخرى التي تشد الانتباه والتي تعتمد على معلومات السوق. وقد كشف (Odean 1998 , p1887) أن كثيراً من المستثمرين يوجهون الجزء الأكبر من استثماراتهم إلى الأسهم التي يتقنون بها بشكل كبير، وبالتالي فهم يعتمدون على نوعية المعلومات المتعلقة بالسوق أو الأسهم والتي يحصلون عليها عند اتخاذ القرار الاستثماري.

وقد أشار (Waweru et al. ,2008, p.37)، إلى أن تغيرات أسعار الأسهم لها تأثير في السلوك الاستثماري في بعض المستويات، وتغيرات الأسعار هنا يمكن اعتبارها أحداثاً مثيرة للانتباه داخل السوق بالنسبة للمستثمرين، وقد أضاف (Caparrelli et al. ,2004, p.223)، أن المستثمرين يتأثرون بعامل القطيع ويتوجهون إلى سلوك الآخرين نفسه في

حالة حدوث تقلبات في الأسعار، في المقابل فإن هناك مستثمرين يقومون بتعديل التقديرات غير الدقيقة لعوائد الأسهم للتعامل مع تغيرات الأسعار، وبالتالي فإن ذلك سيؤثر في قراراتهم الاستثمارية (Waweru et al,2008, p.37).

وهناك بعض المستثمرين يركزون في استثماراتهم على الأسهم النشطة من حيث التداول داخل السوق (Waweru et al,2008,p.37)؛ وقد أشار (Odean,1999,p.1296) إلى أن بعض المستثمرين يختارون الأسهم التي تثير انتباههم، ويميل المستثمرون العقلانيون للتخلص من الأسهم التي حققت خسائر في الفترات السابقة لتأجيل الضرائب وترحيل خسائرهم أو توقيت بيع الأسهم التي تحقق مكاسب بالتزامن مع بيع الأسهم التي تحقق خسائر. وذلك بهدف تجنب الضرائب.

وبشكل عام فإن عامل السوق لا يعتبر ضمن العوامل السلوكية المؤثرة لدى المستثمرين وذلك لأن عامل السوق يعتبر ضمن العوامل الخارجية المؤثرة في قرارات المستثمرين، ومع ذلك فإن عامل السوق يؤثر في قرارات المستثمرين العقلانيين بطريقة مختلفة، لذا فمن الضروري إدراج عامل السوق ضمن العوامل السلوكية، وقد قام العديد من الباحثين باعتبار عامل العوامل السلوكية المؤثرة في القرارات الاستثمارية (Waweru et al,2008) السوق من

رابعاً: عامل القطيع:

نشأ مفهوم القطيع نتيجة وجود متعاملين في الأسواق المالية يفتقدون للمعايير والأسس السليمة لاتخاذ قرار الاستثمار أو المتاجرة، يعني ذلك أن قراراتهم تكون معتمدة ومتأثرة بقرارات المحيطين من المستثمرين والناشرين للشائعات والمعلومات والأخبار التي لا يمكن الوثوق بها بصفة دائمة، وأيضاً على توقعات المستثمر نفسه والحالة النفسية له (المعاضيدي والعباس، 2009)

وبالتالي، فإن عامل القطيع يشير إلى قيام المستثمر بمحاكاة الآخرين وتقليدهم عند اتخاذ القرار الاستثماري داخل السوق المالي، وقد أشارت العديد من الأبحاث المنشورة إلى أثر عامل القطيع في تغيرات أسعار الأسهم، وبالتالي التأثير في نظريات تقويم والأسهم وتسعيرها (Tan, Chiang, Mason & Nelling, 2008, p.61).

وقد ظهر سلوك القطيع في المجال المالي ضمن نشاطات الأسواق المالية بوصفه تعبيراً عن فعالية المتجمعين (الحشود) والذين يواجهون باستمرار تقلبات أسعار التداول في السوق، الأمر الذي دعا المهتمين إلى إيجاد الحلول للسيطرة وبالحد الأدنى على تلك التقلبات، حيث أشار العديد من الباحثين (Bannerjee, 1993, 309-327) ؛

(Orléan,1995,p.257) ؛ (Topol, 1991, 786) إلى اعتبار تغيرات السلوك أحد أهم التفسيرات، لعدم الثبات في حالات التداول في الأسواق المالية (Sukanya.R,2015).

ويمكن للمستثمرين أن يفضلوا عامل القطيع إذا اقتنعوا بأن ذلك العامل يمكنهم من استخلاص معلومات مفيدة وموثوقة. وبالتالي فإن عامل القطيع يسهم في تقويم المستثمرين للقرارات الاستثمارية، ذلك لأن السلوك الاستثماري لدى المستثمرين الذين لا يمتلكون الخبرة والمهارة قد ينسجم ويتطابق مع السلوك الاستثماري للمستثمرين ذوي الخبرة المالية العالية (Kallinterakis, Munir & Markovic, 2010, p.306).

ويعتمد عامل القطيع داخل السوق المالي على قيام بعض المستثمرين باتخاذ قرار مماثل لقرارات الحشود الكبيرة داخل السوق، في المقابل فإن المستثمرين العقلانيين عادة يتجاهلون توجهات الحشود الكبيرة، وقراراتهم وهذا يسهم في زيادة فعالية السوق، في المقابل فإن عامل القطيع يضعف من كفاءة السوق (Caparrelli et al., 2004, p.223).

وهناك مجموعة من العوامل تدعم وجود عامل القطيع داخل السوق المالي، وأهمها الثقة العالية لدى المستثمرين وحجم الاستثمارات، حيث يعتمد المستثمرون ذوو الثقة العالية على معلوماتهم الخاصة عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وبالتالي عدم التأثر بعامل القطيع، في حين عندما تكون حجم الاستثمارات كبيرة فيميل المستثمرون إلى اتباع سلوك الآخرين بهدف تخفيض المخاطر، ولكن يبقى التوجه الأكبر للمستثمرين الأفراد تجاه عامل القطيع أكبر من اتباع المؤسسات المستثمرة لذلك التصرف (Goodfellow, Bohl & Gebka, 2009, p.213).

وقد أشار (Waweru et al., 2008, p.31) إلى أن عامل القطيع داخل السوق المالي قد يؤدي إلى تحقيق عوائد غير طبيعية خاصة عندما يتسبب عامل القطيع في زيادة حركة التداول داخل السوق المالي.

وتتأثر قرارات المستثمرين الأفراد ببعضهم البعض بأكثر من جانب منها: قرارات البيع والشراء، ونوعية الأسهم المختارة، ومدة الاحتفاظ بتلك الأسهم، وحجم صفقات الشراء.

الدراسات السابقة

بمراجعة الباحث لأدبيات الدراسة تبين وجود شح في الدراسات - حسب علم الباحث - والتي تناولت العوامل السلوكية للمستثمرين الأفراد المؤثرة في قراراتهم الاستثمارية وخاصة الدراسات العربية.

ففي دراسة لـ (الزبيدي، 2010) التي طبقت على عينة قوامها (92) فرداً من المستثمرين الأفراد في سوق العراق للأوراق المالية، فقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج منها: أن المستثمرين يدركون أهمية المعلومات المحاسبية في عملية اتخاذ القرار الاستثماري، كما يدركون أن المعلومات الأخرى غير المالية ذات تأثير كبير في قراراتهم الاستثمارية خاصة نصائح الوسطاء ونشرات السوق، بالإضافة إلى تقارير مدقي الحسابات، وتقارير مجالس إدارات الشركات. ولمعرفة مدى وعي المتعاملين في الأسواق المالية بأهمية المعلومات والبيانات المحاسبية، بالإضافة إلى تحديد المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في تقارير الشركات المدرجة في سوق عمان ومقارنتها مع تقارير الشركات المتقدمة، قام (زيد وآخرون، 2007) بدراسة طبقت على الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 2005-2006م، وقد توصلت الدراسة إلى أن أهم مصادر المعلومات بالنسبة للمستثمرين هي التقارير الشهرية والصحف والمجلات والتقارير المالية السنوية، وأن الميزانية العمومية وقائمة الأرباح والخسائر وقائمة التدفقات النقدية وتقرير مراقب الحسابات، تُعدُّ أهم أجزاء التقارير السنوية وأكثر قبولاً لدى المستثمر، ومع ذلك يرى المستثمر ضرورة توفير معلومات إضافية. وفي السياق نفسه قام (Tabassum Sultana and Pardhasaradhi, 2012) بهدف تحديد العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار الاستثماري، وقد طبقت الدراسة على عينة قوامها (891) من المستثمرين الأفراد داخل البورصة الهندية، وتوصلت الدراسة إلى أن (42%) من المستثمرين اعتمدوا على المعلومات المحاسبية التي تنشرها الشركات، في حين أن (37%) من المستثمرين اعتمدوا على الاحتياجات المالية والشخصية، بينما اعتمد ما نسبته (11%) من المستثمرين على معلومات الأصدقاء ونصائحهم، وقد اعتمد (10%) على معلومات عامة ذات علاقة بسمعة الشركة المصدرة للأوراق المالية. وقد قام (Dimitrios I. M, 2007) بدراسة طبقت على المستثمرين الأفراد في بورصة الأوراق المالية، وتوصلت إلى أن قرارات المستثمرين داخل السوق المالي تتأثر بالمعلومات المنشورة في الصحف والمجلات، ووسائل الاعلام، والإشاعات، ولكن المستثمرين الذين يتصفون بالمهنية يعتمدون أكثر على التحليل الأساسي والتحليل الفني. وقد حدد (Bennet et al., 2011) مجموعة العوامل التي يتأثر بها المستثمرون الأفراد فيما يتعلق بقرارات الاستثمار في الأوراق المالية، وقد طبقت الدراسة على مجموعة من المستثمرين الأفراد في البورصة الهندية، وتوصلت الدراسة إلى وجود خمسة عوامل هي: درجة تقبل المستثمر للمخاطرة، والنمو في الاقتصاد، ووسائل الاعلام، والاستقرار السياسي، والسياسة المالية الحكومية تجاه تحفيز الاستثمارات المالية.

وقد قام كل من (Geetha and Vimala, 2014) بتفحص أثر العوامل الديمغرافية في عملية اتخاذ القرار الاستثماري لدى المستثمرين الأفراد، وقد طبقت الدراسة على عينة من المستثمرين في شيناى بالهند، وتوصلت الدراسة إلى أن

التغير في العوامل الديمغرافية مثل العمر، الدخل، المؤهل العلمي يؤثر على عملية اتخاذ القرار الاستثماري. في المقابل قام (Lodhi,2014) باختبار أثر كل من الثقافة المالية، والخبرة العالية، واستخدام المعلومات المحاسبية، وأهمية تحليل القوائم المالية، والعمر، على عملية اتخاذ المستثمرين الأفراد للقرار الاستثماري، وقد طبقت الدراسة على عينة من المستثمرين في سوق كراتشي للأوراق المالية، وقد توصلت الدراسة إلى أن كلاً من الثقافة المالية والمعلومات المحاسبية كانت العامل المؤثر في تخفيض عدم تماثل المعلومات، ومن ثم كان لتلك العوامل الأثر في تمكين المستثمرين من الاستثمار في أدوات استثمارية محفوفة بالمخاطر.

وبهدف تحديد العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري لدى المستثمرين الأفراد قام (Islamoglu et al,2015) بدراسة طبقت على عينة قوامها (211) فرداً من العاملين لدى البنوك ولهم استثمارات شخصية في بورصة الأوراق المالية بولاية بارتين بتركيا، وقد توصلت الدراسة إلى وجود خمسة عوامل تؤثر في السلوك الاستثماري للمستثمرين الأفراد وهي: مستوى الدخل، وفترة التعامل داخل بورصة الأوراق المالية، والخبرة العملية، وقرارات المستثمرين الآخرين، والاستقرار المالي. وقد حددت دراسة (Lathif and Aktharsha,2016) العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري بمجموعة من العوامل هي: تفاؤل المستثمر، والخبرة الاستثمارية، وجهود المستثمر، وتقبل المستثمر للمخاطرة وتوجهه، وكذلك قام (Jagongo and Mutswenje,2014) بدراسة طبقت على عينة قوامها (42) من المستثمرين الأفراد في سوق نيروبي للأوراق المالية بهدف تحديد أهم العوامل المؤثرة في قراراتهم الاستثمارية، وتوصلت الدراسة إلى أن أهم العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري هي: سمعة الشركة، ووضع الشركة داخل القطاع الذي تعمل فيه، والعوائد المتوقعة للشركات، وأداء السهم في الفترات السابقة. وقد حددت دراسة (Sashikala & Girish,2015) أربعة عوامل مؤثرة في السلوك الاستثماري للمستثمرين الأفراد داخل البورصة الهندية وهي: نصائح الوكلاء، والتحليل الشخصي، والأسعار الجارية للأوراق المالية، وتوصيات المحللين الماليين؛ وأن درجة ثقة المستثمرين بالنصائح المالية المقدمة من مستشاريهم الماليين تلعب الدور الأساسي في التأثير في سلوك المستثمرين الأفراد. أما دراسة (Khan et al, 2015) والتي طبقت على عينة قوامها (270) من المستثمرين في بنغلادش، فقد أظهرت نتائج هذه الدراسة أن العوامل المؤثرة في قرارات المستثمرين الأفراد تتمثل في عامل التحوط، وعوامل السوق والعامل الاقتصادي هي أكثر العوامل المؤثرة في قرارات المستثمرين الأفراد، وكذلك فإن البيانات المالية المنشرة لها تأثير على قرارات المستثمرين.

وكذلك قام (Kengatharan,2014) باختبار أهم العوامل المؤثرة في قرارات المستثمرين الأفراد بالاستناد إلى نظرية التمويل السلوكي، وقد طبقت الدراسة على عينة من المستثمرين الأفراد، في سوق كولمبو للأوراق المالية بسيريلنكا، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أربعة عوامل سلوكية تؤثر في قرارات المستثمرين الأفراد، وهي ظاهرة القطيع، والاستدلال، والتوقع، وعامل السوق. وفي الإطار نفس قام كل من (Jagongo and Mutswenje,2014) بتحديد العوامل المؤثرة في قرارات المستثمرين الأفراد، وقد طبقت الدراسة على عينة من المستثمرين في سوق نيروبي للأوراق المالية، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، منها أن أهم عوامل نظرية التمويل السلوكي التي تؤثر في قرارات المستثمرين الأفراد هي: سمعة منشأة الأعمال، وضع المنشأة داخل القطاع الذي تعمل فيه، والأرباح المتوقعة لمنشأة الأعمال، وأداء وسعر سهم الشركة في الفترات السابقة، وسعر السهم الواحد، وشعور المستثمر تجاه توجهات الاقتصاد العام للدولة، وتوقعات الأفراد تجاه توزيعات الأرباح المستقبلية.

وفي دراسة لـ (عتر وعتر، 2010) فقد أظهرت أن أهم العوامل المؤثرة في سلوك المستثمرين في أسواق الخليج هو عامل القطيع، وبالتالي فإن سلوك المستثمر الفرد لا يتحدد بما يعتقد هو عن السوق والاقتصاد، وقد قام (صالح،2014) بدراسة هدفت إلى بيان تأثير عواطف المستثمرين وطريقة تفكيرهم وإدراكهم للمواقف الاستثمارية، من خلال دراسة التحيزات العاطفية والإدراكية للمستثمرين الأفراد في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، وتم التعبير عن هذه التحيزات من خلال مجموعة من العوامل السلوكية منها عوامل التحيز العاطفي (الثقة المبالغ بها، ورد الفعل المبالغ به، وتجنب المخاطر)، وعوامل التحيز الإدراكي (الحساب العقلي، وبيع الأسهم الربحة والإبقاء على الأسهم الخاسرة، وتخفيض متوسط التكلفة، والتمثيل والألفة) وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين التحيز العاطفي والتحيز الإدراكي من جهة والقرار الاستثماري من جهة أخرى، وقد توصلت دراسة (حسين وآخرون،2013) التي طبقت على صغار المستثمرين الأفراد في البورصة العراقية إلى أن هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر في قرارات المستثمرين في أسواق الأوراق المالية، وتتمثل تلك العوامل في العوامل الداخلية (التعلم، الإدراك، والشخصية، والحاجات) وكذلك مجموعة من العوامل الخارجية (وتتمثل في المتعاملين في البورصة بطوائفهم المختلفة).

وقد قام (Goodfellow et al. ,2009) باختبار مدى الاعتماد على عامل القطيع عند اتخاذ لقرار المستثمرين والأفراد والمؤسسات في البورصة البولندية، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن المستثمرين الأفراد، على العكس من المؤسسات، فهم يتأثرون بعامل القطيع عند اتخاذهم القرار الاستثماري، مما يعني أن قرارات المستثمرين الأفراد كانت عرضة للمشاعر

والعوامل السلوكية. في المقابل قام (المعايضي والعباس، 2009) بدراسة تهدف إلى تفسير سلوك القطيع وبيان أثرها في حركة الاستثمار داخل أسواق الأوراق المالية، حيث طبقت الدراسة على عينة من المحافظ المالية في السوق المالي السعودية، وقد أظهرت الدراسة أن لشلالات المعلومات أثراً في حالي الشراء والبيع للمحافظ الاستثمارية، حيث تشير شلالات المعلومات إلى أن المستثمر يسعى إلى التقليل من أثر البيانات المالية المنشورة ومحاولة تقليد من سبقه في آلية اتخاذ القرارات.

وبالنسبة للدراسات التي طبقت في البيئة الفلسطينية ذات العلاقة بموضوع الدراسة، فهي شحيحة، وركزت بالدرجة الأولى على أهمية المعلومات المحاسبية المنشورة ودورها في التأثير في القرارات الاستثمارية، فقد قام (عتيق، 2005) بدراسة هدفت إلى تقويم بيئة القرار الاستثماري في سوق فلسطين للأوراق المالية، ومعرفة أهم مصادر المعلومات التي يعتمد عليها متخذو القرارات الاستثمارية وكذلك بحث مدى الاعتماد على المعلومات المدرجة في التقارير المالية المنشورة، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج: أن مصادر المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في سوق بورصة فلسطين متعددة وهي كالتالي: القوائم المالية المنشورة بمعدل (16%)، والدعاية أو الشائعات (32%)، والسجل التاريخي للأسهم (16%)، كما بينت الدراسة أن 36% من عينة الدراسة يعتمدون على جميع هذه المصادر في آن واحد. وأن الأساس المعلوماتي للقرار الاستثماري في سوق فلسطين للأوراق المالية ليس فقط القوائم المالية المنشورة، بل يعتمد ما معدله (82.4%) من متخذي القرار الاستثماري على معلومات من خارج هذه القوائم. في المقابل قام (نجم، 2006). بدراسة هدفت إلى التعرف ما مدى إدراك المستثمرين في بورصة فلسطين لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية، وتوصلت الدراسة إلى ضعف الخبرة لدى المستثمرين، وضعف المعرفة العلمية بالأمور والمعلومات المالية. أما دراسة (الطلاع، 2010) فقد هدفت إلى بيان دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك للنمو الاقتصادي والفروق في الوعي الاستثماري تبعاً لمتغيرات (النوع الاجتماعي، والعمر، والمستوى التعليمي، ومستوى الدخل، وعدد سنوات التداول، ومدة الاحتفاظ بالسهم)، وقد طبقت الدراسة على عينة قوامها (237) مستثمراً في بورصة فلسطين. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج منها: وجود درجة متوسطة من الوعي لدى المستثمرين في بورصة فلسطين، كما بينت الدراسة وجود دور للوعي الإقتصادي في تفعيل بورصة فلسطين.

وقد قام (العويسي، 2010) بدراسة ركزت على تحديد العوامل المؤثرة في سلوكيات المستثمرين الأفراد وتوجهاتهم في بورصة فلسطين، وكان من تلك العوامل التي تناولتها الدراسة: التوعية الاستثمارية، واستقرار البيئة الاستثمارية، وأداء الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وقد طبقت الدراسة على عينة من المستثمرين قوامها (274)، وتوصلت إلى مجموعة من النتائج

منها: أن المستثمرين يهتمون في متابعة مستمرة لأخبار المال والأعمال عبر وسائل الاعلام المختلفة، وأن كوادر شركات الوساطة العاملة في بورصة فلسطين غير مؤهلين بالقدر المطلوب لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

ما يميز الدراسة الحالية

إن أغلب الدراسات التي تم عرضها هي دراسات أجنبية، ولازالت الدراسات العربية التي تشخص سلوك المستثمر العربي داخل أسواق المال محدودة، وبالتالي، فإن هذه الدراسة تتميز عن الدراسات السابقة بأنها تختبر أهم العوامل السلوكية المؤثرة في القرارات الاستثمارية لدى المستثمرين الأفراد في إحدى البورصات العربية الناشئة وهي بورصة فلسطين، حيث اختبرت هذه الدراسة أربعة عوامل وهي: عوامل متعلقة بنظرية الاستدلال، وعوامل متعلقة بنظرية التوقع، وعوامل متعلقة بالسوق، والعوامل المتعلقة بظاهرة القطيع. ومن ثم اختبرت الدراسة أثر العوامل السلوكية الأربعة في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد.

الدراسة التطبيقية

منهجية الدراسة

لإختبار فرضيات الدراسة ولتحقيق أهدافها، استخدم الباحث منهجية متعارفاً عليها في مثل هذا النوع من الدراسات وفقاً

للتالي:

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي الذي يقوم على وصف خصائص ظاهرة معينة وجمع معلومات عنها دون تحيز، ويتم من خلال المسح الشامل، الذي يهدف إلى توفير البيانات والحقائق عن المشكلة موضوع الدراسة، لتفسيرها والوقوف على دلالاتها (مقداد والفرا، 2004)، كما تم اعتماد المنهج التاريخي في استعراض الدراسات السابقة، أما طبيعة الدراسة فهي دراسة تطبيقية، حيث تم تطوير مقياس للعوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وتأثيرها في الأداء المالي للمحفظة الاستثمارية.

وسائل جمع البيانات

- المصادر الثانوية: اعتمد الباحث أسلوب المسح المكتبي، والحاسوبي بهدف التوصل إلى أدبيات الدراسة كافة من كتب، ودراسات سابقة منشورة، وأبحاث أكاديمية غير منشورة، ومواقع إلكترونية، والمقالات المتخصصة المنشورة في الصحف والمجلات، وذلك بهدف التمكن من تغطية الإطار النظري وتحقيق الأهداف النظرية للدراسة.

-المصادر الأولية: قام الباحث بإعداد استبانة موزعة على متغيرات الدراسة والمتعلقة بالعوامل السلوكية للقرار الاستثماري لدى المستثمرين الأفراد وتوزيعها على عينة الدراسة.

مجتمع الدراسة وعينتها

تناولت الدراسة موضوع العوامل السلوكية للمستثمرين الأفراد وتأثيرها في الأداء المالي للمحفظة الاستثمارية، وقد تمثل مجتمع الدراسة بالمستثمرين الأفراد المحليين المتعاملين مع شركات الوساطة في فلسطين. وتتكون شركات الوساطة في فلسطين من ثمان شركات هي: الشركة المتحدة للأوراق المالية، وشركة الهدف الأردن وفلسطين للأوراق المالية، الشركة الوطنية للأوراق المالية، والعالمية للأوراق المالية، وشركة السهم للاستثمار والأوراق المالية، وشركة لوتس للاستثمار، وشركة الوساطة المالية، وشركة العربي جروب للاستثمار. وفي محاولة لتحديد الحجم الكلي لمفردات مجتمع الدراسة وذلك لتحديد العينة المستهدفة فقد تبين أن مركز الإيداع والتحويل في بورصة فلسطين لم يوفر بيانات وإحصائيات محددة حول إجمالي عدد المستثمرين الأفراد في فلسطين، وبالتالي لم يتم تحديد الحجم الكلي لمجتمع الدراسة.

وبناء عليه فقد تم توزيع (180) استبانة على عينة عشوائية من المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني وتم استرداد (130) استبانة، أي بنسبة استرداد (72.22%) وقد كانت جميع الاستبانات المستردة مستوفية للشروط المطلوبة للإجابة عنها.

أداة الدراسة

تم استخدام الاستبانة كأداة لجمع البيانات، وقد تم تقسيم الاستبانة إلى ثلاثة أقسام رئيسية موزعة على (36) فقرة: القسم الأول يتضمن المعلومات الشخصية، والقسم الثاني يتضمن العوامل السلوكية المؤثرة في القرار الاستثماري، والقسم الثالث يتضمن الأداء المالي للمحفظة الاستثمارية. والجدول رقم(1) يوضح توزيع فقرات الدراسة على مجالات الدراسة واتجاهاتها:

جدول 1. توزيع فقرات أداة الدراسة على مجالات الدراسة

المجال	الاتجاه	رقم الفقرات
العوامل السلوكية	نظرية الاستدلال (التمثيل والاعتقاد، الثقة العالية، التكلفة التاريخية، المغامرة، توافر التحيز)	الفقرات من 9-16
	نظرية التوقع (تجنب الخسارة، تجنب الندم، العمليات الذهنية)	الفقرات من 17-22

• الفقرات من 23-28	عوامل السوق (تقلبات السعر، معلومات السوق، توجهات أسعار الأسهم في الماضي، تفضيلات العملاء، المغالاة في ردة الفعل تجاه تغير الأسعار)	
• الفقرات من 29-32	ظاهرة القطيع (أثر المستثمرين الآخرين، قرارات الشراء والبيع والاختيار المتعلقة بالأسهم وحجم التداول، وسرعة القطيع)	
• الفقرات من 33-36	توافق معدل العائد على الاستثمار مع توقعات المستثمر، معدل العائد ومدى كفايته، رضا المستثمر تجاه قرارات البيع، والشراء، والاختيار، وحجم التداول، ومعدل نمو الاستثمارات داخل المحفظة.	أداء المحفظة الاستثمارية

وقد تم تصميم الاستبانة بناء على مقياس ليكرت السداسي بهدف الحصول على إجابات أفراد العينة حول موضوع الدراسة ويتدرج هذا المقياس من درجة (1) لا أوافق بشدة إلى درجة (6) أوافق بشدة كالتالي:

لا أوافق بشدة	لا أوافق	لا أوافق الى حد ما	أوافق الى حد ما	أوافق	أوافق بشدة
---------------	----------	--------------------	-----------------	-------	------------

اختبار فرضيات الدراسة

لاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام اختبار T لعينة واحدة لمعرفة ما إذا كانت متوسط درجة الاستجابة قد وصلت الى درجة الاستجابة المتوسطة. كذلك إذا كانت قيمة $Sig > 0.05$ ، فإنه لا يمكن رفض الفرض الصفري، ويكون في هذه الحالة متوسط آراء العينة حول موضوع الدراسة لا يختلف جوهرياً عن درجة الموافقة المتوسطة، أما إذا كانت $Sig < 0.05$ فيتم رفض الفرض الصفري وقبول الفرض البديل القائل بأن متوسط آراء أفراد العينة يختلف جوهرياً عن درجة الموافقة المتوسطة، وفي هذه الحالة يمكن تحديد ما إذا كان متوسط الإجابة يزيد أو ينقص بصورة جوهرياً عن درجة الموافقة المتوسطة، ومن خلال قيمة الاختبار، فإذا كانت قيمته موجبة فمعناه أن المتوسط الحسابي للإجابة يزيد عن درجة الموافقة المتوسطة والعكس صحيح.

اختبار الفرضية الرئيسية الأولى

H1: العوامل السلوكية التي تؤثر في قرارات المستثمرين الأفراد داخل بورصة فلسطين تنتمي إلى أربع مجموعات (نظرية

الاستدلال، ونظرية التوقع، وعوامل السوق، وتأثير ظاهرة القطيع).

لاختبار هذه الفرضية تم تجزئتها إلى فرضيات فرعية:

اختبار الفرضية الفرعية الأولى

H1.1: يعتمد المستثمرون الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على نظرية الاستدلال عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

جدول 2. تحليل فقرات الفرضية الفرعية الأولى، مدى اعتماد المستثمرين الأفراد داخل بورصة فلسطين على نظرية الاستدلال عند

اتخاذ قراراتهم الاستثمارية

م	الفقرات	الحسابي المتوسط	الانحراف النسبي	الوزن	قيمة t	الدلالة	مستوى
1	أنت تقوم بشراء الأسهم النشطة في التداول "الساخنة" وتتجنب شراء الأسهم التي تتصف بضعف الأداء خلال الفترات السابقة.	4.392	1.476	73.205	6.893	0.000	
2	تقوم بإجراء تحليل الاتجاهات لبعض الأسهم المتداولة قبل اتخاذ قرارك الاستثماري.	4.200	1.326	70.000	6.019	0.000	
3	أنت تعتقد بأن تملك المعرفة والمهارة فيما يتعلق بالتعامل بالأسهم يقودك إلى التفوق داخل البورصة.	3.823	1.355	63.718	2.718	0.007	
4	أنت تعتمد على خبراتك السابقة داخل السوق عند اتخاذ قراراتك الاستثمارية اللاحقة.	4.408	1.286	73.462	8.047	0.000	
5	تقوم بتوقع التغيرات في أسعار الأسهم في المستقبل بالاعتماد على أسعار الأسهم الحالية.	4.077	1.236	67.949	5.320	0.000	
6	في العادة لديك القدرة على توقع أداء بورصة فلسطين سواء باتجاه تحقيق عوائد جيدة أو سيئة.	4.015	1.239	66.923	4.744	0.000	
7	أنت تفضل الاستثمار في الأسهم المحلية المدرجة في بورصة فلسطين عن الأسهم المدرجة في بورصات أخرى، بسبب توفر المعلومات المتعلقة بأسهم الشركات المحلية.	4.200	1.501	70.000	5.316	0.000	
8	أنت تعتقد بأن المعلومات التي يمكن الحصول عليها من الأصدقاء والعلاقات الخاصة أكثر موثوقية عند اتخاذ قرارك الاستثماري.	3.523	1.421	58.718	0.185	0.853	
	جميع الفقرات	4.048	0.834	67.462	7.487	0.000	

قيمة t الجدولية عند مستوى دلالة "0.05" ودرجة حرية "129" تساوي 1.6568

يتضح من الجدول (2) أعلاه أن المتوسط الحسابي لجميع فقرات المجال والذي يقيس مدى اعتماد المستثمرين الأفراد داخل بورصة فلسطين على نظرية الاستدلال عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية أن المتوسط الحسابي يساوي (4.048)، وأن المتوسط الحسابي النسبي يساوي (67.462%)، وقيمة الاختبار T (7.487) وهي أكبر من قيمة T الجدولية البالغة (1.6568) ، وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.000 لذلك يُعدُّ هذا المجال دالاً إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لذلك يتم قبول الفرضية والقول "يعتمد المستثمرون الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على نظرية الاستدلال عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وهذا يتوافق مع ما توصلت اليه دراسة (Kengatharan,2014).

وبهدف معرفة مدى اعتماد المستثمرين الأفراد داخل بورصة فلسطين وفقاً لكل عامل من عوامل نظرية الاستدلال (التمثيل العادل، والثقة العالية، والتكلفة التاريخية، والمغامرة، وتوافر التحيز) استخدم الباحث مقياس المتوسط الحسابي بهدف تصنيف تلك العوامل كالتالي:

- المتوسط الحسابي بقيمة أقل من 2 يعكس أن المتغير يعتمد عليه بدرجة منخفضة جداً.
- المتوسط الحسابي بقيمة من 2 الى 3 يعكس أن المتغير يعتمد عليه بدرجة منخفضة.
- المتوسط الحسابي بقيمة من 3 الى 4 يعكس أن المتغير يعتمد عليه بدرجة متوسطة.
- المتوسط الحسابي بقيمة من 4 الى 5 يعكس أن المتغير يعتمد عليه بدرجة مرتفعة.
- المتوسط الحسابي بقيمة أكبر من 5 يعكس أن المتغير يعتمد عليه بدرجة مرتفعة جداً.

جدول 3. تحليل عوامل نظرية الاستدلال

م	الفقرات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	النسبي الوزني	قيمة t	الدلالة مستوى
1	التمثيل والاعتقاد	4.296	1.192	71.603	7.614	0.000
2	الثقة العالية	3.823	1.355	63.718	2.718	0.007
3	التكلفة التاريخية	4.242	1.068	70.705	7.925	0.000
4	المغامرة	4.015	1.239	66.923	4.744	0.000
5	توافر التحيز	3.862	1.140	64.359	3.617	0.000
	جميع الفقرات	4.048	0.834	67.462	7.487	0.000

قيمة t الجدولية عند مستوى دلالة "0.05" ودرجة حرية "129" تساوي 1.6568

يتضح من الجدول (3) أعلاه أن المستثمرين الأفراد داخل بورصة فلسطين يعتمدون بدرجة مرتفعة على كل من (التمثيل العادل، والتكلفة التاريخية، والمغامرة) حيث كان الوسط الحسابي لتلك العوامل (4.296، 4.242، 4.015) على التوالي، في حين يتم الاعتماد بدرجة متوسطة على كل من (الثقة العالية، وتوافر التحيز) حيث كان الوسط الحسابي لتلك العوامل (3.823، 3.862).

وتطبيقاً لعامل التمثيل فيمكن أن يكون سعر سهم شركة معينة في بورصة فلسطين مرتفعاً لدرجة أن لا يقدم المستثمرون على شرائه بالرغم من أداء الشركة وكفاءتها التشغيلية جيدة؛ وبالاعتماد على عامل التكلفة التاريخية، هذا يعني أن المستثمرين يستندون إلى تكلفة الشراء الأصلية عند اتخاذ قرار البيع أو حتى تحليل اتجاهات الأسهم المدرجة، بالإضافة إلى أن جزءاً من تصرفات المستثمرين داخل سوق رأس المال الفلسطيني به نوع من المغامرة.

اختبار الفرضية الفرعية الثانية

H1.2: يعتمد المستثمرون الأفراد داخل بورصة فلسطين على نظرية التوقع عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

جدول 4. تحليل فقرات الفرضية الفرعية الثانية؛ مدى اعتماد المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على نظرية التوقع

عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

م	الفقرات	النسبي الحسابي المتوسط	المعياري الاحرف	النسبي الوزني	قيمة t	الاحلالة	مستوى
1	بعد تحقيقك للمكاسب يزداد توجهك وتقبلك لدرجة المخاطرة عند اتخاذ القرار الاستثماري.	3.977	1.411	66.282	3.853	0.000	
2	بعد تحقيقك للخسائر تتوجه أكثر لتجنب المخاطرة أثناء اتخاذ القرار الاستثماري.	4.431	1.570	73.846	6.761	0.000	
3	انت تتجنب بيع الأسهم التي حققت انخفاضاً في قيمتها، وتتبع سياسة بيع الأسهم التي حققت ارتفاعاً في قيمتها.	4.200	1.343	70.000	5.941	0.000	
4	ينتابك شعور سيء عند احتفاظك بأسهم تحقق خسائر أكثر من شعورك بالندم عند قيامك ببيع الأسهم التي تحقق مكاسب.	4.115	1.423	68.590	4.930	0.000	

م	الفقرات	الحسابي المتوسط	المعياري الانحراف	النسبي الوزني	قيمة t	الدلالة مستوى
5	تقوم بدراسة وتحليل ومعالجة كل عنصر من عناصر محفظتك الاستثمارية بشكل مستقل.	4.285	1.129	71.410	7.923	0.000
6	انت تتجاهل العلاقة والارتباط بين مختلف عناصر محفظتك الاستثمارية.	3.669	1.405	61.154	1.373	0.172
	جميع الفقرات	4.113	0.841	68.547	8.303	0.000

قيمة t الجدولية عند مستوى دلالة "0.05" ودرجة حرية "129" تساوي 1.6568

يتضح من الجدول (4) أعلاه ان المتوسط الحسابي لجميع فقرات المجال والذي يقيس مدى اعتماد المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على نظرية التوقع عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، أن المتوسط الحسابي يساوي (4.113)، وأن المتوسط الحسابي النسبي يساوي (68.547%)، وقيمة الاختبار T (8.303) وهي أكبر من قيمة T الجدولية البالغة (1.6568)، وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي (0.000) لذلك يعتبر هذا المجال دالاً إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لذلك يتم قبول الفرضية والقول "يعتمد المستثمرون الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على نظرية التوقع عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية؛ وهذا يتوافق مع ما توصلت اليه دراسة (صالح، 2014).

ويهدف معرفة مدى اعتماد المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني وفقاً لكل عامل من عوامل نظرية التوقع (تجنب الخسارة-تجنب الندم-العمليات الذهنية) تم الاعتماد على قيمة الوسط الحسابي لكل عامل.

جدول 5. تحليل عوامل نظرية التوقع.

م	الفقرات	الحسابي المتوسط	المعياري الانحراف	النسبي الوزني	قيمة t	الدلالة مستوى
1	تجنب الخسارة	4.204	1.130	70.064	7.099	0.000
2	تجنب الندم	4.158	1.193	69.295	6.287	0.000
3	العمليات الذهنية	3.977	0.974	66.282	5.582	0.000
	جميع الفقرات	4.113	0.841	68.547	8.303	0.000

يتضح من الجدول (5) أعلاه أن المستثمرين الأفراد داخل بورصة فلسطين يعتمدون بدرجة مرتفعة على كل من (تجنب الخسارة، وتجنب الندم) حيث كان الوسط الحسابي لتلك العوامل (4.204، 4.158) على التوالي، في حين يتم

الاعتماد بدرجة متوسطة على عامل (العمليات الذهنية) حيث كان الوسط الحسابي (3.977).

ويمكن تفسير تجنب الخسارة لدى المستثمرين الأفراد في داخل سوق رأس المال الفلسطيني من خلال توجيههم لبيع الأسهم الرابحة بسرعة والإبقاء على الأسهم الخاسرة أملاً في ارتفاع سعرها مرة أخرى، أما تجنب الندم فهذا يعني أن المستثمر في داخل سوق رأس المال يتجنب بيع الأسهم التي حققت انخفاضاً في قيمتها، ويتبع سياسة بيع الأسهم التي حققت ارتفاعاً في قيمتها.

اختبار الفرضية الفرعية الثالثة

H1.3: يعتمد المستثمرون الأفراد داخل بورصة فلسطين على عوامل السوق عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

جدول 6. تحليل فقرات الفرضية الفرعية الثالثة؛ مدى اعتماد المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على عوامل

السوق عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

م	الفقرات	الحسابي المتوسط	الأثر النسبي الوزني	قيمة t	الدلالة	مستوى
1	أنت تنظر وترقب بعناية التغيرات في أسعار الأسهم التي لديك توجه للاستثمار بها.	4.562	1.107	10.936	0.000	
2	يكون لديك ردة فعل مبالغ فيها تجاه التغيرات في أسعار الأسهم.	4.038	1.296	4.736	0.000	
3	معلومات السوق المتوفرة تعتبر مهمة بالنسبة لاستثمارك داخل السوق.	4.662	1.236	10.714	0.000	
4	أنت تأخذ بعين الاعتبار توجهات أسعار الأسهم في الفترات الماضية عند اتخاذ قرارك الاستثماري.	4.454	1.227	8.863	0.000	
5	تقوم بتحليل تفضيلات واحتياجات عملاء الشركات قبل الاستثمار في أسهمها.	4.185	1.299	6.011	0.000	
6	أنت تقوم بالاطلاع ودراسة أساسيات التعامل ببورصة الأوراق المالية قبل اتخاذ قراراتك الاستثمارية.	4.185	1.256	6.214	0.000	
	جميع الفقرات	4.347	0.830	11.640	0.000	

قيمة t الجدولية عند مستوى دلالة "0.05" ودرجة حرية "129" تساوي 1.6568

يتضح من الجدول (6) أعلاه ان المتوسط الحسابي لجميع فقرات المجال والذي يقيس مدى اعتماد المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على عوامل السوق عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، أن المتوسط الحسابي يساوي (4.347)، وأن المتوسط الحسابي النسبي يساوي (72.457%)، وقيمة الاختبار T (11.640) وهي أكبر من قيمة T الجدولية البالغة)

(1.6568)، وأن القيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.000 لذلك يعتبر هذا المجال دالاً إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لذلك يتم قبول الفرضية والقول "يعتمد المستثمرون الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على عوامل السوق عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وهذا يتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Jagongo and Mutswenje, 2014)؛ (Sashikala & Girish, 2015)

ويهدف معرفة مدى اعتماد المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني وفقاً لكل عامل من عوامل السوق (تقلبات السعر، معلومات السوق، توجهات أسعار الأسهم في الماضي، تفضيلات العملاء، المغالاة في ردة الفعل تجاه تغير الأسعار، أساسيات التعامل في البورصة) تم الاعتماد على قيمة الوسط الحسابي لكل عامل كالتالي:

جدول 7. تحليل عوامل السوق.

م	الفقرات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوزن النسبي	قيمة t	الدلالة	مستوى
1	تقلبات السوق	4.562	1.107	76.026	10.936	0.000	
2	المغالاة في ردة الفعل	4.038	1.296	67.308	4.736	0.000	
3	معلومات السوق	4.662	1.236	77.692	10.714	0.000	
4	أسعار الأسهم في الماضي	4.454	1.227	74.231	8.863	0.000	
5	تفضيلات العملاء	4.185	1.299	69.744	6.011	0.000	
6	أساسيات التعامل في البورصة	4.185	1.256	69.744	6.214	0.000	
	جميع الفقرات	4.347	0.830	72.457	11.640	0.000	

يتضح من الجدول (7) أعلاه أن المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني يعتمدون بدرجة مرتفعة على كل عامل من عوامل السوق (تقلبات السعر، معلومات السوق، توجهات أسعار الأسهم في الماضي، تفضيلات العملاء، المغالاة في ردة الفعل تجاه تغير الأسعار، أساسيات التعامل في البورصة) حيث كان الوسط الحسابي لتلك العوامل (4.562، 4.038، 4.662، 4.454، 4.185، 4.185) على التوالي.

هذا يعني أن معلومات السوق المتوفرة تعتبر مهمة بالنسبة للمستثمر الفرد داخل سوق رأس المال الفلسطيني، وأن المستثمر يأخذ بعين الاعتبار توجهات أسعار الأسهم في الفترات الماضية عند اتخاذ قراراته الاستثمارية. ويقوم بتحليل تفضيلات عملاء الشركات واحتياجاتهم قبل الاستثمار في أسهمها، ويقوم أيضاً بالاطلاع على أساسيات التعامل ببورصة الأوراق المالية ودراساتها قبل اتخاذ قراراته الاستثمارية.

اختبار الفرضية الفرعية الرابعة

H1.4: يعتمد المستثمرون الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على ظاهرة القطيع عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

جدول 8: تحليل فقرات الفرضية الفرعية الرابعة؛ مدى اعتماد المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على ظاهرة

القطيع عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية

م	الفقرات	الحسابي المتوسط	الانحراف النسبي	الوزن النسبي	قيمة t	الدالة	مستوى
1	قرارات المستثمرين الآخرين فيما يتعلق بنوع الأسهم المختارة لديهم تؤثر في قرارك الاستثماري.	4.046	1.238	67.436	5.030	0.000	
2	قرارات المستثمرين الآخرين فيما يتعلق بحجم الأسهم المختارة لديهم تؤثر في قرارك الاستثماري	3.692	1.483	61.538	1.479	0.142	
3	قرارات المستثمرين الآخرين فيما يتعلق ببيع وشراء الأسهم المختارة لديهم تؤثر في قرارك الاستثماري.	3.885	1.237	64.744	3.546	0.001	
4	يكون لديك ردة فعل سريعة لأي تغيير في قرارات المستثمرين الآخرين داخل السوق، وتقوم باتباعهم واتخاذ نفس قراراتهم الاستثمارية.	3.638	1.420	60.641	1.112	0.268	
	جميع الفقرات	3.815	1.064	63.590	3.379	0.001	

قيمة t الجدولية عند مستوى دلالة "0.05" ودرجة حرية "129" تساوي 1.6568

يتضح من الجدول (8) أعلاه ان المتوسط الحسابي لجميع فقرات المجال والذي يقيس مدى اعتماد المستثمرين الأفراد داخل

سوق رأس المال الفلسطيني على عامل القطيع عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، أن المتوسط الحسابي يساوي (3.815)، وأن المتوسط

الحسابي النسبي يساوي (63.59%)، وقيمة الاختبار T (3.379) وهي أكبر من قيمة T الجدولية البالغة (1.6568)، وأن القيمة

الاحتمالية (Sig.) تساوي (0.001) لذلك يعتبر هذا المجال دالاً إحصائياً عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لذلك يتم قبول الفرضية والقول:

يعتمد المستثمرون الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على ظاهرة القطيع عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية (المعاضيبي

والعباس، 2009)؛ (Goodfellow et al., 2009).

ويهدف معرفة مدى اعتماد المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني وفقاً لكل عامل من عوامل ظاهرة القطيع

(أثر المستثمرين الآخرين، قرارات الشراء والبيع والاختيار المتعلقة بالأسهم وحجم التداول، وسرعة القطيع) كالتالي:

جدول رقم 9. عوامل القطيع.

م	الفقرات	الحسابي المتوسط	المعياري الانحراف	النسبي الوزن	قيمة t	الدلالة مستوى
1	أثر المستثمرين الآخرين فيما يتعلق بقرار الشراء	4.046	1.238	67.436	5.030	0.000
2	أثر المستثمرين الآخرين فيما يتعلق بقرار بحجم التداول	3.692	1.483	61.538	1.479	0.142
3	أثر المستثمرين الآخرين فيما يتعلق بقرار البيع	3.885	1.237	64.744	3.546	0.001
4	أثر المستثمرين الآخرين فيما يتعلق بسرعة القطيع	3.638	1.420	60.641	1.112	0.268
	جميع الفقرات	3.815	1.064	63.590	3.379	0.001

يتضح من الجدول (9) أعلاه أن المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني يعتمدون بدرجة متوسطة على عوامل ظاهرة القطيع (قرار حجم التداول، قرار البيع، سرعة القطيع) حيث كان الوسط الحسابي لتلك العوامل (3.692، 3.885، 3.638) على التوالي. في حين كان الاعتماد بدرجة كبيرة في قرار الشراء على المستثمرين الآخرين حيث كان الوسط الحسابي لهذا العامل (4.046). هذا يعني أن قرارات المستثمرين الآخرين فيما يتعلق بنوع الأسهم وحجم الأسهم المختارة تؤثر في قرارات المستثمر الفرد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

اختبار الفرضية الرئيسية الثانية

H.2: يوجد تأثير للعوامل السلوكية على أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الافراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني. اعتمد الباحث على الانحدار الخطي البسيط والانحدار الخطي المتعدد في قياس العلاقة بين المتغيرات والمعطاه وفقاً للمعادلة التالية:

$$Y_i = \alpha + \beta X_i + \varepsilon_i \quad i = 1, 2, \dots, n$$

النموذج الخطي البسيط:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_n X_{in} + \varepsilon_i \quad i = 1, 2, \dots, n$$

النموذج الخطي المتعدد:

حيث إن معاملات النموذج وعنصر الخطأ العشوائي، تم إضافته مراعاة للصفة الاحتمالية للنموذج ويمثل الفرق بين القيم الفعلية والقيم النظرية، وبالتالي قد تكون قيمته موجبة أو سالبة، ومن أبرز الطرق المستعملة في تقدير معاملات النموذج هي طريقة المربعات الصغرى.

لاختبار الفرضية الثانية تم تجزئتها إلى الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الفرعية الأولى: يوجد تأثير للعوامل السلوكية ممثلة بنظرية الاستدلال في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

1. يوجد تأثير للتمثيل والاعتقاد في أداء المحفظة الاستثمارية.

تم إجراء عمل نموذج انحدار بسيط لعامل التمثيل والاعتقاد وأداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد، وقد تبين لدينا أن القيمة الاحتمالية لمعامل الانحدار تساوي (0.233)، وهي أكبر من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$)، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (1.197) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي 1.6568، وقد تبين أيضاً أن معامل التحديد يساوي (0.011)، وهذا يفسر ما نسبته 0.11% من التغيرات الحادثة في أداء المحفظة الاستثمارية، يرجع إلى عامل التمثيل والاعتقاد، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى، وتبين أن قيمة اختبار القدرة التنبؤية (F-statistic) منخفضة جداً ما يشير إلى عدم صلاحية النموذج للاستخدام و بناء على ما تقدم يتم رفض الفرضية والتأكيد على عدم وجود تأثير ذات دلالة احصائية لعامل التمثيل والاعتقاد في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

جدول 10. تحليل الانحدار لقياس أثر تطبيق نظرية الاستدلال من خلال "التمثيل والاعتماد" في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الافراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

Model	B	T	Sig.
(Constant)	3.227	8.450	0.000
التمثيل والاعتقاد	0.103	1.197	0.233
R	R Square	F	Sig.
0.105 ^a	0.011	1.434	.233 ^b

2. يوجد تأثير لعامل الثقة العالية في أداء المحفظة الاستثمارية

تم إجراء عمل نموذج انحدار بسيط لعامل الثقة العالية وأداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد، وقد تبين لدينا أن القيمة الاحتمالية لمعامل الانحدار تساوي (0.001)، وهي أقل من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$)، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (3.424) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي (1.6568)، وقد تبين أيضاً أن معامل التحديد يساوي (0.084)، وهذا يفسر ما نسبته (8.4%) من التغيرات الحادثة في أداء المحفظة الاستثمارية يرجع إلى

عامل الثقة العالية، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى، وتبين أن قيمة اختبار القدرة التنبؤية (F-statistic) مرتفعة مما يشير إلى صلاحية النموذج للاستخدام. وبناء على ذلك يتم قبول الفرضية والتأكيد على وجود تأثير ذي دلالة احصائية لعامل الثقة العالية في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

جدول 11. تحليل الانحدار لقياس أثر تطبيق نظرية الاستدلال من خلال "الثقة العالية" في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

Model	B	T	Sig.
(Constant)	2.718	9.241	0.000
الثقة العالية	0.248	3.424	0.001
R	R Square	F	Sig.
0.290 ^a	0.084	11.726	.001 ^b

3. يوجد تأثير لعامل التكلفة التاريخية في أداء المحفظة الاستثمارية

تم إجراء عمل نموذج انحدار بسيط لعامل التكلفة التاريخية وأداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد، وقد تبين لدينا أن القيمة الاحتمالية لمعامل الانحدار تساوي (0.001)، وهي أقل من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$)، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (3.313) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي (1.6568)، وقد تبين أيضا أن معامل التحديد يساوي (0.079)، وهذا يفسر ما نسبته (7.9%) من التغيرات الحادثة في أداء المحفظة الاستثمارية يرجع إلى عامل التكلفة التاريخية، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى، وتبين أن قيمة اختبار القدرة التنبؤية (F-statistic) مرتفعة مما يشير إلى صلاحية النموذج للاستخدام. وبناء على ذلك يتم قبول الفرضية والتأكيد على وجود تأثير ذي دلالة احصائية لعامل التكلفة التاريخية في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

جدول 12. تحليل الانحدار لقياس أثر تطبيق نظرية الاستدلال من خلال "التكلفة التاريخية" على أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

Model	B	T	Sig.
(Constant)	2.370	5.872	0.000

التكلفة التاريخية	0.306	3.313	0.001
R	R Square	F	Sig.
0.281 ^a	0.079	10.973	.001 ^b

4. يوجد تأثير لعامل المقامرة في أداء المحفظة الاستثمارية

تم إجراء عمل نموذج انحدار بسيط لعامل المقامرة وأداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد، فقد تبين لدينا أن القيمة الاحتمالية لمعامل الانحدار تساوي (0.003)، وهي أقل من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$)، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (3.039) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي (1.6568)، وقد تبين أيضاً أن معامل التحديد يساوي (0.067)، وهذا يفسر ما نسبته (6.7%) من التغيرات الحادثة في أداء المحفظة الاستثمارية يرجع إلى عامل المقامرة، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى، وتبين أن قيمة اختبار القدرة التنبؤية (F-statistic) مرتفعة ما يشير إلى صلاحية النموذج للاستخدام. وبناء على ذلك يتم قبول الفرضية والتأكيد على وجود تأثير ذي دلالة احصائية لعامل المقامرة في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

جدول 13. تحليل الانحدار لقياس أثر تطبيق نظرية الاستدلال من خلال "المقامرة" في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

Model	B	T	Sig.
(Constant)	2.690	7.999	0.000
المقامرة	0.243	3.039	0.003
R	R Square	F	Sig.
0.259 ^a	0.067	9.233	.003 ^b

5. يوجد تأثير لعامل توافر التحيز في أداء المحفظة الاستثمارية

تم إجراء عمل نموذج انحدار بسيط لعامل توافر التحيز وأداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد، فقد تبين لدينا أن القيمة الاحتمالية لمعامل الانحدار تساوي (0.005)، وهي أقل من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$)، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (2.835) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي (1.6568)، وقد تبين أيضاً أن معامل التحديد يساوي (0.059)، وهذا يفسر ما نسبته (5.9%) من التغيرات الحادثة في أداء المحفظة الاستثمارية يرجع إلى

عامل توافر التحيز، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى، وتبين أن قيمة اختبار القدرة التنبؤية (F-statistic) مرتفعة مما يشير إلى صلاحية النموذج للاستخدام. وبناء على ذلك يتم قبول الفرضية والتأكيد على وجود تأثير ذي دلالة احصائية لعامل توافر التحيز في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

جدول 14: تحليل الانحدار لقياس أثر تطبيق نظرية الاستدلال من خلال "توافر التحيز" في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين

الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني

Model	B	T	Sig.
(Constant)	2.710	7.702	0.000
توافر التحيز	0.248	2.835	0.005
R	R Square	F	Sig.
.243 ^a	0.059	8.035	.005 ^b

6. النموذج النهائي

تم إجراء انحدار متعدد لعوامل نظرية الاستدلال كافة لبيان أثرها مجتمعة في أداء المحفظة الاستثمارية لدى المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني حيث يبين الجدول رقم (15) أن القيمة الاحتمالية لمعاملات الانحدار أقل من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$)، ما يدل على قبول الفرضية والتأكيد على وجود تأثير ذي دلالة احصائية لنظرية الاستدلال في أداء المحفظة الاستثمارية، وقد تبين أيضاً أن معامل التحديد المعدل يساوي (0.166)، وهذا يفسر ما نسبته (16.6%) من التغيرات الحادثة في أداء المحفظة الاستثمارية يرجع إلى العوامل السلوكية المتعلقة بنظرية الاستدلال، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى وهذا يتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (صالح، 2014)، وتبين أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط المتعدد لان قيمة VIF أقل من (5).

جدول 15. نتائج نموذج الانحدار المتعدد لأثر عوامل نظرية الاستدلال في أداء المحفظة الاستثمارية.

Model	B	T	Sig.
(Constant)	1.681	3.366	0.001
التمثيل والاعتقاد	-0.154	-1.574	0.118
الثقة العالية	0.184	2.006	0.047

التكلفة التاريخية	0.209	1.766	0.080
المقامرة	0.042	0.437	0.663
توافر التحيز	0.231	2.534	0.013
VIF	R	R Square	F
1.425	0.407 ^a	0.166	4.936
			Sig.
			.000 ^b

الفرضية الفرعية الثانية: يوجد تأثير إيجابي للعوامل السلوكية ممثلة بنظرية التوقع في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

1. يوجد تأثير إيجابي لعامل تجنب الخسارة في أداء المحفظة الاستثمارية.

تم إجراء عمل نموذج انحدار بسيط لعامل تجنب الخسارة وأداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد، فقد تبين لدينا أن القيمة الاحتمالية لمعامل الانحدار تساوي (0.99)، وهي أكبر من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$)، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (0.013) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي (1.6568)، وقد تبين أيضاً أن معامل التحديد يساوي (0.00)، وهذا يفسر ما نسبته 0% من التغيرات الحادثة في أداء المحفظة الاستثمارية يرجع إلى عامل الثقة العالية، وتبين أن قيمة اختبار القدرة التنبؤية (F-statistic) منخفضة جداً ما يشير إلى عدم صلاحية النموذج للاستخدام. وبناء على ذلك يتم رفض الفرضية والتأكيد على عدم وجود تأثير ذي دلالة احصائية لعامل تجنب الخسارة في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

جدول 16. تحليل الانحدار لقياس أثر تطبيق نظرية التوقع من خلال "تجنب الخسارة" في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين

الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

Model	B	T	Sig.
(Constant)	3.662	9.263	0.000
تجنب الخسارة	0.001	0.013	0.990
R	R Square	F	Sig.
0.001 ^a	0.000	0.000	.990 ^b

2. يوجد تأثير إيجابي لعامل تجنب الندم في أداء المحفظة الاستثمارية

تم إجراء عمل نموذج انحدار بسيط لعامل تجنب الندم وأداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد، فقد تبين لدينا أن القيمة الاحتمالية لمعامل الانحدار تساوي (0.302)، وهي أكبر من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$)، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (-0.550) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي (1.6568)، وقد تبين أيضا أن معامل التحديد يساوي (0.002)، وهذا يفسر ما نسبته (0.02%) من التغيرات الحادثة في أداء المحفظة الاستثمارية يرجع إلى عامل المقامرة، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى، وتبين أن قيمة اختبار القدرة التنبؤية (F-statistic) منخفضة ما يشير إلى عدم صلاحية النموذج للاستخدام. وبناء على ذلك يتم رفض الفرضية والتأكيد على عدم وجود تأثير ذي دلالة احصائية لعامل تجنب الندم في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

جدول 17. تحليل الانحدار لقياس أثر تطبيق نظرية التوقع من خلال "تجنب الندم" على أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

Model	B	T	Sig.
(Constant)	3.864	10.390	0.000
تجنب الندم	-0.047	-0.550	0.583
R	R Square	F	Sig.
0.049 ^a	0.002	0.302	.583 ^b

3. يوجد تأثير إيجابي لعامل العمليات الذهنية في أداء المحفظة الاستثمارية

تم إجراء عمل نموذج انحدار بسيط لعامل توافر التحيز وأداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد، فقد تبين لدينا أن القيمة الاحتمالية لمعامل الانحدار تساوي (0.021)، وهي أقل من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$)، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (2.334) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي (1.6568)، وقد تبين أيضا أن معامل التحديد يساوي (0.041)، وهذا يفسر ما نسبته (4.1%) من التغيرات الحادثة في أداء المحفظة الاستثمارية يرجع إلى عامل العمليات الذهنية، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى، وتبين أن قيمة اختبار القدرة التنبؤية (F-statistic) مرتفعة ما يشير إلى صلاحية النموذج للاستخدام. وبناء على ذلك يتم قبول الفرضية والتأكيد على وجود تأثير ذي دلالة احصائية لعامل العمليات الذهنية في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

جدول 18. تحليل الانحدار لقياس أثر تطبيق نظرية التوقع من خلال "العمليات الذهنية" في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الافراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

Model	B	T	Sig.
(Constant)	2.709	6.409	0.000
العمليات الذهنية	0.241	2.334	0.021
R	R Square	F	Sig.
0.202 ^a	0.041	5.447	.021 ^b

4. النموذج النهائي

تم اجراء انحدار متعدد لعوامل نظرية التوقع كافة لبيان أثرها مجتمعة في أداء المحفظة الاستثمارية لدى المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني حيث يبين الجدول رقم (19) أن القيمة الاحتمالية لمعاملات الانحدار أكبر من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$)، مما يدل على رفض الفرضية والتأكيد على عدم وجود تأثير ذي دلالة احصائية لنظرية التوقع في أداء المحفظة الاستثمارية، وقد تبين أيضا أن معامل التحديد المعدل يساوي (0.055)، وهذا يفسر ما نسبته (5.5%) من التغيرات الحادثة في أداء المحفظة الاستثمارية يرجع إلى العوامل السلوكية المتعلقة بنظرية التوقع، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى، وتبين أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط المتعدد لان قيمة VIF أقل من (5).

جدول 19. تحليل الانحدار لقياس أثر تطبيق نظرية التوقع من خلال عواملها السلوكية مجتمعة في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الافراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

Model	B	T	Sig.	
(Constant)	3.032	5.868	0.000	
تجنب الخسارة	-0.004	-0.034	0.973	
تجنب الندم	-0.118	-1.176	0.242	
العمليات الذهنية	0.287	2.612	0.010	
VIF	R	R Square	F	Sig.

1.477	0.233 ^a	0.055	2.421	.069 ^b
-------	--------------------	-------	-------	-------------------

الفرضية الفرعية الثالثة: يوجد تأثير إيجابي للعوامل السلوكية ممثلة بعوامل السوق في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

تم إجراء عمل نموذج انحدار لعوامل السوق وأداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد، وقد تبين لدينا أن القيمة الاحتمالية لمعامل الانحدار تساوي (0.000)، وهي أقل من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$)، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (4.448) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي (1.6568)، وقد تبين أيضاً أن معامل التحديد يساوي (0.134)، وهذا يفسر ما نسبته (13.4%) من التغيرات الحادثة في أداء المحفظة الاستثمارية يرجع إلى عوامل السوق، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى، وتبين أن قيمة اختبار القدرة التنبؤية (F-statistic) مرتفعة جداً ما يشير إلى صلاحية النموذج للاستخدام. وبناء على ذلك يتم قبول الفرضية والتأكيد على وجود تأثير ذي دلالة احصائية لعوامل السوق على أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني. وهذا يتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Khan et al, 2015).

جدول 20. تحليل الانحدار لقياس أثر عوامل السوق في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني).

Model	B	T	Sig.
(Constant)	1.441	2.827	0.005
عوامل السوق	0.512	4.448	0.000
R	R Square	F	Sig.
0.366 ^a	0.134	19.784	.000 ^b

الفرضية الفرعية الرابعة: يوجد تأثير إيجابي للعوامل السلوكية ممثلة بعامل القطيع في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

تم إجراء عمل نموذج انحدار للعوامل السلوكية ممثلة بعامل القطيع وأداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد، فقد تبين لدينا أن القيمة الاحتمالية لمعامل الانحدار تساوي (0.011)، وهي أقل من مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$)، وقد

أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (2.589) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي (1.6568)، وقد تبين أيضا أن معامل التحديد يساوي (0.050)، وهذا يفسر ما نسبته (5%) من التغيرات الحادثة في أداء المحفظة الاستثمارية يرجع إلى عامل القطيع، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى، وتبين أن قيمة اختبار القدرة التنبؤية (F-statistic) مرتفعة ما يشير إلى صلاحية النموذج للاستخدام. وبناء على ذلك يتم قبول الفرضية والتأكيد على وجود تأثير ذي دلالة احصائية لعامل القطيع في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني. وهذا يتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Kengatharan,2014).

جدول 21. تحليل الانحدار لقياس أثر ظاهرة القطيع في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال

الفلسطيني.

Model	B	T	Sig.
(Constant)	2.738	7.349	0.000
ظاهرة القطيع	0.244	2.589	0.011
R	R Square	F	Sig.
.223 ^a	0.050	6.702	.011 ^b

النتائج والتوصيات

النتائج

بعد استعراض نتائج التحليل الاحصائي توصل الباحث إلى ما يلي:

1. يعتمد المستثمرون الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على الاستدلال عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ويتضمن الاستدلال خمسة عوامل هي: التمثيل والاعتیاد، والتكلفة التاريخية، والمقامرة، والثقة العالية، وتوافر التحيز.
2. يعتمد المستثمرون الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على التوقع عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ويتضمن التوقع ثلاثة عوامل هي: تجنب الخسارة، وتجنب الندم، والعمليات الذهنية.

3. يعتمد المستثمرون الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني على عوامل السوق بدرجة كبيرة عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وتشمل عوامل السوق: تقلبات السعر، ومعلومات السوق، وتوجهات أسعار الأسهم في الماضي، وتفضيلات العملاء، والمغالاة في ردة الفعل تجاه تغير الأسعار، وأساسيات التعامل داخل السوق.
4. يعتمد المستثمرون الأفراد على عامل القطيع بدرجة متوسطة عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وذلك من خلال التأثير بالمستثمرين الآخرين من حيث: قرارات الشراء والبيع والاختيار المتعلقة بالأسهم وحجم التداول، وسرعة القطيع.
5. أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير ذي دلالة إحصائية لنظرية الاستدلال (الثقة العالية، وتوافر التحير، والتكلفة التاريخية) في أداء المحفظة الاستثمارية، في حين لا يوجد تأثير لعامل التمثيل والاعتقاد في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.
6. أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية لنظرية التوقع (تجنب الخسارة، وتجنب الندم) في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل بورصة فلسطين.
7. أظهرت النتائج وجود تأثير ذي دلالة إحصائية لعوامل السوق في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.
8. أظهرت النتائج وجود تأثير ذي دلالة إحصائية لعامل القطيع في أداء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني.

التوصيات

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج يقدم الباحث التوصيات التالية:

1. على المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني إدراك العوامل السلوكية كافة وتفهمها والمنصوص عليها في نظرية التمويل السلوكي والتي تحكم تصرفاتهم داخل البورصة.
2. ضرورة قيام إدارة سوق رأس المال الفلسطيني بتوفير جميع المعلومات التي من الممكن أن تساعد المستثمرين في ترشيدهم قراراتهم.
3. يجب على المستثمرين متابعة تصرفات المنافسين والمستثمرين الآخرين قبل اتخاذ قرارات الاستثمار داخل سوق رأس المال.

4. من الضروري أن تكون عملية تفضيل أسهم الشركات بالاعتماد على نتائجها وليس عامل القطيع أو الانطباع الذهني فقط.
5. على المنظمات المهنية والمؤسسات الأكاديمية في فلسطين عقد المؤتمرات وورش العمل لتتقيف المستثمرين الأفراد بنظرية التمويل السلوكي وأثرها المتوقع في أداء الاستثمارات داخل سوق رأس المال.
6. إجراء المزيد من الدراسات لمعرفة مدى تأثير نظرية التمويل السلوكي في قرارات الاستثمار لدى كل من شركات الأشخاص وشركات الأموال في فلسطين.
7. ضرورة تتقيف المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني، وذلك من خلال توضيح بعض السلوكيات التي يقوم بها المستثمرون الأفراد، والتي من شأنها زيادة المخاطر، كالاحتفاظ بالأسهم الخاسرة أملاً في تعويض الخسائر، وأن توضح برامج التوعية الفرق بين تجنب الخسائر وتجنب المخاطر.

قائمة المراجع

المراجع العربية

1. الجبوري، مهدي عطية موحى. (2014). التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية، مجلة جامعة بابل-العلوم الإنسانية، 22(4)، ص ص. 784-812.
2. الحاج، طارق. (1998). علم الاقتصاد ونظريته، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، دار النشر والتوزيع.
3. حردان، طاهر حيدر. (1997) مبادئ الاستثمار، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، دار المستقبل للنشر والتوزيع.
4. حسين، حسين وليد وخضير، ابتهاج طال وحافظ، عبد الناصر علك. (2013). قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبة ومالية، 8(22)، ص ص. 226-236
5. الزبيدي، فراس خضير. (2010). أثر المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، 12 (3)، ص ص. 105-119
6. زيود وآخرون. (2007). دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد القرار الاستثماري، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث، 29 (1)، ص ص. 171-188.

7. صالح، شادي صبحي. (2014). أثر التحيزات العاطفية والادراكية للمستثمرين الأفراد على القرار الاستثماري: دراسة ميدانية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، 4 (1)، ص ص. 229-257
8. الطلاع، حمادة أحمد. (2010). دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الأزهر، غزة.
9. عتر، عمر؛ عثمان عتر. (2010). تباين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق (ناشئة-متقدمة) مجلة علوم إنسانية، العدد(45)، ص ص. 1-23
10. عتيق، إبراهيم محمد. (2005). تقييم واقع القرار الاستثماري في سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة دراسات- العلوم الإدارية، 32 (2)، ص ص. 249-262
11. العويسي، سمير عبد الدايم حسن. (2010). تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة)، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة.
12. محمد، نورية عبد. (2012). أثر الاستثمار الأجنبي في مستقبل الاستثمار المحلي العربي-دراسة تحليلية قياسية لبعض دول الخليج العربي للمدة 1992-2010، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة سانت كليمنتس.
13. المعاضيدي، معن وعد الله والعباس، حسن صبحي. (2009). تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل 31 (94)، ص ص. 105-129
14. مقداد، محمد والفرا ماجد، 2004، مناهج البحث العلمي والتحليل الإحصائي في العلوم الإدارية، الطبعة الأولى، غزة، فلسطين، دار المقداد للطباعة.
15. نجم، أنور. (2006). مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة.
16. هاغستروم، روبيرت. (2007). الاستثمار في الأسهم على طريقة وورن بفت، ترجمة مروان أبو جيب، الطبعة الأولى، الرياض، مكتبة عبيكان.

المراجع الأجنبية

17. Alireza, Turany-Rad & Stephen Kirkpy.(2005).Investigation of Investors Overconfidence Familiarity and Socialization , Journal of Accounting and Finance, 45 (2),PP.283-300.

18. Barberis, N., Thaler, R. (2003). A Survey of Behavioral Finance. In: Constantinides, G., Harris, M., Stulz, R. (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*. North- Holland, Amsterdam.
19. Bennet, E.,Selvam, M.,Indhumathi, G.,Ramkumar, R.R.,Karpagam,V.(2011), Factors Influencing Retail Investors' Attitude Towards Investing in Equity Stocks:A study in Tamil Nadu.*Journal of Modern Accounting and Auditing*, 7 (3),PP.316-321.
20. Caparrelli, F.D., Arcangelis, A.M and Cassuto, A. (2004). Herding in the Italian Stock Market: A Case of Behavioral Finance. *Journal of Behavioral Finance*, 5 (4), PP.222– 230.
21. Daniel, Nevins.(2004). Goal-Based Investing Integrating Traditional and Behavioral Finance, *The Journal of Wealth Management*, Spring 2004.
22. DeBondt, W.F.M. and Thaler, R. (1995). Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, 40 (3), PP.793–805.
23. Dimitrios,I. M., (2007) Investors' Behaviour in the Athens Stock Exchange (ASE) *Journal of Accountancy*, Vol. (120), pp.67-72.
24. Evans, D.A. (2006). Subject Perceptions of Confidence and Predictive Validity in Financial Cues. *Journal of behavioral Finance*, 7 (1), PP.12–28.
25. Filbeck, G., Hatfield, P. and Horvath, P. (2005). Risk Aversion and Personality Type. *Journal of Behavioral Finance*, 6 (4), PP. 170–180.
26. Forgeel, O. and Berry, T. (2006). The Disposition Effect and Individual Investor Decisions: The Roles of Regret and Counterfactual Alternatives. *Journal of Behavioral Finance*, 7 (2), PP. 107–116.
27. Geetha, S.N., Vimala, K. (2014), Perception of Household Individual Investors Towards Selected Financial Investment Avenues. *Procedia Economics and Finance*, Vol.(11), PP.360-374.
28. Goodfellow C., Bohl M.T., Gebka B. (2009), Together We Invest? Individual and Institutional Investors'Trading Behavior in Poland. *International Review of Financial Analysis*, Vol. (18),PP. 212-221.
29. Islamoğlu, Mehmet, Apan, Mehmet, Ayvali,Adem (2015). Determination of Factors Affecting Individual Investor Behaviours: A Study on Bankers, *International Journal of Economics and Financial*, 5(2), pp.531-543.
30. Jagongo, Ambrose, Mutswenje, Vincent S.(2014).A Survey of the Factors Influencing Investment Decisions: The Case of Individual Investors at the NSE, *International Journal of Humanities and Social Science*, International Journal of Humanities and Social Science, 4(4),Special Issue.PP.92-102
31. Jagongo, Ambrose and Mutswenje, Vincent S.(2014). A Survey of the Factors Influencing Investment Decisions: The Case of Individual Investors at the NSE, *International Journal of Humanities and Social*, 4 (4), pp.92-102.
32. Kahneman, D. and Tversky, A. (1974). Prospect Theory: An Analysis of Decision-Making Under Risk', *Econometrica*, 47 (2), PP.263–291.

33. Kallinterakis, V., Munir, N. and Markovic, M. R. (2010). Herd Behavior, Illiquidity, and Extreme Market States: Evidence from Banja Luka. *Journal of Emerging Market Finance*, 9 (3), PP.305–324.
34. Kengatharan, Lingsiya. (2014).The Influence of Behavioral Factors in Making Investment Decisions and Performance: Study on Investors of Colombo Stock Exchange, Sri Lanka, *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6 (1),PP.1-23.
35. Khan, Fatima, Afrin, Farhana, Miza Arifur Rahman.(2015) Factors Influencing Investors' Decisions in Stock Market Investment in Bangladesh [A Study on Khulna City] , *Journal of Finance and Accounting*, 3(6): 198-204.
36. Kim, K. and Nofsinger, J. (2008). Behavioral Finance in Asia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16 (1-2),PP. 1–7.
37. Lai, M. (2001). Are Malaysian Investors Rational? *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2 (4),PP. 210–215.
38. Lathif, Abdul and Aktharsha Syed.(2016). Determinants of Investment Decision-Making: Behavioral Perspective, *Journal of Indian Management*, April - June ,PP122-128
39. Lehenkari, M. and Perttunen, J. (2004). Holding Onto the Losers: Finish Evidence. *The Journal of Behavioral Finance*, 5 (2), PP.116–126.
40. Lodhi, S. (2014), Factors Influencing Individual Investor Behavior: An Empirical Study of City Karachi, *Journal of Business and Management*, 16 (2), PP.68-76.
41. Markowitz, H. (1952), Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7 (1), PP.77-91.
42. Mehmet, Islamoğlu , Mehmet Apan, Adem Ayvali.(2015). Determination of Factors Affecting Individual Investor Behaviors: A Study on Bankers, *International Journal of Economics and Financial*, 5 (2), PP.531-543.
43. Mohd I. M. Alnajjar1.(2013) Behavioral Inferences of Tadawul Investor *International Journal of Business and Management*; 8 (24), pp.17-24
44. Odean, T. (1998). Volume, Volatility, Price and Profit When All Trades are Above Average. *Journal of Finance*, 53 (6), PP.1887–1934.
45. Orléan, A., (1995), Bayesian interactions and collective dynamics of opinion. *Journal of Economic Behavior and Organisation* 28.
46. Ritter, J. R. (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance, Journal*, 11 (4), PP. 429- 437.
47. Rockenbach, B. (2004). The Behavioral Relevance of Mental Accounting for the Pricing of Financial Options. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 53 (4), PP.513– 527.
48. Sashikala P. & Girish G. P.(2015). Factors Influencing Retail Investor's Trading Behavior in Indian Equity Market. *International Journal of Business and Management*; 10 (11), PP.206-211.
49. Shefrin,H.(2011)Behavioural Corporate Finance, Available at:
<http://bbs.cenet.org.cn/UploadImages/20055612105669608.pdf> (accessed 25th December 2011).

50. Shiller R, J. (1999) , Human Behavior and the Efficiency of the Financial System, New York , John Wiley & Sons.
51. Sukanya.R,(2015), Impact of Behavioural biases in Portfolio Investment Decision Making Process, 4(4),PP.1277-1289.
52. Tabassum Sultana, S., Pardhasaradhi, S. (2012), An Empirical Analysis of Factors Influencing Indian Individual Equity Investors' Decision Making and Behavior. *European Journal of Business and Management*, 4 (18), PP.50-61.
53. Tan, L., Chiang, T. C., Mason, J. R. and Nelling, E. (2008). Herding Behavior in Chinese Stock Markets: An Examination of A and B Shares. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16 (1-2), PP.61–77.
54. Topol, R., (1991), Bubbles and volatility of stock prices: Effect of mimetic contagion. *Economic Journal*, 101 (407), pp. 786-800
55. Waweru, N., M., Munyoki, E., and Uliana, E. (2008). The Effects of Behavioral Factors in Investment Decision-Making: A Survey of Institutional Investors Operating at the Nairobi Stock Exchange. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 1 (1), PP. 24-41.

Behavioral Factors Determining the Decisions of Individual Investors and their Impact on the Performance of the Investment Portfolio

"An Empirical analysis from Palestinian Security Exchange"

Jameel H. Alnajjar

Department of Finance and Banking, Faculty of Administrative and Economic Sciences, Al

Quds Open University - Gaza

jnajjar@qou.edu

Abstract

The study aimed to apply the behavioral finance theory through exploring the behavioral factors that influence the individual investor's decisions, and then demonstrate the impact of those factors on the performance of the investment portfolio. The study used the analytical descriptive approach, and applied it to a random sample of individual investors at the Palestinian Security Exchange through brokerage firms operating in Palestine. 180 questionnaires were distributed to the study sample; 130 of them have been recovered. The results show that there are four behavioral factors that affect the investment decisions of the individual investors at the Palestinian Security Exchange: Heuristic, Prospect, Market factor, and Herding factor. In addition, the behavioral factors have positive impact on the investment portfolio. The study recommended that the individual investors at the Palestinian Security Exchange need to understand all the behavioral factors set forth in the behavioral finance theory that direct their decisions at the market.

Keywords: Behavioral finance, Heuristic theory, Prospect theory, Market factor, Herding Factor, Performance of Investment Portfolio.