

توسيط تقييم البدائل الاستثمارية في العلاقة بين التحيزات السلوكية واتخاذ قرار الاستثمار بالتطبيق على الشركات المصرية المدرجة في البورصة المصرية

أ.د. د. عبدالحكيم أحمد ربيع نجم

أستاذ إدارة الاعمال

كلية التجارة – جامعة المنصورة

أ.د. سعد عبد الحميد مطاوع

أستاذ الإدارة المالية والبنوك

كلية التجارة – جامعة المنصورة

الباحثة/ منى أحمد عبد الوهاب عرب

مدرس مساعد بقسم إدارة الأعمال

أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

ملخص البحث : تناول الباحثون في هذا البحث دور تقييم البدائل الاستثمارية في العلاقة بين التحيزات السلوكية واتخاذ قرار الاستثمار بالتطبيق على الشركات المصرية المدرجة في البورصة المصرية وتم تصميم نموذج مقترح للدراسة لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة. كما تم تصميم قائمة استقصاء ، واستخدم البرنامج الإحصائي SPSS و AMOS لتحليل العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين المتغيرات. وبلغ حجم العينة (329) مفردة وعدد القوائم المستردة والصحيحة (301) قائمة بنسبة استجابة (91%) من إجمالي حجم عينة البحث. وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط معنوية ايجابية بين التحيزات السلوكية واتخاذ قرار الاستثمار وتقييم البدائل الاستثمارية . وتوصل البحث الى وجود تأثير معنوي إيجابي لبعض أبعاد التحيزات السلوكية على بعدي تقييم البدائل الاستثمارية في الشركات محل الدراسة ، كما توصل البحث إلى وجود تأثير معنوي إيجابي لبعض من التحيزات السلوكية و اتخاذ قرار الاستثمار كذلك توصل البحث إلى وجود تأثير معنوي إيجابي بين تقييم بدائل الاستثمار واتخاذ قرار الاستثمار. وتوصل البحث إلى وجود دور وسيط إيجابي في العلاقة بين التحيزات السلوكية واتخاذ قرار الاستثمار. ومن أهم توصيات البحث وجوب زيادة الثقافة المالية لمتخذي القرار وذلك للتغلب على التحيزات السلوكية التي تؤثر عليهم عند اتخاذ قرار الاستثمار.

Abstract: The researchers examined role of the investment alternatives evaluation in the relationship between Behavioral biases and investment decision taking applied to Egyptian listed companies. A proposed model was designed to test the relationship between the research variables. Therefore, a questionnaire survey was conducted and then directed to the Investment decision takers at their companies. In order to analyze the data of the research, the statistical programs SPSS and AMOS were used, and then calculate Pearson correlation coefficients and the direct and indirect relationships. The sample size was (329) and the number of recovered and correct lists was (301) with (91%) response rate of the total size of the sample.

The Findings revealed a positive significant correlation between the variables of the study. It also confirmed the existence of a direct positive significant effect of some behavioral biases on both estimating cash flows and determining the discount rate. The results proved that all dimensions of behavioral biases that were studied except Availability Bias did not significantly affect indirectly on the investment decision-making when mediating the Estimation of cash flows. The results also demonstrated that all the dimensions of the behavioral biases that were studied did not significantly indirectly affect the investment decision-making when mediating the determination of the discount rate.

One of the most important recommendations of the research is the necessity of increasing the financial knowledge of decision-makers in order to overcome the behavioral biases that affect them when making an investment decision.

مقدمة :

يعتمد الفكر التقليدي لاتخاذ القرارات على وصف متخذ القرار بأنه اقتصادى بطبيعته و يتصرف بمنتهى الرشذ حيث يحدد الأهداف التى تحقق له أكبر منفعة ممكنة ثم يقوم بدراسة جميع البدائل الممكنة واختيار البديل الذى يحقق هذه الأهداف وبذلك يكون متخذ القرار قد طبق نظرية تعظيم المنفعة (خليفة ، 2006).

وعند الأخذ فى الاعتبار أن من يتخذ القرار هو الإنسان وأن صفة الإنسانية تحمل فى طبيعتها العديد من العوامل أو المتغيرات المعقدة والتي لا نستطيع إغفالها أو حتى إغفال الآثار المترتبة على وجودها (الجزيرى ، 2001) . يظهر الاتجاه الحديث فى التمويل الذى يؤكد على أن التمويل السلوكى قد أصبح جزءاً لا يتجزأ من عملية صنع القرار حيث أن سلوك متخذ القرار يتعرض لمدى واسع من عدم الرشذ وذلك بسبب المشاعر والأحاسيس التى تؤثر على عملية اتخاذ القرار ، الأمر الذى يمكن معه القول بأنه يصعب ضبط سلوك متخذ القرار وخاصة مع وجود مشاعر مثل الخوف ، والطمع ، الأسى ، الثقة الزائدة ، التفاؤل أو التشاؤم وغيرها من التحيزات التى تؤثر على متخذ القرار ومن هنا تظهر أهمية الدور الذى يمكن أن يلعبه التمويل السلوكى فى تفسير القرارات التى يتخذها متخذ القرار وكذلك فى تفسير اتخاذ قرارات تختلف عما هو متوقع فى ظل النظرية الاقتصادية . (أحمد ، 2016) ، (منسي ، 2009)

ومع معرفة أن متخذ القرار إما أن يكون مستثمر فرد تنحصر آثار قراراته على ثروته الشخصية فقط ، أو أن يكون مدير شركة تمتد آثار قراراته إلى الشركة التى يديرها . تظهر أهمية دراسة تلك التحيزات بالنسبة لمديرى الشركات لأن قراراتهم لا تؤثر فقط عليهم مثل المستثمرين الأفراد ولكن على شركاتهم وعلى قيمة تلك الشركات فى السوق وكذلك تمتد آثار هذه القرارات على كل ذوى المصالح المرتبطة بتلك الشركات . كما يلاحظ أن معظم الدراسات التى تناولت التمويل السلوكى اهتمت بالمستثمرين الأفراد ويوجد نقص فى الدراسات التى تناولت العلاقة بين التحيزات السلوكية واتخاذ المديرين للقرارات فى حدود علم الباحثين . وعلي ضوء ما تقدم يهتم الباحثون فى هذه الدراسة

بالسعي نحو التعرف على تأثير بعض التحيزات السلوكية لمديري الشركات على القرارات الاستثمارية التي يتخذها هؤلاء المديرين وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية .

أولاً : الاطار النظري :

يتناول هذا البحث ثلاثة متغيرات أساسية الأول وهي التحيزات السلوكية ، الثاني تقييم البدائل الاستثمارية والثالث اتخاذ قرار الاستثمار وسيتناول الباحثون هذه المتغيرات من خلال ما ورد بالدراسات السابقة ذات الصلة بمتغيرات البحث على النحو التالي:

1- التحيزات السلوكية :

بداية يمكن القول أنه قبل توضيح ماهية التحيزات السلوكية يجب توضيح مفهوم التمويل السلوكي عموماً حيث توجد العديد من التعريفات التي تتعلق بالتمويل السلوكي حيث عرف *Thaler* (1993) التمويل السلوكي بأنه تمويل بسيط منفتح الذهن. بينما قدم *Olsen* (1998) تعريفاً للتمويل السلوكي ، بأنه تدعيم للنظرية الحديثة للتمويل ، عن طريق الاهتمام بدراسة الجانب السلوكي في عملية اتخاذ القرارات . وعرف *McGoun* و *Frankfurter* (2001) التمويل السلوكي بأنه فرع من فروع علم التمويل ، تم فيه دمج مجموعة من نظريات علم النفس وعلم النفس الاجتماعي ، في محاولة لتفسير القرارات المالية . أما *Sewell* (2005) فقد عرف التمويل السلوكي بأنه ذلك المدخل الذي يهتم بدراسة تأثير العوامل السيكولوجية وما يتبعها من تأثيرات ، على الأسواق المالية وبما يساعد في توضيح أسباب عدم كفاءة هذه الأسواق المالية . ويرى *Fama* (2014) أن التمويل السلوكي هو مجموعة من الأدبيات المهمة بالهجوم على مفهوم كفاءة السوق. كما عرف (البغدادي ، بدون سنة) التمويل السلوكي بأنه يتناول تفسير الكيفية التي تؤثر بها العواطف على قرار المستثمرين والتي تنطوي على المبالغة في تقييم الأوراق المالية في بعض الأحيان والتخفيض الحاد في قيمتها في أحيان أخرى ، كما يفسر التمويل السلوكي أيضاً ردود الأفعال والانحرافات التي تحدث في سلوك المستثمر والتي غالباً ما تؤدي إلى خسائر غير متوقعة .

قدم *Statman* (2014) وصفا شاملا للتمويل السلوكي "يستبدل التمويل السلوكي الأشخاص الطبيعيين بدلا عن الأشخاص العقلانيين للتمويل القياسي، فهو يضع نظرية سلوكية بديلة للنماذج المالية التي تحدد العوائد المتوقعة في ضوء المخاطر فقط ، إن مجال التمويل السلوكي يتجاوز تسعير الأصول وكفاءة السوق لاستكشاف سلوك المستثمرين والمديرين بطرق مباشرة وغير مباشرة، وعلاقة الخيارات المالية بالثقافة والمسئولية الاجتماعية والرغبات العاطفية".

ويستنتج الباحثون مما سبق أن التمويل السلوكي هو " فرع من فروع علم التمويل يحاول تفسير القرارات المالية التي يتخذها صاحب القرار سواء كان مستثمر أو مدير وذلك عن طريق الاهتمام بدراسة الدوافع النفسية والاجتماعية بجانب الظروف الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر في عملية صنع القرار ، وذلك بالاستناد على علم النفس وعلم النفس الاجتماعي وعلم التمويل".

في ضوء ماسبق فإنه يمكن للباحثين عرض أهم التحيزات التي تناولتها الدراسات التي اهتمت بمجال التمويل السلوكي فيما يلي :

1-1-تحيز الثقة المفرطة (Overconfidence Bias) :

يمكن تعريف الثقة المفرطة بأنها ميل الشخص لتضخيم قدراته المعرفية ومهارته الاستثمارية ، حيث يميل للمبالغة في تقدير المهارات الخاصة به في مجال الأنشطة المالية ويؤكد (Plous, 1993) على أنه أحد أكثر التحيزات شيوعا في مجالات اتخاذ القرار .

يعتقد المديرون الماليون بأن لديهم المهارات اللازمة للتنبؤ الدقيق بتحركات السوق في المستقبل نتيجة امتلاكهم لميزة معلومات نسبية وتزداد هذه الثقة بتوالي النجاحات وتنخفض بنسبة أقل مع توالي الخسائر ويرجع ذلك إلى أن الفرد يميل إلى أن يعزو أي نجاح يحققه إلى مجهوده الشخصي ومهاراته الذاتية في حين يعزو الفشل إلى أمور خارجة عن سيطرته (Adam et al., 2015). كما يميل هؤلاء المديرين مفرطي الثقة إلى المبالغة في تقدير احتمال تحقق النتائج الجيدة والتقليل من احتمال تحقق النتائج السيئة (Heaton, 2002). كما يمكن القول بأن متخذ القرار مرتفع الثقة دائما ما يببالغ في تقدير دقة

تنبؤاته ، ويعتقد دائماً أن قدراته أعلى من زملائه كما يبالغ في تقدير قدراته على التحكم في الأحداث. (Ben-David et al.,2013).

1-2- التمثيل (Representativeness) :

يرجع الفضل في تسليط الضوء على هذا النوع من التحيز الإدراكي إلى (Kaheman and Tversky ,1979) حيث عرفاه بأنه ميل الأفراد إلى محاولة التعامل مع الأسهم على أنها ضمن فئة معينة أو التعامل مع الحدث على أنه ناتج مجموعة من الأحداث الأخرى وما يترتب على ذلك من إهمال للخصائص الفردية للسهم أو الحدث . ونتيجة لهذا الخطأ يتم التنبؤ بسلوك سهم ما اعتماداً على تشابهه في الخواص الرئيسية مع أسهم أخرى وإهمال الخصائص الأخرى للسهم التي قد ينتج عنها تنبؤ مختلف تماماً .

واعتمد معظم الباحثين على هذا التعريف في كتاباتهم إلا أن (Shefrin ,2001) أضاف أن تحيز التمثيل هو بمثابة تحيز لاستخدام القوالب الجاهزة (السلوك المكرر) في التعامل مع مختلف الأمور كما أشار إلى أن المستثمر في هذه الحالة يميل إلى الإهتمام بعملية التصنيف ذاتها ، مما يكون له الأثر السلبي على صحة القرارات التي يتخذها .

ويشير هذا التحيز إلى ميل الأفراد لمقارنة الأشياء بعضها البعض، وبذلك يتخذون القرارات بناء على هذا التشابه وهو أمر يوقعهم في الخطأ لأن الأشياء لا تتشابه مع بعضها البعض في كل الجوانب (Gilovich & Savitsky,200).

1-3- تحيز التفاؤل الشديد (Over-Optimism Bias) :

يشير هذا التحيز إلى ميل الأفراد إلى الاعتقاد بأنهم في خطر أقل تعرضاً لحدث سلبي بالمقارنة بالآخرين المعرضين لنفس الموقف (O'Sullivan, 2015). ويقود هذا التحيز في المواقف الإيجابية الأفراد لمزيد من الثقة بالنفس في حين يقودهم في المواقف السلبية إلى الانخراط في قرارات محفوفة بالمخاطر وعدم اتخاذ تدابير وقائية كافية (Shepperd et al., 2002).

عرف (2002) Montier مشكلة التفاؤل الشديد بأنه ميل الأفراد إلى المبالغة في تعظيم قدراتهم على التنبؤ بالمستقبل وعلى صحة القرارات التي يتخذونها . بينما قدم (2002) Frey and Stutzer تعريفاً آخر لمشكلة التفاؤل الشديد بأنه الوضع الذي يكون فيه الأفراد في وضع مماثل تماماً لبعضهم البعض وبالرغم من ذلك يرى أحدهم أن الأحداث المستقبلية ستكون في صالحه أكثر من غيره من الأفراد الذين هم في نفس الموقف .

1-4-4- تحيز مقاومة التغيير (Conservatism):

أشار (2002, Montier) إلى أن هذا النوع من التحيز هو بمثابة تمسك زائد بالأراء والتوقعات التي تم التوصل إليها سابقاً حيث يرى هذا الشخص المتحفظ (متخذ القرار) أنه من الصعب أن يتخلى عن هذه التوقعات والأراء بسهولة .

كما رأى (2001, Shefrin) أن مشكلة مقاومة التغيير غالباً يعاني منها الأفراد ذوى الثقة الزائدة. حيث أن هذا النوع من التحيز يجعل الأفراد تتباطأ في تحديث أو تغيير معتقداتهم بالرغم من وصول معلومات جديدة تستوجب سرعة تغيير هذه المعتقدات أي أنه سبب أساسي من أسباب رد الفعل المتأخر *Under react* عند وصول معلومات جديدة . أما (2012, Pompain) فقد ربط هذا التحيز بحالة عدم قدرة الفرد على إيجاد تصنيف أو جذور لهذا الحدث الذي استجد (*Representativeness*) وبالتالي يلجأ إلى عدم الالتفات له والتمسك بالاعتقادات السابقة لوصول هذا الحدث.

1-5-5- تحيز التيسر / التوافر (Availability Heuristic Bias)

يشير هذا التحيز السلوكي إلى ميل الأفراد إلى اتخاذ القرارات السهلة مما يؤدي لاتخاذ قرارات دون المستوى الأمثل. كما يمكن القول بأنه يقصد بهذا التحيز أن متخذ القرار غالباً ما يلجأ إلى التعامل مع البيانات والتحليلات المتوافرة والمتاحة بسهولة فمثلاً يتجه إلى الاستثمار في الأسهم التي تهتم بها وسائل الاعلام حتى وإن كان في هذا فقدان فرصة الاستثمار في أسهم أخرى سوف يبذل جهداً كبيراً في الحصول على معلومات عنها ، الأمر الأكثر خطورة أن يعتمد متخذ القرار على مصادر البيانات والتحليلات الأيسر في الوصول إليها بدون التحقق من

جودة هذه البيانات بل الأخطر من ذلك هو أن يحاول تكيف عقله (اقناع نفسه)
جودة هذه المصادر وهو ما يعرف بخطأ التكيف *Adjustment Bias*.

وتناولت دراسة *Kahneman and Tversky (1979)* هذا الخطأ الإدراكي في صورة أخرى وهي أن يلجأ المستثمر في تحليل موقف شركة ما إلى البيانات والمعلومات الحديثة المتاحة الآن فقط في حين قد تكون بعض المعلومات عن تاريخ الشركة وأدائها الماضى في منتهى الأهمية ولكنه يختار استخدام البيانات المتاحة .

1-6- تحيز التأكيد (Confirmation) :

يميل الأفراد إلى البحث عن واستدعاء المعلومات التي تؤكد المعتقدات والفرضيات السابقة لدى الفرد مع تجاهل المعلومات التي تتعارض مع هذه المعتقدات والفرضيات. فالأفراد يقومون بتذكر المعلومات بشكل إنتقائي وتفسيرها بطريقة متحيزة خاصة فيما يتعلق بالقضايا المرتبطة بالمشاعر أو المعتقدات الراسخة (Scott, 1993).

وعرف (Montier , 2002) هذا النوع من التحيز بأنه اصرار المستثمر أو الفرد بصفة عامة على البحث عن المعلومات التي تؤكد معتقداته ويهمل جميع المعلومات والاشارات الأخرى التي تتناقض مع معتقداته . وأضاف (Pompain , 2006) أن هذا النوع من التحيز الإدراكي هو بمثابة محاولة لاقناع النفس بالمعتقدات والآراء عن طريق البحث عن أى معلومة قد يمكن تكيفها لتعزز هذا المعتقد وإهمال المعلومات والظواهر التي قد تتعارض مع معتقدات الشخص وأرائه .

1-7- تحيز سلوك القطيع (Herd Behavior Bias) :

يشير هذا التحيز السلوكي إلى ميل الأفراد إلى نسخ سلوك الآخرين. ولا يكون سلوك القطيع غير عقلاني دائما خاصة في حالة وجود عوامل خارجية تجبر الفرد على التصرف بهذا الشكل، فقد يعتمد اتباع سلوك القطيع على سبب مثل الخوف أو ضرورة التخمين كما في حالة مواجهة إفلاس بنكي مثلا (Devenow & Welch, 1996). وأشار Chaiken (1980) إلى أن

القرارات المحيرة التي تحتاج لقدر كبير من المعلومات لدراستها أو يجب اتخاذها في وقت قصير تجبر المستثمرين على تقليد السلوك، أما تناول الجانب غير العقلاني لسلوك القطيع فيرتبط بوجود حالة من الغموض وعدم اليقين حيث يتصرف بعض المستثمرين بناء على معلومات يقف امامها المستثمرون الآخريين عاجزين عن التصرف فيقومون بتقليد السلوك دون تفكير (Fernández et al., 2011). يتأثر المستثمرون أيضا بقرارات المديرين الماليين للشركات لأنهم يعتقدون أنهم يتصرفون بناء على معلومات دقيقة وبشكل سليم ولذلك تكون استجاباتهم لعمليات الاستحواذ إيجابية في أغلب الحالات (Schijven & Hitt, 2012).

بينما اهتمت دراسة (Mensah and Yang 2008) بسلوك القطيع بين المحللين الفنيين حيث عرفت سلوك القطيع بأنه : اتجاه متخذى القرار والمحللين الفنيين لتغيير طريقة تفسيرهم وتحليلهم للمعلومات المتاحة لديهم لجعل قراراتهم أقرب ما تكون للقرارات والتحليلات الأخرى السائدة فى السوق .

وقدمت دراسة (Chaing and Zheng 2010) تعريفا مبسطا مفسرا لسلوك القطيع حيث عرفته بأنه " ذلك السلوك الذى يلجأ اليه المستثمرون الذين لا تتوفر لديهم المعلومات والمعرفة الكافية لاتخاذ قرار استثمارى ما فيتمدون محاكاة سلوك جماعة من المستثمرين الذين يثقون فى رشد قراراتهم الاستثمارية ، حيث أنهم يرون بذلك أنهم استفادوا بطريقة غير مباشرة من المعلومات المتاحة لهؤلاء المستثمرين .

ومن التعريفات السابقة يمكن تعريف سلوك القطيع بما يتماشى مع طبيعة الدراسة بأنه اتجاه مجموعة من المديرين أو متخذى القرار إلى محاكاة سلوك بعضهم البعض أو السلوك السائد فى السوق حتى وإن كانت معلوماتهم وتحليلاتهم تتنافى مع هذا السلوك .كما يود الباحثون التنويه إلى أفضلية المساعدة على تغيير المصطلح المنتشر من سلوك القطيع إلى سلوك الأقران حيث أنه الأنسب في وصف الإنسان.

2- اتخاذ قرار الاستثمار :

تتميز بيئة الأعمال في الوقت الحاضر بالديناميكية والوقوع تحت تأثير العديد من العوامل الداخلية والخارجية التي تتغير باستمرار وذلك نتيجة التغيرات الاقتصادية العالمية والتطورات التكنولوجية المتواترة لدرجة تصبح معها بيئة الأعمال في أغلب الأوقات غير مستقرة. في مثل هذه البيئة المعقدة وسريعة التغير يواجه المديرون العديد من المشاكل في عملهم التي قد تحدث بشكل يومي ومن أجل حل هذه المشاكل يجب عليهم اتخاذ العديد من القرارات بسرعة، ويسبب ذلك للمديرين مواقف عديدة غير مألوفة ويترتب عليها شعور المديرين بالتوتر في ظل بيئة تتغير سريعاً وأنهم في حاجة لقرارات كثيرة وسريعة (Toffler, 1980). وخلص Mark (1997) أن أصعب مهام الإدارة تتمثل في اتخاذ القرار الصحيح في التوقيت المناسب، وهي عملية معقدة وتتطلب الكثير من التحليل للوصول للقرار الأمثل وتزيد صعوبة مهمة اتخاذ القرار خاصة إذا كانت البدائل المفضلة غير مجدية (Nutt, 1998).

ويمثل اتخاذ القرار المناسب أحد المراحل الهامة في عملية صنع القرار، ويمكن القول أن صنع أي قرار استثماري مهما اختلف نوعه وهدفه لا بد وأن يتبع ست خطوات وهي : تحديد الموقف أو المشكلة ، جمع البيانات ذات الصلة بالقرار ، تحديد البدائل المتاحة والممكنة ، تقييم البدائل المتاحة ، تنفيذ القرار ومتابعة الآثار المترتبة على القرار (McLaney, 2009) .

3- تقييم البدائل الاستثمارية :

وهي من المراحل الهامة والحاسمة في عملية صنع القرار وتأتي بعد تحديد البدائل المتاحة أو الممكنة يتم تقييم تلك البدائل حتي يمكن اختيار البديل الأمثل وذلك باستخدام البيانات ذات الصلة بالقرار ، ويتم تقييم البدائل المختلفة واختيار البديل الأمثل في ضوء قدرة كل بديل علي تحقيق الأهداف المطلوبة. ويتم هذا التقييم باستخدام عدة طرق ، ومن أهم طرق تقييم البدائل الاستثمارية وأكثرها شيوعاً ما يأتي : (Goyat & Nain, 2016)

1- صافي القيمة الحالية ((The Net Present Value (NPV)) : هي عملية يتم من خلالها حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من المقترح الاستثماري باستخدام تكلفة رأس المال كمعدل خصم. ويتم تحديد صافي التدفقات النقدية بالفرق بين إجمالي التدفقات النقدية الداخلة من المشروع وإجمالي التدفقات النقدية الخارجة اللازمة للمشروع. وعندما يكون صافي القيمة الحالية موجبا يتم قبول المشروع ولو كانت سالبة يتم رفضه، أما في حالة كانت مساوية للصفر فلا بد من أخذ المزايا غير المالية في الاعتبار للوصول لقرار.

2- معدل العائد الداخلي ((The Internal Rate of Return (IRR)) : معدل تحدد فيه الأرباح المحتملة للأصل الاستثماري على أساس القيمة الحالية للتدفقات لبندقية للمشروع طول عمره الافتراضي. ويطلق عليه المعدل الداخلي لأنه لا يأخذ في الحسبان أي معدلات خارج الاستثمار المقترح.

3 - مؤشر الربحية ((The Profitability Index (PI)) : يقيس مؤشر الربحية النسبة بين القيمة الحالية للعوائد والقيمة الحالية للتكاليف لتحديد جدوى الاستثمار.

4- معدل العائد المحاسبي ((Accounting Rate of Return (ARR)) : عبارة عن نسبة مئوية لمعدل العائد الذي يمكن للأصل الثابت تحقيقه خلال عمره الاقتصادي.

5- فترة الاسترداد ((Payback Period (PP)) : تشير فترة الاسترداد إلى عدد السنوات المطلوبة لاسترداد النفقات النقدية المستثمرة في المشروع.

وفي حالات عديدة يلجأ المديرون لاستخدام عدة طرق في سبيل صنع القرار الاستثماري ويرجع ذلك للأسباب التالية (Scholleova et al., 2010):

1. كل طريقة تنظر للاستثمار من وجهة نظر مختلفة، فصافي القيمة الحالية يحدد القيمة المطلقة بغض النظر عن العلاقة النسبية بالنفقات الرأسمالية، أما معدل العائد الداخلي فيقيم معدل العائد النسبي وترتبط الطريقتان بمؤشر الربحية إلا أنهما لا يظهران أي مبالغ نقدية مكتسبة من الاستثمار.

وعلى الجانب الآخر طريقة فترة الاسترداد تركز على السيولة أي سرعة معدل العائد من التدفق.

2. عند الاختيار بين بدائل مختلفة تنتبأ كل طريقة بالبديل الأمثل ويتوقف عندها القرار على تفضيلات متخذ القرار الذي قد يجد أن نتائج طريقة معينة أكثر جاذبية من باقي الطرق.

3. تنوع الفرص الاستثمارية المتاحة خاصة عندما يكون الغرض من القرار الاستثماري هو تنويع استثمارات الشركة.

وتبين البحوث أن الشركات تستخدم مزيج من أساليب التدفقات النقدية المخصومة سواء صافي القيمة الحالية أو معدل العائد الداخلي وطريقة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي مع مجموعة من التدابير غير المالية من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية (Chen, 2008). ويتوقف اختيار الشركة لطريقة اتخاذ القرار الاستثماري على عدة عوامل مثل حجم الشركة ونوع الصناعة. فعلى سبيل المثال تشير بعض الأدلة إلى أن الشركات صغيرة الحجم تفضل طريقة فترة الاسترداد على طرق خصم التدفقات النقدية بجانب ميل للاعتماد على التدابير غير المالية (Danielson & Scott, 2006). وبالمثل توجد أدلة على أن شركات التصنيع الكبيرة في المملكة المتحدة تفضل أسلوب فترة الاسترداد وتعتمد بشكل مفرط على أساليب غير مالية وتقليدية لتقدير المخاطر المرتبطة بالقرارات الاستثمارية (Lefley, 1994). ولكن تشير دراسات أخرى إلى أن الشركات الكبيرة تفضل الاعتماد على طرق خصم التدفقات النقدية على الرغم من قيامها بحساب فترة الاسترداد (Graham & Harvey, 2001).

ويدل ما سبق على عدم وجود طريقة واحدة مفضلة أو تناسب كل أنواع القرارات والشركات. ولكن يتفق الباحثون على أن طرق خصم التدفقات النقدية تكون مفضلة في حالة إمكانية تقدير التدفقات النقدية المستقبلية بطريقة دقيقة، وعندما يراد حساب أثر التدفقات النقدية للمشروع على باقي المشروعات، وكذلك عند حساب أثر المشروع على الفرص الاستثمارية المتوقعة في المستقبل، وفي حالة أن القرار يتعلق باختيار بين بدائل متنوعة في ظل موارد محدودة (Chen, 2008).

ثانياً : الفجوة البحثية : من الدراسات السابقة التي اطلع عليها الباحثون والتي كانت خلاصتها أن السلوك غير الرشيد من قبل مديري الشركات يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة مما يلحق الضرر بقيمة الشركات وذلك لأن المديرين لا يدركون سلوكهم غير الرشيد بل إنهم في حقيقة الأمر ، يعتبرون أنفسهم يقومون بما هو صائب وبذلك يمكن بلورة مشكلة الدراسة في وجود فجوة بحثية تتمثل في عدم وجود دراسة قامت بقياس العلاقة المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة مجتمعة في البيئة المصرية .

ثالثاً: أهداف البحث: يسعى هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية :

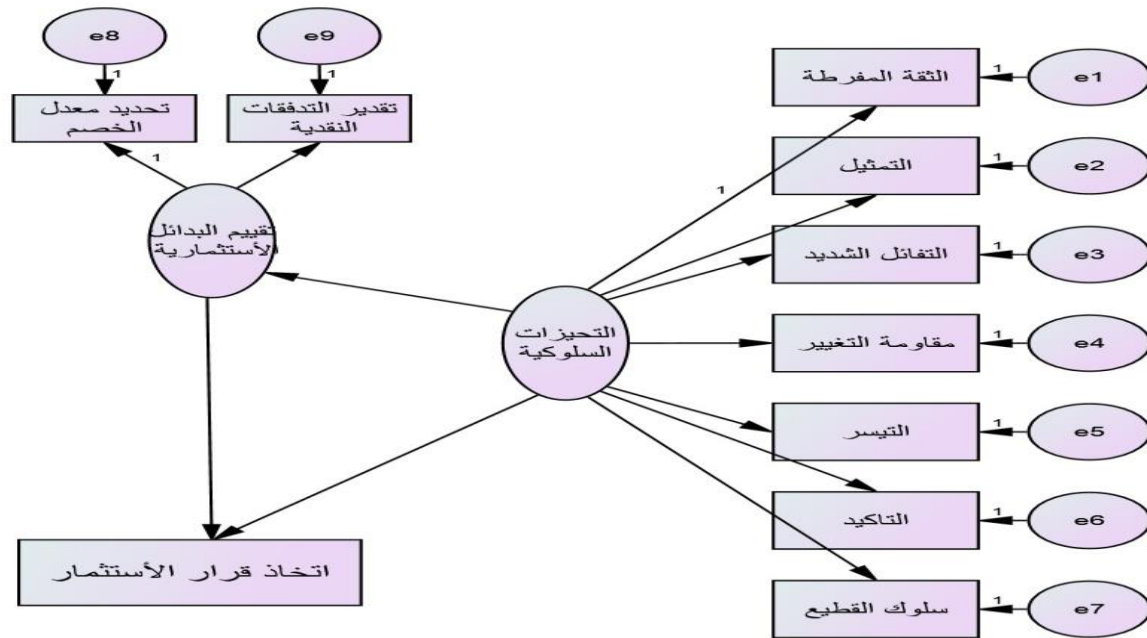
- تحديد طبيعة علاقة الارتباط بين كل من التحيزات السلوكية ، تقييم البدائل الاستثمارية واتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة.
- تحديد التأثيرات المباشرة للتحيزات السلوكية علي تقييم البدائل الاستثمارية بالشركات محل الدراسة.
- تحديد التأثيرات المباشرة للتحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة.
- تحديد التأثيرات المباشرة لتقييم البدائل الاستثمارية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة.
- تحديد تأثير التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار عند توسيط تقييم البدائل الاستثمارية.

رابعاً : فروض البحث : تحقيقاً لأهداف البحث قام الباحثون بصياغة الفروض التالية :

- لا يوجد ارتباط ذو دلالة إحصائية بين متغيرات الدراسة (التحيزات السلوكية ، وتقييم البدائل الاستثمارية واتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة).

- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لأبعاد التحيزات السلوكية على أبعاد تقييم البدائل الاستثمارية بالشركات محل الدراسة.
- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لأبعاد التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة.
- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لبعدي تقييم البدائل الاستثمارية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة.
- لا يتغير تأثير التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة عند توسط تقييم البدائل الاستثمارية.

وفيما يلي النموذج المقترح لقياس أثر أبعاد التحيزات السلوكية على اتخاذ القرار عند توسط تقييم البدائل الاستثمارية كما يتضح من الشكل رقم (1) :



شكل رقم (1)

نموذج مقترح للعلاقة بين التحيزات السلوكية واتخاذ قرار الاستثمار عند توسط تقييم البدائل الاستثمارية
المصدر: إعداد الباحثين: اعتماداً على الدراسات السابقة.

خامساً: أهمية البحث : خلص الباحثون إلى أنه يمكن توضيح أهمية هذا البحث من خلال السطور التالية: أ - الأهمية العلمية :

1. تكمن أهمية البحث في قلة الدراسات التي تحتويها المكتبة المصرية والعربية والتي تتناول مفهوم التمويل السلوكي عامة .
2. تتبع أهمية البحث من كونه محاولة لتوضيح العلاقة بين التمويل السلوكي ونظريات التمويل التقليدية.
3. تظهر أهمية البحث في رغبة الباحثين في تحديد التحيزات السلوكية المؤثرة على القرارات الاستثمارية للمديرين وقياس أثر هذه التحيزات على تلك القرارات .

ب - الأهمية العملية :

1. تتبع الأهمية العملية لهذا البحث من كونه يسعى للإستفادة من مفاهيم التمويل السلوكي لترشيد قرارات المديرين مما يؤدي لتقليل الخسائر الناتجة عن اتخاذ قرارات غير رشيدة .
2. جذب الانتباه إلى تأثير التحيزات السلوكية على القرارات الاستثمارية للمديرين ووضعها أمام أعين ملاك الشركات والمساهمين فيها وبالتالي زيادة فهمهم لكيفية اتخاذ المديرين قراراتهم وزيادة قدرتهم على محاسبة هؤلاء المديرين وعلى حوكمة شركاتهم .
3. يقدم هذا البحث للمسؤولين عن اتخاذ القرار في الشركات المصرية إطاراً علمياً يمكن من خلاله الإلمام بالتحيزات السلوكية التي تؤثر عليهم عند اتخاذهم للقرارات الاستثمارية الخاصة بشركاتهم وبالتالي تمكنهم من تلافيها أو تقليل آثارها .

سادساً: الطريقة البحثية :

قام الباحثون بتخصيص هذا الجزء لعرض الطريقة البحثية والتي تشمل البيانات المطلوبة للبحث ومصادرها، ومجتمع البحث والعينة، وأداة جمع البيانات، ومتغيرات البحث وأساليب قياسها، والأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات وذلك على النحو التالي :

1- البيانات المطلوبة ومصادرها : يتطلب هذا البحث نوعين من البيانات :

أ. **البيانات الثانوية** : وتم الحصول عليها عن طريق مراجعة الكتب ، قواعد البيانات ، والبحوث العربية والأجنبية التي تناولت متغيرات البحث والموضوعات المتعلقة بهم بما يمكن الباحثون من تأصيل المفاهيم وإعداد الإطار النظري للبحث.

ب **البيانات الأولية**: تتمثل هذه البيانات في البيانات التي قام الباحثون بجمعها من الشركات محل الدراسة باستخدام قائمة استقصاء أعدت لهذا الغرض وتحليلها احصائياً مما أتاح للباحثين اختبار صحة أو خطأ فروض البحث والتوصل إلى النتائج .

2 - مجتمع وعينة البحث:

أ) **مجتمع البحث** : يتمثل مجتمع هذا البحث من جميع الشركات المدرجة في البورصة المصرية والبالغ عددها 226 شركة في (2018/9/29) والقائمة حتى نهاية الفترة ، موزعين على القطاعات المختلفة .

ب) **وحدة المعاينة** : تشمل وحدة المعاينة أعضاء الإدارة العليا بالشركات المدرجة في البورصة المصرية ، وهم أيضاً ممن يشغل أحد الوظائف التالية وهي (أعضاء مجلس إدارة المنظمة ، نواب أعضاء مجلس إدارة المنظمة ، مديرون العموم بالمنظمة ، رؤساء القطاعات بالمنظمة). وتم التركيز على شاغلي هذه الوظائف لأن متغيرات الدراسة تبرز أهميتها بشكل أكبر ضمن هذه المستويات .

ج) عينة الدراسة : تم تحديد حجم العينة باستخدام برنامج (Sample Size Calculator) وذلك بمعلومية حجم المجتمع الذي يبلغ 2260 مفردة وذلك بافتراض أن كل شركة من الشركات محل الدراسة يوجد بها 10 مفردات ومن ثم يمكن الحصول على عدد مفردات عينة الدراسة من خلال ناتج ضرب (10*226)=2260 مفردة ، وعند مستوى ثقة 95% وحدود خطأ 5% ، وبإدخال هذه البيانات للبرنامج تم حساب حجم العينة وبلغ 329 مفردة.

3 - أداة جمع البيانات الأولية: اعتمد الباحثون في تجميع البيانات من مصادرها الأولية علي قائمة استقصاء أعدت خصيصاً لهذا الغرض ، بحيث تتضمن مجموعة عبارات على ميزان ليكرت الخماسي لقياس كل متغير من متغيرات الدراسة، واسترشدوا بما أوردته الدراسات السابقة فيما يتعلق بالتحيزات السلوكية واتخاذ القرار.

4 - قياس متغيرات البحث : اعتمد الباحثون على مجموعة متنوعة من الدراسات الأكاديمية الواجب دراستها، لعدة عناصر أو أبعاد فرعية مرتبطة بهذه المتغيرات، وتتمثل هذه المتغيرات في (المتغير المستقل : التحيزات السلوكية- المتغير الوسيط: تقييم البدائل الاستثمارية - المتغير التابع : اتخاذ قرار الاستثمار).

5-اختبارات الصدق والثبات: أ - اختبار الصدق Validity :

1/أ - صدق المحتوى : تم عرض قائمة الاستقصاء في صورتها الأولية على بعض المحكمين من السادة أساتذة إدارة الأعمال (1)، وذلك للتأكد من صلاحيتها من الناحية العلمية.

¹ تم تحكيم القائمة من السادة أساتذة إدارة الأعمال الآتي أسماؤهم :

1- أ. د / نظير رياض الشحات - أستاذ التمويل والبنوك بكلية التجارة جامعة المنصورة.

2- أ. د / نادر ألبير أستاذ الإدارة المالية بكلية التجارة جامعة عين شمس.

3- أ. د / ممدوح عبدالعزيز الرفاعي أستاذ إدارة الأعمال بكلية التجارة جامعة عين شمس.

4- أ.م.د / علي يونس أستاذ إدارة الأعمال المساعد بكلية التجارة جامعة المنصورة

5- أ.م.د / علي سعد أستاذ إدارة الأعمال المساعد بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية.

أ/2 - التحليل العاملي التوكيدي *Confirmatory Factor Analysis* : بعد التأكد من صدق المحتوى وتعديل قائمة الاستقصاء ، قام الباحثون بعمل التحليل العاملي التوكيدي والذي يعد أحد تطبيقات نموذج المعادلات البنائية *Structural Equation Model* ، ويتيح الفرصة لاختبار صحة نماذج معينة للقياس والتي يتم بنائها في ضوء أسس نظرية سابقة ، كما يتيح الفرصة للتأكد من أن عبارات المقياس تقيس ما أعدت من أجله ، وقام الباحثون بإجراء هذا التحليل لكل مقياس خاص بمتغير من متغيرات الدراسة باستخدام برنامج *AMOS version 23*

ب . اختبار الثبات *Reliability*: استخدم الباحثون معامل الثبات ألفا كرونباخ وذلك كلما اقتربت قيمة ألفا من الواحد الصحيح كلما اتصف المقياس بالثبات والعكس صحيح وكانت نتائج التحليل الإحصائي لمقاييس البحث كما هو موضح بالجدول رقم (1) :

جدول رقم (1) نتائج اختبار الثبات لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد العبارات	قيمة معامل ألفا كرونباخ
التحيزات السلوكية	38	0,770
تقييم بدائل الإستثمار	15	0,781
اتخاذ القرارات الاستثمارية	5	0,810

المصدر : من إعداد الباحثين اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي

- 6- د / محمد المسيري مدرس إدارة الأعمال بكلية التجارة جامعة كفر الشيخ.
7- د / بسام محمد البيلي مدرس إدارة الأعمال بكلية التجارة جامعة المنصورة.
8- د / لقمان عزوز استاذ الإدارة المالية المساعد بكلية الدراسات التطبيقية جامعة الإمام عبد الرحمن بن فيصل السعودية.
9- د/ محمد جعفر هني - أستاذ الإدارة المالية المساعد بالمركز الجامعي غليزان بالجزائر.

سابعاً: نتائج الدراسة الميدانية

1 - تحليل علاقة الارتباط بين متغيرات البحث : لتحديد علاقة الارتباط بين متغيرات البحث قام الباحثون بحساب معاملات الارتباط بين متغيرات البحث ، باستخدام معامل ارتباط بيرسون. قام الباحثون بصياغة الفرض الأول من فروض البحث والذي ينص علي أنه " لا يوجد ارتباط ذو دلالة إحصائية بين متغيرات الدراسة (التحيزات السلوكية ، وتقييم البدائل الاستثمارية واتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة) " .

جدول رقم (2) معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

المتغيرات	التحيزات السلوكية	تقييم البدائل الاستثمارية	اتخاذ قرار الاستثمار
التحيزات السلوكية	1		
تقييم البدائل الاستثمارية	**0,624	1	
اتخاذ قرار الاستثمار	**0,591	**0,697	1

المصدر: إعداد الباحثين اعتماداً علي نتائج التحليل الإحصائي.

**معنوية عند 0.01 ن = (301)

ويتضح من النتائج السابقة عدم صحة الفرض الأول المتمثل في : " لا يوجد ارتباط ذو دلالة إحصائية بين متغيرات الدراسة (التحيزات السلوكية وتقييم البدائل الاستثمارية واتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة) " .

3 - التأثيرات المباشرة وغير المباشرة بين المتغير المستقل (التحيزات السلوكية) و المتغير الوسيط (تقييم البدائل الاستثمارية) و المتغير التابع (اتخاذ قرار الاستثمار).

قام الباحثون بصياغة العلاقات السببية بين متغيرات الدراسة في الفروض من الثاني وحتى الخامس وهي :

- لا يوجد تأثير معنوي لأبعاد التحيزات السلوكية على أبعاد تقييم البدائل الاستثمارية بالشركات محل الدراسة.
 - لا يوجد تأثير معنوي لأبعاد التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة.
 - لا يوجد تأثير معنوي لبعدي تقييم البدائل الإستثمارية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة.
 - لا يتغير تأثير التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة عند توسط تقييم البدائل الاستثمارية.
- وقد تم اختبار تلك الفروض التي تقيس التأثيرات المباشرة وغير المباشرة وذلك على النحو التالي :

تأثير التحيزات السلوكية على تقييم البدائل الاستثمارية :

لقياس تأثير أبعاد التحيزات السلوكية على تقييم البدائل الاستثمارية ، قام الباحثون بصياغة الفرض الثاني من فروض الدراسة و الذي ينص على أنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية بين أبعاد التحيزات السلوكية و تقييم البدائل الاستثمارية بالشركات محل الدراسة". وأظهر التحليل الاحصائي نتائج تحليل المسار للعلاقة بين أبعاد التحيزات السلوكية و تقدير التدفقات النقدية كما هو موضح في الجدول رقم (3) .

جدول (3)

نتائج تحليل التأثيرات المباشرة لأبعاد التحيزات السلوكية على تقدير التدفقات النقدية

م	المسار المباشر	قيمة معامل المسار
1.	الثقة المفرطة ← تقدير التدفقات النقدية	*0,096
2.	التمثيل ← تقدير التدفقات النقدية	*0,077
3.	التفاؤل الشديد ← تقدير التدفقات النقدية	0,074-
4.	مقاومة التغيير ← تقدير التدفقات النقدية	0,063
5.	التيسر ← تقدير التدفقات النقدية	**0,221
6.	التأكيد ← تقدير التدفقات النقدية	*0,124-
7.	سلوك القطيع ← تقدير التدفقات النقدية	*0,109

* المعاملات معنوية عند مستوى 0,05 * * المعاملات معنوية عند مستوى 0,01

المصدر : من إعداد الباحثين اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي

وبالنظر إلى الجدول رقم (3) يتضح أن التأثير المباشر لكل من الثقة المفرطة و التمثيل وسلوك القطيع على تقدير التدفقات النقدية دال إحصائياً عند مستوى معنوية 0,01 ، بينما ثبت معنوية تأثير التيسر على تقدير التدفقات النقدية عند مستوى معنوية 0,05 ، في حين كان للتأكيد تأثير معنوي سلبي بمعامل مسار 0,124 بينما لم تثبت معنوية تأثير مقاومة التغيير و التفاؤل الشديد على تقدير التدفقات النقدية . كما يتضح من نتائج التحليل الإحصائي أن قيمة معامل التحديد للنموذج (R2) بلغت (0,095) ويعني ذلك أن التحيزات السلوكية تفسر ما نسبته 9,5% تقريباً من التغير في تقدير التدفقات النقدية ، أن النسبة المتبقية ترجع لعوامل أخرى لم يشملها النموذج إضافة إلى الخطأ العشوائي .

وأظهر التحليل الإحصائي نتائج تحليل المسار للعلاقة بين أبعاد التحيزات السلوكية وتحديد معدل الخصم كما هو موضح في الجدول رقم (4) .

جدول رقم (4) نتائج تحليل التأثيرات المباشرة لأبعاد التحيزات السلوكية على تحديد معدل الخصم

م	المسار المباشر	قيمة معامل المسار
1.	الثقة المفرطة ← تحديد معدل الخصم	***0,308
2.	التمثيل ← تحديد معدل الخصم	0,030-
3.	التفاؤل الشديد ← تحديد معدل الخصم	0,023
4.	مقاومة التغيير ← تحديد معدل الخصم	***0,379
5.	التيسر ← تحديد معدل الخصم	***0,329-
6.	التأكيد ← تحديد معدل الخصم	0,041-
7.	سلوك القطيع ← تحديد معدل الخصم	***0,145

*** المعاملات معنوية عند مستوى 0,001

المصدر : إعداد الباحثين اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي وبالنظر إلى الجدول رقم (4) يتضح أن التأثير المباشر لكل من الثقة المفرطة و مقاومة التغيير وسلوك القطيع على تحديد معدل الخصم هو تأثير معنوي ايجابي دال إحصائياً عند مستوى معنوية 0,001 ، في حين كان للتيسر تأثير معنوي سلبي ، بينما لم تثبت معنوية تأثير التمثيل والتفاؤل الشديد والتأكيد على تحديد معدل الخصم. كما أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أن قيمة معامل التحديد للنموذج (R²) بلغت (0,40) ويعني ذلك أن التحيزات السلوكية تفسر ما نسبته 40% تقريباً من التغيير في تحديد معدل الخصم ، أن النسبة المتبقية ترجع لعوامل أخرى لم يشملها النموذج إضافة إلى الخطأ العشوائي .

2- تأثير أبعاد التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار: لقياس

تأثير أبعاد التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار ، قام الباحثون بصياغة الفرض الثالث من فروض الدراسة والذي ينص على أنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لأبعاد التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة".

وأظهر التحليل الإحصائي نتائج تحليل المسار للعلاقة بين أبعاد التحيزات السلوكية واتخاذ قرار الاستثمار كما هو موضح في الجدول رقم (5) ، والذي يظهر أن هناك تأثير مباشر للتيسر عند مستوى معنوية 0,001 بينما يوجد تأثير مباشر للتأكيد وسلوك القطيع دال إحصائياً عند مستوى معنوية 0,01 كما وجد

تأثير مباشر للثقة المفرطة عند مستوى معنوية 0,05 في حين أنه لم يثبت معنوية تأثير التفاؤل الشديد ومقاومة التغيير على إتخاذ قرار الاستثمار ، كما يلاحظ أن التمثيل له تأثير معنوي سلبي على إتخاذ قرار الاستثمار بمعامل مسار 0,182

جدول رقم (5) نتائج تحليل التأثيرات المباشرة لأبعاد التحيزات السلوكية على إتخاذ قرار الاستثمار

م	المسار المباشر	قيمة معامل المسار
1.	الثقة المفرطة ← إتخاذ قرار الاستثمار	*0,093
2.	التمثيل ← إتخاذ قرار الاستثمار	***0,182-
3.	التفاؤل الشديد ← إتخاذ قرار الاستثمار	0,037-
4.	مقاومة التغيير ← إتخاذ قرار الاستثمار	0,073-
5.	التيسر ← إتخاذ قرار الاستثمار	***0,273
6.	التأكيد ← إتخاذ قرار الاستثمار	**0,146
7.	سلوك القطيع ← إتخاذ قرار الاستثمار	**0,167

* المعاملات معنوية عند مستوى 0,05 ** المعاملات معنوية عند مستوى 0,01 *** المعاملات معنوية عند مستوى 0,001

المصدر : من إعداد الباحثين اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي

وبناءً على ما سبق يخلص الباحثون إلى ثبوت خطأ الفرض الرئيسي الثالث من فروض الدراسة و الذي ينص على أنه "لايوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لأبعاد التحيزات السلوكية على إتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة". وبلغت قيمة معامل التحديد 0,349 ويعني ذلك أن أبعاد التحيزات السلوكية تفسر 35% تقريبا من إتخاذ قرار الاستثمار ، أما باقي النسبة فترجع لمتغيرات اخرى لم يشملها النموذج إضافة إلى الخطأ العشوائي.

3- التأثير المباشر لأبعاد تقييم البدائل الاستثمارية على إتخاذ قرار الاستثمار :

لقياس التأثير المباشر لأبعاد تقييم البدائل الاستثمارية على إتخاذ قرار الاستثمار قام الباحثون بصياغة الفرض الرابع من فروض الدراسة والذي ينص على أنه :

"لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لبعدي تقييم البدائل الإستثمارية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة". وقد تم اختبار هذا الفرض باستخدام برنامج AMOS لإجراء المعالجة الإحصائية المطلوبة وذلك على النحو التالي :

جدول رقم (6)

نتائج تحليل التأثيرات المباشرة لأبعاد تقييم البدائل الاستثمارية على اتخاذ قرار الاستثمار

المسار المباشر	Estimate	S.E	C.R	P
تقدير التدفقات النقدية اتخاذ قرار الاستثمار	0,310	0,072	5,649	***
تحديد معدل الخصم اتخاذ قرار الاستثمار	0,007-	0,034	0,120-	0,905

*** معنوية عند 0,001 المصدر : من إعداد الباحثين اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي

وبالنظر إلى الجدول رقم (6) يتضح أن التأثير المباشر لتقدير التدفقات النقدية على اتخاذ قرار الاستثمار دال إحصائياً عند مستوى معنوية 0,001 في حين أن تحديد معدل الخصم غير دال إحصائياً على اتخاذ قرار الاستثمار . وبلغت قيمة معامل تحديد R^2 0,485 ويعني ذلك أن أبعاد تقييم البدائل الاستثمارية تفسر 0,49 من اتخاذ قرار الاستثمار أما باقي النسبة فترجع لمتغيرات أخرى لم يشملها النموذج وبناء على ما سبق يكون اتضح خطأ الفرض الرابع جزئياً من فروض الدراسة والذي ينص على أنه : "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لأبعاد تقييم البدائل الإستثمارية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة".

4- تحليل التأثيرات غير المباشرة بين متغيرات الدراسة :لقياس التأثيرات غير المباشرة للتحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار عند توسيط تقييم البدائل الاستثمارية قام الباحثون بصياغة الفرض الرئيسي الخامس من فروض الدراسة والذي ينص على " لا يتغير تأثير التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة عند توسيط تقييم البدائل الاستثمارية.".

5- وقد تم اختبار هذا الفرض من خلال صياغة واختبار فرضين فرعيين وذلك على النحو التالي :

أ - لا يتغير التأثير المعنوي لأبعاد التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة عند توسيط تقدير التدفقات النقدية .

أظهر التحليل الإحصائي نتائج تحليل المسار للتأثيرات المباشرة وغير المباشرة للتحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة عند توسيط تقدير التدفقات النقدية كما هو موضح في الجدول رقم (7)

جدول رقم (7)

نتائج تحليل المسار لتأثير أبعاد التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار عند توسيط تقدير التدفقات النقدية

م	المتغير		
	المستقل	الوسيط	التابع
1	الثقفة المفردة	تقدير التدفقات النقدية	اتخاذ قرار الاستثمار
2	التمثيل	تقدير التدفقات النقدية	اتخاذ قرار الاستثمار
3	التفاهل الشديد	تقدير التدفقات النقدية	اتخاذ قرار الاستثمار
4	مقاومة التغيير	تقدير التدفقات النقدية	اتخاذ قرار الاستثمار
5	التيسر	تقدير التدفقات النقدية	اتخاذ قرار الاستثمار
6	التأكيد	تقدير التدفقات النقدية	اتخاذ قرار الاستثمار
7	سلوك القطيع	تقدير التدفقات النقدية	اتخاذ قرار الاستثمار

* المعاملات معنوية عند مستوى 0,05 ** المعاملات معنوية عند مستوى 0,01 المصدر : إعداد الباحثين اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من الجدول (7) مايلي :

➤ أن التأثير المباشر لكل من التيسر والتأكيد وسلوك القطيع تأثير معنوي ايجابي وهو دال إحصائيا عند مستوى 0,01 بينما تأثير الثقة المفرطة كان تأثير معنوي ايجابي ولكنه دال إحصائياً عند مستوى 0,05 و التمثيل ومقاومة التغيير يؤثران تأثيراً معنوياً سلبياً دالا احصائيا عند 0,01 و 0,05 على التوالي في حين كان تأثير التفاؤل الشديد غير دال إحصائياً.

➤ أن التأثيرات غير المباشرة كانت تتلخص في أن كل من الثقة المفرطة والتمثيل و التفاؤل الشديد و مقاومة التغيير والتأكيد وسلوك القطيع لا يؤثران بشكل معنوي غير مباشر على اتخاذ قرار الاستثمار عند توسيط تقدير التدفقات النقدية بينما يؤثر التيسر بشكل معنوي غير مباشر على اتخاذ قرار الاستثمار عند توسيط تقدير التدفقات النقدية حيث بلغت قيمة التأثير غير المباشر (0,062) ، وهذا يعني أن تقدير التدفقات النقدية تتوسط جزئياً العلاقة بين التيسر واتخاذ قرار الاستثمار .

وبناء على النتائج السابقة ، يتضح ثبوت خطأ الفرض الفرعي الأول جزئياً حيث يتغير التأثير المعنوي لأبعاد التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار عند توسيط تقدير التدفقات النقدية.

ب - لا يتغير التأثير المعنوي لأبعاد التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة عند توسيط تحديد معدل الخصم

أظهر التحليل الإحصائي نتائج تحليل المسار للتأثيرات المباشرة وغير المباشرة للتحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات محل الدراسة عند توسيط تحديد معدل الخصم كما هو موضح في الجدول رقم (8).

جدول رقم (8)
نتائج تحليل المسار لتأثير أبعاد التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار عند
توسيط تحديد معدل الخصم

م	المتغير			المتبع	الوسيط	المستقل
	قيمة معامل المسار الكلي	قيمة معامل المسار غير المباشر	قيمة معامل المسار المباشر			
1	0,093*	0,014	0,079	اتخاذ قرار الاستثمار	تحديد معدل الخصم	الثقة المفرطة
2	-0,182**	-0,002	-0,180**	اتخاذ قرار الاستثمار	تحديد معدل الخصم	التمثيل
3	-0,037	0,004	-0,041	اتخاذ قرار الاستثمار	تحديد معدل الخصم	التفاؤل الشديد
4	-0,073	0,017	-0,090*	اتخاذ قرار الاستثمار	تحديد معدل الخصم	مقاومة التغيير
5	0,273**	-0,019	0,292**	اتخاذ قرار الاستثمار	تحديد معدل الخصم	التيسر
6	0,146**	-0,002	0,148**	اتخاذ قرار الاستثمار	تحديد معدل الخصم	التأكيد
7	0,167**	0,009	0,158**	اتخاذ قرار الاستثمار	تحديد معدل الخصم	سلوك القطيع

* المعاملات معنوية عند مستوى 0,05 ** المعاملات معنوية عند مستوى 0,01
المصدر: إعداد الباحثين اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من الجدول (8) مايلي :

- أن التأثير المباشر لكل من التيسر والتأكيد وسلوك القطيع تأثير معنوي ايجابي وهو دال إحصائياً عند مستوى 0,01 بينما تأثير الثقة المفرطة كان تأثير معنوي ايجابي ولكنه دال إحصائياً عند مستوى 0,05 و التمثيل ومقاومة التغيير يؤثران تأثيراً معنوياً سلبياً دالاً إحصائياً عند 0,01 و 0,05 على التوالي في حين كان تأثير التفاؤل الشديد غير دال إحصائياً.
- أن التأثيرات غير المباشرة لأبعاد التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار عند توسيط تحديد معدل الخصم كانت غير معنوية وبناءً على ذلك ، يتضح ثبوت

صحة الفرض الفرعي الثاني حيث لا يتغير التأثير المعنوي لأبعاد التحيزات السلوكية على اتخاذ قرار الاستثمار عند توسيط تحديد معدل الخصم .

تاسعاً مناقشة النتائج :

1-توصلت النتائج إلى وجود ارتباط معنوي بين متغيرات الدراسة المتمثلة في التحيزات السلوكية ،تقييم البدائل الاستثمارية واتخاذ قرار الاستثمار . واتفقت هذه النتيجة مع نتائج دراسة كل من

(Chidambaram ; (Bashir et al., 2013): Jamshidinavid et al ; 2012)

(Vikkraman , 2016) (Kubilay & Bayrakdaroglu , 2016) ;

2- يوجد تأثير مباشر لكل من الثقة المفرطة و التمثيل وسلوك القطيع على تقدير التدفقات النقدية دال إحصائياً عند مستوى معنوية 0,01 ، بينما ثبت معنوية تأثير التيسر على تقدير التدفقات النقدية عند مستوى معنوية 0,05 ، في حين كان للتأكيد تأثير معنوي سلبي بمعامل مسار 0,124 بينما لم تثبت معنوية تأثير كل من مقاومة التغيير و التفاؤل الشديد على تقدير التدفقات النقدية ، واتفقت هذه النتائج مع نتائج دراسة (Malmendier & Tate, 2005) التي أكدت على وجود علاقة بين الثقة المفرطة وتقدير التدفقات النقدية كما اتفقت هذه النتيجة مع نتيجة دراسة (Gervais , 2009) والتي أكدت على أن الثقة المفرطة تقود للاستثمار المفرط نتيجة لتقدير التدفقات النقدية للمشروع بصورة متضخمة واعتبار أي تدفقات نقدية للشركة كتدفقات نقدية تخص الاستثمار الجديد. ويرجع الباحثون حدوث ذلك نتيجة لعدم مراعاة المديرين لتكلفة رأس المال العامل وتكلفة الفرصة البديلة التي يعتقد المديرين بأنها أرباح متبقية وليست تدفقا نقديا حقيقيا وكذلك تجاهل تأثير المنافسين على التدفق النقدي حيث يفكر المديرون في تهديد المنافسين كمؤثر مع تجاهل تأثيره.

3-يوجد تأثير مباشر لكل من الثقة المفرطة و مقاومة التغيير والتيسر وسلوك القطيع على تحديد معدل الخصم دال إحصائياً عند مستوى معنوية 0,001 ، بينما لم تثبت معنوية تأثير التمثيل والتفاؤل الشديد والتأكيد على تحديد معدل الخصم ، وتناقضت هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Shao & Wang,2013) التي

أثبتت التأثير المعنوي لتحيز التمثيل على تحديد معدل الخصم والتي أكدت أن وراء السلوك غير الرشيد للمديرين عند تحديد معدل الخصم يرجع إلي ضعف المعرفة المالية الذي يؤدي إلى ارتباكهم وبالتالي ظهور هذا التحيز.

4-اتفقت نتائج البحث مع نتائج دراسة (Oehler & Wendt , 2009) التي أكدت على وجود سلوك القطيع بين المديرين وأرجعت سبب ظهور هذا التحيز لتعرض المديرين للعديد من الضغوط سواء كانت هذه الضغوط حقيقية أو وهمية ، اتفقت نتيجة البحث والتي أثبتت أن الثقة المفرطة تؤثر تأثيراً إيجابياً معنوياً على اتخاذ قرار الاستثمار مع العديد من الدراسات مثل دراسة (Ben-David et al.,) ودراسة (JFair Child,2005) في حين تناقضت هذه النتائج مع دراسة (Shao & Wang,2013)التي أكدت أن كلا من التمثيل والثقة المفرطة والتفاؤل الشديد يؤثران تأثيراً معنوياً على اتخاذ قرار الاستثمار .

5-أثبتت نتائج البحث أن كل أبعاد التحيزات السلوكية التي تم دراستها فيماعداد بعد التيسر لم تؤثر بشكل معنوي غير مباشر على اتخاذ قرار الاستثمار عند توسيط تقدير التدفقات النقدية. كما أثبتت النتائج أن كل أبعاد التحيزات السلوكية التي تم دراستها لم تؤثر بشكل معنوي غير مباشر على اتخاذ قرار الاستثمار عند توسيط تحديد معدل الخصم.

عاشراً التوصيات : في ضوء نتائج البحث يمكن تقديم التوصيات الآتية :

- 1- وجوب زيادة الثقافة المالية لمتخذي القرار وذلك للتغلب على التحيزات السلوكية التي تؤثر عليهم عند اتخاذ قرار الاستثمار.
- 2- ضرورة الاعتماد على رؤية واضحة وشاملة للنماذج الفكرية في الإدارة المالية والتي تتكامل فيها النماذج التقليدية والمعاصرة لعملية اتخاذ القرارات المالية الرشيدة.

3- زيادة الاهتمام بفهم التحيزات السلوكية لتأثيرها الكبير في ممارسات الأفراد الواقعية كالعواطف والادراكات والمشاعر والطموح والمواقف اتجاه الكثير من الظواهر والظروف البيئية.

4- الاهتمام بتوفير المعلومات الدقيقة والصحيحة وفي الوقت المناسب لارشاد متخذي القرار لتحليل المواقف واتخاذ القرارات المناسبة لمواجهة التحديات والمشاكل.

5- التأكيد على زيادة التواصل والتفاعل بين إدارات المنشآت والمراكز البحثية والأكاديمية لتحسين ورفع مستوى المعرفة والمهارة لدى الممارسين لعملية اتخاذ القرارات.

6- زيادة الاعتماد على التقنيات الحديثة نتيجة لتعاظم دورها وتأثيره وترابطها مع جميع مجالات الحياة الخاصة والعامة والتي تعد المورد الأساسي لتوليد المعرفة وزيادة القدرة على التنبؤ بالأحداث المستقبلية.

المراجع

أولا المراجع العربية :

1) خيرى على الجزيرى ، (2001) . " نحو نظرية سلوكية فى التمويل " دراسات فى التمويل والاستثمار سوق المال المصري بين النظرية والتطبيق (مكان النشر والناشر غير مبين)

2) عبد العاطي لاشين محمد منسي ، (2009) . " التحيزات الإدراكية والعاطفية المؤثرة على المستثمرين الأفراد : دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودي " ، مجلة المال والتجارة

3) هبة السيد البدوي أحمد ، (2016) . " نموذج مقترح لقياس عوامل التحيزات السلوكية " ، مجلة المدير الناجح ، جامعة السويس

4) محمد البغدادي " مبادئ الاستثمار المالى والحقيقى " ، مكان النشر والناشر غير مبين ، كلية التجارة ، جامعة المنصورة

(5) محمد البغدادي ، " مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي " ، مكان النشر والناشر غير مبين ، كلية التجارة ، جامعة المنصورة .

(6) يسرى حسن خليفة ، (2006) . " دور التمويل السلوكي فى تفسير القرارات المالية " ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الاسكندرية ، المجلد 43 ، العدد الثانى.

ثانيا المراجع الأجنبية :

1. Adam, T., Fernando, C.S., Golubeva, E. (2015). Managerial overconfidence and corporate risk management. *Journal of Banking & Finance*, 60, PP.195–208.
2. Ben-David Itzhak , et al. (2013). Mangerial Miscalibration ,Op.Cit.p.1554
3. Fama, E. F. (2014). Two pillars of asset pricing. *The American Economic Review*, 104(6), pp. 1467-1485.
4. Frankfurter, G. M. and McGoun, E. G. , (2001)." Anomalies in Finance: What Are They and What Are They Good For?", *International Review of Financial Analysis* ,10, (4) , pp. 407 429.
5. Goetzmann, W. N., and Kumar, A. (2008). Equity portfolio diversifi cation. *Review of Finance*, 12, pp.433-463.
6. Gilovich, T., Savitsky, K. (2002). Like Goes with Like: The Role of Representativeness in Erroneous and Pseudo-Scientific Beliefs. in *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*, Cambridge University Press, pp 617-624.
7. Heaton, J.B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Finance Mang.*, pp.33–45.
8. Kahneman, D. and Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 47(2), pp. 263-292.
9. Mark, S. (1997). Delaying decisions stifles: industrial management decision-making progress. *Management Decision*, 45, pp.1622-1635.

10. McLaney, E. (2009). BUSINESS FINANCE: Theory and Practice. Prentice Hall, 8th edition.
11. Montier, J. , (2002) . “Behavioural finance – Insights into Irrational Minds and Markets”, Wiley Finance Series , pp.123 .
12. Nutt, P.C. (1998). Evaluating alternatives to make strategic choices. Omega, 26, pp.333-354.
13. Olsen, R., 1998. “Behavioral Finance and Its Implications for Stock Price Volatility”, *Financial Analysts Journal*, 54(2), pp. 10-18 .
14. Plous, S. (1993) . The Psychology of Judgment and Decision-making. Mcgraw-Hill Book Company.
15. Pompian M. (2012). Behavioral Finance and Investor Types: Managing Behavior to Make Better Investment Decisions. John Wiley & Sons, Hoboken.
16. Ritter, J.R. (2003). Behavioral finance. Pacific-Basin Finance Journal, 11, pp.429–437.
17. Sewell, Martin, (2005). “Behavioral finance”, Available at [http://www.Behaviourfinance.net/behavioral– finance.pdf](http://www.Behaviourfinance.net/behavioral–finance.pdf).
18. Statman, M. (2014). Behavioral finance: Finance with normal people. Borsa Istanbul Review, 14(2), pp. 65-73.
19. Shefrin, H. , (2001) . "Behavioral corporate finance", *Journal of Applied Corporate Finance* , 14 ,(3) , pp.113–126.
20. Thaler, R. H. (1993). Advances in Behavioral Finance, Volume 1. Russell Sage foundation, New York.
21. Toffler, A. (1980). The Third Wave. Bantam, New York, NY.
22. Wermers, R. , (1999). " Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices " , *Journal of Finance*, 54, pp. 581–622.