

تحليل سلوك المستثمر في سوق الكويت للأوراق المالية
وفق نموذج تسعير الاصول الرأسمالية

**Analysis of Investor Behavior in the
Kuwait Stock Exchange according to the
capital Asset Pricing Model**

الاستاذ المتمرس الدكتور حمزة محمود الزبيدي
المدرس المساعد خيرية عبد كاظم حسين القريشي

المستخلص:

هدف البحث لتسليط الضوء على تحليل سلوك المستثمر في الأسواق المالية والتعرف على أهم المعوقات السلوكية والنفسية التي تؤدي إلى ارتكاب المستثمر مجموعة من الأخطاء الشخصية المؤثرة على عملية اتخاذ القرار، ولهذا الغرض تم دراسة سلوكيات مجموعة من الأفراد المستثمرين كعينة للبحث شملت (125) فرداً مستثمراً في سوق الكويت للأوراق المالية، فضلاً عن استخدام بيانات (40) شركة مدرجة في السوق للفترة من (كانون الثاني 2010 لغاية حزيران 2014) لغرض التحليل المالي. وتوصل إليها البحث: أن عملية تحليل السلوك هو علم معني بدراسة السلوك البشري، وبالتالي هو نهج علمي هام لتغيير السلوك كونه ينطوي على تحليل السوابق والنتائج المترتبة على نمط معين من السلوك، وأظهرت النتائج عن وجود أثر ذو دلالة احصائية بين ابعاد سلوك المستثمر المتمثلة بالأبعاد الـ (7) و نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية في سوق الكويت للأوراق المالية، وعدم وجود أثر ذو دلالة احصائية بين أنواع المستثمرين المتمثلة بالأنواع الـ (5) ونموذج تسعير الموجودات الرأسمالية لنفس السوق ، ومن اهم التوصيات التي خرج بها البحث نظراً لاتسام السلوك البشري بالتعقيد والتأثيرات المحيطة، فإن اغلب السلوكيات غير العقلانية المرتبطة بالمستثمر تعود الى ميلهم بالتمسك بالاعتقادات الخاطئة والناجمة عن الفهم الخاطئ لبعض التصورات تجاه انواع المخاطرة التي تواجههم.

Abstract:

The aim of the research is to highlight the analysis of investor behavior in the financial markets and to identify the most important behavioral and psychological obstacles that lead to the investor committing a series of personal errors affecting decision making. For this purpose, the behavior of a group of investors was studied as a sample for research, including 125 investors in the Kuwait Stock Exchange, and use of data (40) companies listed on the market for the period (January 2010 to until June 2014) for the purpose of financial analysis.

The findings of the research: that the process of behavioral analysis is a science concerned with the study of human behavior, and thus is an important scientific approach to change behavior because it involves the analysis of the precedents and the consequences of a particular pattern of behavior, and the results showed a statistically significant effect between the dimensions of investor behavior (7) and the Capital Asset Pricing Model on the Kuwait Stock Exchange. There is no statistically significant effect between the types of investors (5) and the capital asset pricing model for the same market. Human influences surrounding the complex and, most irrational behaviors associated with the investor return to their tendency to stick to the form of beliefs and misconceptions resulting from the misconception of some perceptions toward the types of risk they face.

المقدمة:

للسلوك الانساني والسلوك الاستثماري على وجه الخصوص دوراً فعالاً ومهماً في عملية اتخاذ القرار الاستثماري، فهذا السلوك الذي يقوم به المستثمر والذي يعد جزءاً من السلوك الإنساني هو نتيجة تفاعل مدخرات جمهور المستثمرين مع الاستثمارات في الاسواق المالية والذي يرتبط بشكل اساسي بسلوكيات المتفاعلين سواء كانوا مدخريين ام مستثمرين. لذا فأن توضيح الاتجاهات الحديثة التي تبحث في مجال شخصية المستثمر واتجاهاته وكيفية أدراكه للمخاطرة والقيم التي يحملها وتأثير ثقافته وانعكاس ذلك في تعامله في الأسواق المالية، فضلاً عن مستوى تعلمه ومؤله التعليمي الذي أصبح اليوم يلعب دوراً هاماً في صياغة قراراته الاستثمارية، وبالتالي إذا فُهمت هذه السلوكيات فأن ذلك سيساعد في اتخاذ قرارات استثمارية مناسبة وصائبة وبعيدة عن تكرار الاخطاء كون أن دوافع القرار الاستثماري ونتائجه تحددها سلوكيات المستثمرين.

ونتيجة لتباين هذه السلوكيات فأن النتائج ستكون متباينة كذلك وهذا يؤدي الى التأثير في الاسواق المالية الذي محوره أسعار الأسهم وتحركاتها ومؤشرات التداول المختلفة، لذا لا بد من وجود دراسات اكااديمية وميدانية تقوم على أساس دراسة وتحليل سلوك المستثمر في محاولة جادة للتعرف على أهم السمات السلوكية للمستثمر المؤثرة على قراره الاستثماري، حيث تؤكد الدراسات اليوم على عدم عقلانية المستثمر التي نادى بها النظرية التقليدية التي اخذت ردهاً طويلاً من الزمن تنادي بتلك العقلانية حتى برق ضوء جديد يعاكس تلك النظرية الا وهي نظرية المالية السلوكية الحديثة، التي تعتمد بالأساس على دراسة سلوك المستثمر ومحاولة التقرب من ذلك العالم المعقد والمداخل السلوكية المختلفة له ومن هذا المنطلق جاء هذا البحث ليتطرق الى اهمية موضوع تحليل سلوك المستثمر في الاسواق المالية.

المبحث الاول: منهجية البحث والدراسات السابقة

اولاً:- منهجية البحث

أ. مشكلة الدراسة: الفرد المستثمر هو كائن حي حاله حال جميع الأفراد في تأثير الابعاد السلوكية عليه عند اتخاذ قرار الاستثمار، فلا بد لنا من عملية استكشاف لتلك الأبعاد السلوكية المؤثرة على قراراته الاستثمارية في الأسواق المالية وبالتالي كيفية تأثيرها على ادائه الاستثماري. ولا بد للأفراد المستثمرين من فهم واضح ومناسب للسلوك الذي يسلكه ويبرره من خلال ردود الافعال من اجل تحقيق اداء أفضل.

بدأ الاهتمام بدراسة علم نفس المستثمر لمعرفة المحددات السلوكية التي تؤثر بشكل على سلوكه ك (الشخصية والاتجاهات والقيم والثقافة والادراك والدوافع والتعلم والمستوى التعليمي) وغيرها من المحددات الأخرى. فضلاً عن ان المستثمرين يواجهون في الأسواق المالية عدداً كبيراً من خيارات البيع والشراء لعدد لا حصر له من الاوراق المالية المختلفة. كل هذه العوامل وغيرها ساهمت في اجبار المستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية بطريقة تبتعد كثيراً عن العقلانية التي افترضتها النظريات التقليدية، هذا من ناحية، اما من الناحية الأخرى فأن عدم المام المستثمرين بالعديد من العوامل التي تؤثر على (المخاطرة) غير مخاطرة السوق المقاسة بمعامل بيتا السوق، فهناك مثلاً حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية وخصائص الشركة ومقسوم الارباح والتعثر المالي للشركة وغيرها من العوامل.

والمشكلة الأساسية للبحث هو التعرف على سمات السلوك الرئيسة المؤثرة على الفرد المستثمر عند اتخاذ قرار الاستثمار وفق نماذج التسعير ومنها نموذج (CAPM) فضلاً عن طرح البحث للتساؤلات الآتية:

- 1- مدى تأثير الجوانب السلوكية للمستثمر على عملية اختياره للاستثمار المناسب .
- 2- هل يستطيع المستثمر تجنب المخاطرة باعتماده تحليل نموذج CAPM فقط أم هناك نماذج أخرى.

ب. أهداف البحث Research Goals

يتجسد الهدف الرئيس للدراسة وعلى ضوء ابعاد المشكلة وخصوصيتها، بناء منهج فكري وتطبيقي يمكن أن يسترشد به المستثمر عند توظيف امواله واتخاذ قراراته، وعلى ضوء ذلك تتبلور اهداف الدراسة بما يأتي:

- 1- صياغة اطار نظري فلسفي يسلط الضوء على السمات السلوكية ابتداءً من توضيح مفهوم السلوك مروراً بتوضيح مفهوم تحليل السلوك وتعريف من هو المستثمر ، وماهي السمات أو الابعاد السلوكية المؤثرة في عملية الاختيار الافضل للاستثمار .
2. استقصاء آراء المستثمرين في سوق الكويت نحو السمات السلوكية التي تؤثر في تحديد اختياراتهم الاستثمارية.

ج. أهمية البحث Research Importance

1. يعمل البحث على اختبار جميع المتغيرات التي حاول الباحثون اختبارها ودراستها وتحليلها سابقاً وتفاعل هذه المتغيرات فيما بينها وتأثيرها سواء اكانت منفردة ام مجتمعة على عملية اتخاذ القرار .
2. تقديم بحث يتناول السمات السلوكية المختلفة المؤثرة في اختيارات وتوجهات وقرارات المستثمرين وربطها بنماذج تسعير الموجودات الرأسمالية مثل نموذج CAPM .
3. لفت أنظار الافراد المستثمرين الى ضرورة الانتباه الى أثر السمات النفسية والسلوكية على خياراتهم الاستثمارية، مما يؤدي بالتالي الى ضرورة دراسة تلك العوامل والمتغيرات المحددة أو المقيدة لسلوكهم.

د. فرضيات البحث Research Hypotheses

يرتكز هذا البحث على الفرضيات الرئيسة والفرعية الآتية :

- الفرضية الرئيسة الاولى H01: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية معنوية لسلوك المستثمر في الاسواق المالية (سوق الكويت للأوراق المالية) على علاوة المخاطرة على وفق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM تعزى إلى محددات السلوك المتمثلة بـ (الشخصية، الاتجاهات، القيم، الثقافة، الإدراك، الدوافع والتعلم).
- الفرضية الرئيسة الثانية H02: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لأنواع المستثمرين في الاسواق المالية (سوق الكويت للأوراق المالية) المتمثلة بـ (المغامرون، الانفراديون، المقلدون، المحافظون، الوسطيون) على علاوة المخاطرة على وفق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM.

هـ. وسائل جمع البيانات والمعلومات Means of Collecting Data and Information

اعتمدت عملية جمع البيانات والمعلومات الاولى والثانوية اللازمة لإنجاز هذا البحث على جانبين:

1- الجانب النظري The Theoretical Side

لقد اعتمدت الباحثة في اعداد هذا البحث في هذا الجانب على:

- أ - الادبيات المالية والسلوكية العربية والأجنبية ولمختلف الطبقات والسنوات .
- ب - المقالات والدوريات المنشورة في المجلات العربية والعالمية الرصينة، فضلاً عن المواقع الالكترونية (الانترنت) للحصول على احدث المقالات والدوريات التي يخص البحث.

2 - الجانب التطبيقي The Practical Side

وجدت الباحثة أن من أنسب الوسائل لجمع البيانات الأولية والثانوية حول مشكلة البحث هي تصميم استمارة استبيان تتناسب وموضوع البحث الحالي لقياس سلوك المستثمر، وصممت استمارة الاستبيان بعد الاطلاع على عدد من الدراسات التي تناولت الابعاد الأساسية لسلوك المستثمر، وقد قامت الباحثة بتعديل العديد من الاسئلة الواردة في عدد من الدراسات ليتناسب وموضوع تحليل سلوك المستثمر ويسهل فهمها من قبل الجميع ، كما عززت الباحثة من رصانة الاسئلة المطروحة بعد الأخذ بكافة الملاحظات التي قدمها السادة المحكمين والخبراء في مجال الإدارة المالية والاقتصاد.

و. حدود البحث:

1. **الحدود البشرية:** شملت عينة من المستثمرين في عدد من الشركات المدرجة وقد تم اختيارهم عشوائياً بلغ المجموع الفعلي للعينة (125) فرداً مستثمراً لسوق الكويت للأوراق المالية.
2. **الحدود الزمانية:** تمثلت بمدة الاعداد لأجراء الجانب التطبيقي للبحث في السوق المالي للفترة الزمنية الممتدة من 2010 - 2014 .
3. **الحدود المكانية:** طبق البحث على عينة من المستثمرين الكويتيين ضمن نطاق سوق الكويت المالية في مدينة الكويت حصراً، وباعتماد بيانات (40) شركة من مختلف القطاعات والمدرجة في السوق.

ثانياً:- الدراسات السابقة:

1. **دراسة (Kannan and Kumar, 2015)** دراسة عن السلوك المالي للمستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري كان الهدف الرئيس لهذه الدراسة هو معرفة كيفية تفسير المستثمرين للمعلومات التي يتم اتخاذ القرار الاستثماري على ضوءها وذلك بسبب زيادة سبل الاستثمار، كون أن الأفراد لا يتصرفون بعقلانية دائماً في اتخاذ القرارات المالية، وأن تصرفاتهم تسبب لهم اتخاذ خيارات مختلفة من القرارات المالية الخاصة بهم. وقرارات الاستثمار تعتمد ايضاً على أنواع من المستثمرين، والقدرة على تحمل المخاطر والصفات الخاصة بهم ك (التعليم والمهنة والعمر والجنس والدخل والبيئة وكيفية التعامل مع المستشار المالي) وتم استخدام الاستبيان لجمع البيانات الأولية والثانوية وفق حجم عينة الدراسة التي شملت (75) فرداً موزعين (64) ذكور و(11) من الاناث وتوصلت الدراسة إلى أن هناك دوراً مهماً للدخل والمهنة في اختيار سبل الاستثمار .
2. **دراسة (Parsaeemehr et.al., 2013)** نوع شخصية المستثمرين وإدراك المعلومات المالية عند اتخاذ القرارات. هدفت هذه الدراسة لفهم سلوك المستثمرين وشخصيتهم وإدراكهم حول المعلومات المالية التي تدفعهم

لاتخاذ قرار بيع أو شراء الاسهم في سوق ايران لرأس المال، وتم اجراء الدراسة وفقاً لـ (16) مؤشراً من نوع Myers- Briggs، وشملت الدراسة صغار المستثمرين في سوق طهران للأوراق المالية، وتضمنت المعلومات المالية التي تم جمعها عن (4) شركات ، وتوصلت الدراسة الى أن صفات المستثمرين تتجمع في نوع (الوصي) كنوع من انواع المستثمرين ، ووجدت فروق ذات دلالة احصائية في ادراك المستثمرين للمعلومات المالية وفقاً لشخصياتهم وانواعها وتوزيعات الارباح للسهم الواحد، حيث يلعب الربح دوراً في اتخاذ القرار الاستثماري.

3.دراسة (الجميل،2009) تطبيق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية في سوق الكويت المالي

هدف البحث إلى كيفية تقدير نموذج CAPM من خلال البيانات المنشورة في سوق الكويت للأوراق المالية، فكان تطبيق البحث على ثلاثة جوانب:الأول الشركات المسجلة في السوق، والجانب الثاني: محاولة بناء محافظ استثمارية خلال مدة البحث والجانب الثالث يشمل السوق معتمداً على مؤشره، وهذا ما تضمنه هدف البحث ضمناً دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة ضمن اطار البحث العلمي ووفق منهجية القياس الكمي لنموذج تسعير الموجود الرأسمالي، لقد أشار التحليل لجانبين أساسيين أولاً: تحديد معامل بيتا للنموذج على أساس سهم الشركة بشكل مفرد. وثانياً: تحديد معامل بيتا للنموذج على أساس المحفظة، وقد كانت النتائج معنوية بمعظمها ولأغلب النماذج مما يدعم أرضية العلاقة بين العائد والمخاطرة ضمن إطار النموذج التقليدي لتسعير الموجود الرأسمالي.

ثالثاً:- مجال الافادة من الدراسات السابقة:

تم الافادة من الدراسات السابقة التي قامت الباحثة بمراجعتها في الجوانب المبينة في الجدول (1) ادناه:

جدول (1) يوضح مجال الافادة من الدراسات السابقة

ت	اسم الباحث	جانب الافادة
1	الجميل،2009	النظري والتطبيقي
2	Parsaeemehr et al., 2013	النظري والتطبيقي
3	Kannan and Kumar, 2015	النظري

المبحث الثاني: - الإطار النظري لتحليل سلوك المستثمر:

السلوك كلمة لها جوانب متعددة تشمل أوجه النشاط العقلي والحركي والانفعالي والاجتماعي جميعاً، الذي يقوم به الفرد، فالسلوك يتمثل في النشاط المستمر الدائم الذي يقوم به الفرد لكي يتوافق ويتكيف مع بيئته ويشبع حاجاته ويحل مشكلاته، وطالما أن هناك حياة فهناك سلوك من جانب الفرد(الصعيد، 2009: 78)، وبما أن السلوك البشري معقد جداً لذا لا يمكن تفسيره بوساطة إعدام واحد شامل(Gibson, et. al., 2003:90)، ينظر الباحثون إلى موضوع تحليل السلوك بأنه هو العلم المعني بدراسة سلوك البشر، اي بما يفعلونه وما يقولونه، وبالتالي هي محاولات لفهم وشرح ووصف وتوقع السلوك، ويجمع العلماء على ان تحليل السلوك هو منهج شامل ومتكامل لدراسة السلوك وإمكانية تغييره، ونورد هنا بعضاً من الكتابات التي تناولت هذا الموضوع الحيوي. تحليل السلوك هو ليس نظرية معينة وإنما هو نهج علمي هام لتغيير السلوك، فهو ينطوي على تحليل السوابق والنتائج المترتبة على نمط معين من السلوك، واختيار التدخلات التي تعالج واحدة أو أكثر من هذه السوابق و/أو دراسة

نتيجة آثار هذه التدخلات، ويستند هذا النهج إلى حد كبير على نظرية الاختيار العقلاني للسلوك البشري التي تنظر إلى البشر كصانع للقرار (Oskmp, et. al., 2005: 34)، أما (Pierce and Carl, 2004:3) فيؤكدان على أن تحليل السلوك هو منهج شامل لدراسة سلوك الكائنات الحية، فالأهداف الرئيسة للتحليل هو اكتشاف المبادئ والقوانين التي تنتج السلوك، وإن توسيع نطاق هذه المبادئ يتم من خلال تطوير التكنولوجيا التطبيقية، ويطلق مبدأ التمييز على الكائن الحي الذي يستجيب بشكل مختلف للحالات أو المواقف التي يواجهها التي يتم تعزيزها بسلوك يختلف من حالة إلى أخرى. وبما أن تحليل

السلوك هو منهج علمي لفهم لماذا يفعل الأفراد ما يفعلونه، فهو إذن يتيح لنا دراسة السلوك الانساني وتحليله من أجل التعرف على كيفية تأثر هذا السلوك بالإحداث المادية والاجتماعية في البيئة مما يمكن من المساعدة في أحداث التغيير المطلوب للسلوك من أجل تحسين حياة الافراد، لذلك ينطوي مفهوم تحليل السلوك على مجموعة من المبادئ والتقنيات التي سوف تعلم المهارات الاساسية التي تمكن من فهم السلوك وإمكانية تغييره (Waikato.ac.nz,2012:1). ويشير (Sloane,1992:1) إلى اختلاف تحليل السلوك في معظم المحاولات النفسية هو لفهم السلوك وبشكل خاص النظريات النفسية التي تهتم بدراسة الكيانات المختلفة للفرد مثل (العقل) أو (الشخصية) أو (الهيكل المعرفي) أو (مفهوم الذات). ولغرض القيام بعملية تحليل سلوك المستثمر فأن (Iqbal, et.al., 2013:1591) يصف سلوك المستثمر بأنه ظاهرة مالية شديدة التعقيد التي باتت مادة لأبحاث الأسواق المالية في الآونة الاخيرة. فقد تمت دراسة سلوك المستثمرين من منظور المالية التقليدية وكذلك من وجهة نظر المالية السلوكية. كما تمت دراسته من وجهة نظر المستثمرين الأفراد والمستثمرين من المؤسسات وكذلك من وجهة نظر المستثمرين الأجانب والمحليين. لذا يعد المستثمر أحد أهم عناصر العملية الاستثمارية وعليه أن يستغل امكانياته وخبراته وكفائته من أجل انجاح القرارات الاستثمارية المتخذة، وبذلك يتمكن من تحقيق الغاية الاساسية لاستثماراته. فيما يوضح (Baker and Victor,2014:7) بأن مجال دراسة سلوك المستثمرين هي محاولات لفهم وشرح قرارات المستثمرين من خلال الجمع بين موضوعات علم النفس

والاستثمار من خلال المستوى الجزئي (أي عملية اتخاذ القرار للأفراد والجماعات) والمنظور كلي (أي دور الأسواق المالية). فعملية صنع القرار من قبل المستثمرين تضم كلا من الجانب الكمي (الهدف) والنوعي (الشخصي) الجانب الذي يقوم على ميزات محددة من المنتجات الاستثمارية أو الخدمات المالية. ويدرس سلوك المستثمرين العوامل المعرفية (العمليات العقلية) والقضايا الوجدانية (الانفعالية) كون الأفراد، والخبراء الماليين، والتجار يكشفون عنها خلال عملية التخطيط وإدارة الاستثمارات المالية. اثناء الممارسة العملية، عن طريق إصدار الأحكام والقرارات التي تستند إلى أحداث سابقة، ومعتقدات شخصية، التي تقودهم بعيدا عن التفكير العقلاني على المدى الطويل. وقد ورد تعريف المستثمر من الناحية المالية بتعاريف متعددة.

وقد تمت دراسة سلوك المستثمر على المستوى الفردي والذي تضمن السمات الاساسية للسلوك منها (الشخصية والاتجاهات والقيم والإدراك والثقافة والتعلم ومستوى التعليم والدوافع) على النحو الآتي:

أولاً: الأبعاد السلوكية للفرد المستثمر Behavioral dimensions of the investor

1. **الشخصية Personality:** يعد تحليل الشخصية الانسانية نقطة البداية لدراسة سلوك الفرد، فهي تعد إحدى المقاييس السيكولوجية التي تؤخذ كمحا ومحددا لقياس سلوكيات الأفراد، كما تعد أحد أهم العناصر التي تتيح فهم السلوك الانساني التي تعمل على تفسير وشرح مكونات كل فرد وبالتالي التنبؤ بالسلوك الذي يقوم به بناءً على مكوناته الشخصية (عنصر وناجي، 2014: 136)، ويعرف (DeYoung, 2010: 1) الشخصية بأنها التباين الفريد للفرد الناتج عن التصميم التطوري العام لطبيعة الانسان ونمط السمات الترتيبي والتكيف المميز والمتكامل لحياته واختلاف ثقافته. وقد أشارت الأدبيات أيضاً إلى أن السمات التي تتطوي على درجة عالية من تنظيم الشخصية ودرجة عالية من الخيال والتعبير الفكري التنبؤي من نوايا لحضور وإدارة الأمور المالية الشخصية والاستثمارات تتمتع بخاصية الانفتاح على الخبرة الذي يمثل أحد العوامل الخمسة الكبرى للشخصية، وكذلك عامل يقظة الضمير الذي قد يؤثر على نوايا الاستثمار حيث يرتبط مع مساعي الانجاز والكفاءة، وهذا العامل الشخصي قد يكون بمثابة المحدد الكامن وراء لماذا الأفراد هم أكثر عرضة لاستخدام المال كوسيلة للتأثير على بعض الأفراد ولفت نظر الآخرين (Mayfield, et. al., 2008: 222-223).

2. **الاتجاهات Attitudes:** يعرف على أنه الحالة الوجدانية القائمة وراء معتقد الشخص أو رأيه فيما يتعلق بموقف معين من حيث رفضه لهذا الموقف أو قبوله ودرجة هذا الرفض أو القبول. والاتجاه هو حالة الفرد الشعورية التي توجهه نحو المواضيع والأشياء المختلفة. وقد يكون هذا التوجيه موجباً أو سالباً، وبالتالي يعد الاتجاه هو تقييم عام من قبل الأفراد للأشياء أو القضايا حيث يستخدم الأفراد الحالة النفسية لتنظيم الطريقة التي ينظرون بها إلى بيئتهم وتوجيه تلك الطريقة التي تستجيب لمثل هذه البيئة (Le and Bao -Tran, 2014: 89). ويشير بهذا الصدد (حطاب، 2007: 13) إلى اختلاف اتجاهات وميول الفرد المستثمر عن ميول واتجاهات المستثمر الآخر حيث يتضح ذلك جلياً من خلال مدى تفضيل المستثمر للمخاطرة أو مدى تجنبه لها، فيما يؤكد (Ali, 2014: 157) أن العديد من البحوث التي أجريت على سلوك الأفراد المستثمرين تبين أن قرارات تداولهم ما زالت متحيزة نفسياً، رغم تقييمهم للمركز المالي للشركة، نجد تلك القرارات خاضعة لبعض العناصر العاطفية مثل اتجاهات الأفراد وولائهم لبعض العلامات التجارية.

3. **القيم Values :** ونظراً لما تنسم به القيم من عمق معرفي وثقافي خاضع لمعتقدات وثقافة الفرد والمجتمع على حد سواء، لذا فقد اختلف العلماء والمفكرين في تعريفها (حسين، 2014: 95)، وتعرف القيم بأنها "مجموعة من المعايير والإحكام التي تتكون لدى الفرد نتيجة الخبرات الفردية التي يمتلكها والمواقف الاجتماعية التي يواجهها وتكون هذه الخبرات والمواقف متفقة مع التوجهات الاخلاقية للفرد والمجتمع (المزين، 2009: 11) وقد اشار (Borgers, et. al., 2015: 2-10) إلى تزايد عدد الدراسات النظرية والتطبيقية التي تشير إلى أن عدد كبير من المستثمرين يعطون الافضلية للأسهم المبنية على اعتبارات اجتماعية نابعة من القيم والأعراف الاجتماعية.

4. **الثقافة culture:** أخذت الثقافة في القرون الماضية بعداً روحياً وعقلياً للشخص، لتعبر بذلك عن مستوى التطور الذكائي والاجتماعي للفرد والجماعات (سالم، 2006: 8) ووفقاً لـ (Guiso, 2006: 2) فالثقافة تحدد بتلك المعتقدات والقيم العرفية التي تنقلها الجماعات العرقية أو الاجتماعية أو الدينية دون تغيير إلى حد ما من

جيل لآخر. وفي دراسة نشرت لـ (Kask, 2003) اشار فيها إلى تأثير كل من سلوك المستثمر والثقافة التنظيمية بصورة مباشرة وغير مباشرة على قيمة الاستثمار من جانب وعلى قيمة اسهم الشركة من جانب آخر، حيث توصل إلى استنتاج مفاده أن واحدة من الاسباب الرئيسية لقيمة الاستثمار اساسها سلوك المستثمر (Kask, 2003:249-250).

5. الإدراك Perception: يُعد الإدراك حقل معرفي كغيره من الحقول المعرفية الأخرى، فقد اهتم بدراسته العديد من الباحثين في الميدان النفسي والسلوكي، ويشير مفهوم الإدراك إلى كيفية التقاط الافراد للمعلومة وكيفية معالجتها وتنظيمها وتفسيرها. وقد اشار (McGinnis, 2012:42-43)، الإدراك وحسب قاموس وبستر (1913) يعرف بأنه العملية التي يحصل من خلالها الكائن الحي على وعي وفهم بيئته من خلال تنظيم وتفسير المعلومات الحسية (Durmaz and Ibrahim, 2011:1). أما (Sindhu and Rajitha, 2014:16) فيعرف الإدراك وفق منظوره للمستثمر، بأنه العملية التي يقوم الفرد المستثمر من خلالها بالبحث عن تفسير للمعلومات الحسية حتى يتمكن من اصدار الحكم النهائي على أساس ما يمتلكه من مستوى الخبرات والتجارب السابقة.

6. الدوافع Motivation : تعريف الدافع بان الباحثين قدموا مجموعة كبيرة من التعاريف للدافع، وهناك اتفاق يكاد يكون تام من خلال بعض المفاهيم التي يصف الكتاب بها الدافع بأنه عبارة عن عملية أو سلوك أو قوى نفسية يكون موجه نتيجة الدافع، وبعبارة أخرى فان الدافع عادة ما يوصف بأنه قوة غير مرئية التي تدفع الافراد إلى التصرف بطريقة معينة (Kirstein, 2010:6)، وتعد الدوافع حالها حال السمات السلوكية الأخرى التي تدفع الفرد المستثمر لاتخاذ قرار الاستثمار في شركات معينة، وذكر كل من (Aspara and Tikkanen, 5-21) في دراستهما ان العائد والمخاطرة المالية هي ليست الدافع الوحيد الذي يدفع الأفراد للاستثمار في أسهم شركات معينة حسب ما تفترضه البحوث التقليدية فليس من المعقول ان يكون الأفراد مهتمين فقط بالعائد المتوقع والمخاطرة عند تكوين محافظهم، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك أدلة تجريبية اظهرتها الدراسة بتأثر الأفراد المستثمرين بالشركات كدافع وحافز للاستثمار بأسهمها.

7. التعلم والمستوى التعليمي Learning and Educational Level :

1- التعلم Learning : التعلم هو عملية تغيير شبه دائم في السلوك البشري الذي لا يمكن ملاحظته مباشرة ولكن يمكن الاستدلال عليه من خلال الاداء او السلوك الذي يتصوره الفرد الذي ينشأ نتيجة الممارسة لما يظهر من تغيير في اداء الفرد، لذا يجب علينا ان نفهم كيف يتعلم الافراد كونها عملية مستمرة وتحدث في كل زمان، لطالما تفاعل الفرد مع اي حالة او يستجيب للتعليمات بشكل معين، والمنهج النظري للتعلم يتضمن النظريات السلوكية والمعرفية والناشئة حديثاً نظرية التعلم الاجتماعي (Kondalkar, 2007: 72)، أما دراسة (Stoffman, 2008:7-9)، فتؤكد على طرق التعلم التي يمكن للمستثمر الاستفادة منها حيث اظهرت البحوث والدراسات ان بعض الافراد المستثمرين هم اكثر مهارة ووعياً من الآخرين ، ومن هذه الطرق :

1 - طرق التعلم الكلاسيكي : التي تعمل على تحسين قدرة المستثمر .

2 - عمليات التداول: فعندما يقرر المستثمر البدء في عمليات التداول عليه ان يقرر اي من مصادر المعلومات يمكنه ان يتعلم منها ويكتسب الخبرة، فهناك عدد من تلك المصادر (الاسواق المالية، مواقع الانترنت، نشرات

الاخبار الاستثمارية، نصائح المحللين الماليين والوسطاء) فضلاً عن ان تشجيع الافراد المستثمرين على التعلم لها انعكاساتها على سياسة السوق وان تحسين قدرة المستثمرين على الاستثمار بنجاح ثابت نسبياً تعمل على الكشف عن قدراتهم الكامنة .

2 - المستوى التعليمي Educational Level: تعرف (موسوعة المعارف التربوية، 2007) التعليم بأنه عملية ترتيب وتنظيم المعلومات لإنتاج التعلم الذي يتطلب انتقال المعرفة من المصدر إلى المستقبل، ويطلق على هذه العملية بالاتصال، لذا ومن اجل الحصول على تعليم فعال يستوجب تحقيق عملية اتصال فعالة بين اطراف العملية التعليمية (نمور، 2012: 10)، إما (Korhonen, 2011: 1)، فيشير إلى ان من العوامل النفسية ما له تأثير اقل على المستثمرين في سوق الاسهم اذا توفر فيهم مستوى التعليم العالي أو أي نوع من التعليم الذي يكون اقرب لفهم المنتجات المالية ومفهوم العائد والمخاطرة ، فضلاً عن ذلك فهو يشير إلى إحدى الدراسات التي وثقت العلاقة الايجابية بين الوعي المالي والتعليم، حيث يقترحون انه اذا تم تعزيز مستوى الوعي المالي بين المستثمرين فهذا سوف ينعكس على مستوى السوق الحالي بشكل كبير، ويوضح (Carlson, et. al., 2015:33) أهمية التعليم المالي بالقول أن التعليم، سواء أكان في المنزل أم في المدرسة، فهو يلعب دوراً هاماً في تعليم الشباب البالغين اكتساب المعرفة المالية أهمية التعليم المالي بالقول أن التعليم المالي، سواء أكان في المنزل أو في المدرسة، فهو يلعب دوراً هاماً في تعليم الشباب البالغين اكتساب المعرفة المالية.

ثانياً: انواع المستثمرين Types Of Investors

تم تناول انواع المستثمرين من خلال العديد من الكتابات التي قدمها الباحثين والأكاديميين وفي هذا المجال نتطرق لنموذج الطرق الخمسة.

1. نموذج الطرق الخمسة لـ BB & KBB Five – Way Model

اشار إلى نموذج الطرق الخمسة كل من (Pompian, 2006:37)، (جسام ، 2007: 98-99)،

(العبيدي، 2015: 57) وفي ادناه نقدم شرح مبسط لكل صنف ورد في النموذج:

أ. **المغامرين Adventurer** : وهو المستثمر ذو الثقة العالية بنفسه، ومن الصعب ان يطلب المشورة من أحد بسبب افكارهم الخاصة تجاه الاستثمار لذلك فهو على استعداد لتحمل المخاطر.

ب. **المقلدين (المشهور) Celebrity**: هذا النوع من المستثمرين يرغب في ان يكون في قلب الحدث ويرغب بالعمل، لكنهم لا يملكون الأفكار الخاصة بهم حول الاستثمار، لذا نراهم يتبعون افكار الآخرين، وبالتالي يقعون فريسة مخاطر التقلبات السريعة في الأسواق المالية.

ج. **الفرديين Individualist**: هؤلاء الافراد لهم طريقتهم الخاصة، حيث يتميزون بالإعمال الصغيرة الشخصية او الاعمال المهنية مثل المحامي والمهندس ويكونوا حذرين في قراراتهم الاستثمارية من ناحية ومنهجيون ومحللون من الناحية الأخرى، لذا فهم يتجنبون المخاطرة العالية ويعتمدون على انفسهم في اتخاذ قراراتهم .

د. **المحافظين (الوصي) Guardian**: يتصف هؤلاء الافراد بأنهم من فئة كبار السن، يكونوا حذرين وقلقين في اتخاذ قراراتهم، ويفتقرون إلى الثقة في قدرتهم على التنبؤ بالمستقبل أو لفهم اين يمكنهم استثمار أموالهم لذلك يعتمدون على الاستشارة قبل اتخاذ القرار الاستثماري .

هـ. الوسطيين (السهم المستقيم) **Straight Arrow**: هؤلاء الافراد هم من النوع المتوازن، بعبارة اخرى، فهم يقعون في الوسط بين الانواع الاربعة السابقة، وهو مركب متوازن من انواع المستثمرين الاربعة، ويرغبون بالتعرض إلى قدر متوسط من المخاطرة وتكون قراراتهم متوازنة.

ثالثاً: نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM

تصف نظرية المحفظة **Portfolio Theory**، المستثمر بالرشد والعقلانية عند ممارسة عملية الاختيار أو مفاضلته بين الاستثمارات، فالمستثمر الرشيد هو ذلك الشخص المتجنب للمخاطرة وهذا يقوده الى الاستثمارات التي تحقق له اعلى معدل للعائد عند درجة معينة من المخاطرة، أو مستوى أقل من المخاطرة عند معدل عائد معين، فالمستهلك الرشيد في نظر هذه النظرية (الاقتصادية) هو الشخص الذي يوازن بين المنفعة وثمان السلع البديلة بهدف الحصول على اقصى منفعة ممكنة في حدود دخله، كذلك الحال بالنسبة إلى المستثمر الرشيد الذي يوازن بين العائد والمخاطرة للاستثمارات البديلة للحصول على اكبر عائد ممكن في حدود موارده المحدودة (العامري، 2010: 23-25) لذا فقد جاء نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية ليكون الاداة التي يمكن من خلالها قياس العائد والمخاطرة والمبادلة بينهما وفق حدود معينة. ويعد نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية ((**Capital Asset Pricing Model (CAPM)**) والمقدم من قبل Sharpe (1964) والذي بني على خلفية نظرية المحفظة الحديثة المقدمة من قبل Harry Markowitz في العام (1959) أحد النماذج التي توضح العلاقة التوازنية بين العائد المطلوب على الاستثمار والمخاطرة (Elbannan, 2015: 216).

1. افتراضات النموذج : يقوم النموذج على عدد من الافتراضات هي:

- أ. أن جميع المستثمرين يخططون لفترة احتفاظ واحدة .
- ب. لا توجد تكاليف المعاملات والضرائب والقيود على المبيعات قصيرة الاجل من أي موجود.
- ج. يتجنب جميع المستثمرين المخاطرة. (Dawson, 2014: 52)
- د. يتصف جميع المستثمرين بالعقلانية، فهم يسعون لتعظيم الفائدة الاقتصادية الفردية .
- هـ. الاسعار معطاء ولا يمكن للمستثمرين التأثير عليها (أسعار تنافسية).
- و. كل الموجودات قابلة للتسويق (Krause, 2001: 43).
- ز. يمكن للمستثمرين الاقتراض والاقتراض وفقاً لمعدل العائد الخالي من المخاطرة .
- ح. جميع المستثمرين لديهم فرص متساوية لبيع وشراء الاوراق المالية (Leonard, et.al., 2012: 5).
- ط. يتمتع السوق بكفاءة تامة وهناك تماثل بالمعلومات بين المستثمرين (النواجحة، 2014: 76).

2. معادلة نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM Model Equation

بما أن نموذج CAPM يعد من النماذج النظرية فيمكن استخدامه في حساب معدل العائد المطلوب للشركة، الذي يعكس تكلفة حق الملكية، حيث يعبر عن معدل العائد المطلوب .
ويحسب وفق المعادلة (1) الآتية:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f] \dots\dots\dots (1)$$

حيث ان :

$E(R_i)$: معدل العائد المطلوب على السهم i

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

β_i : معامل بيتا هو مقياس احصائي لقياس المخاطرة النظامية للسهم i .

R_m : معدل العائد المتوقع على محفظة السوق

$(R_m - R_f)$: علاوة مخاطرة السوق .

المبحث الثالث:- الجانب العملي للبحث:

اولا: عرض النتائج وتفسيرها

1. عرض نتائج تحليل سلوك المستثمر وفق اجابات عينة البحث:

أ - الشخصية: حقق هذا البعد إجمالي متوسط بلغ (3.86) وانحراف معياري بلغ (1.014) لتباين إجابات

المبحوثين بلغت (77.2%)، يتضح لنا أن السمات الشخصية للمستثمر في سوق الكويت لها تأثير واضح عليه.

ب. الاتجاهات: إما بند الثاني فقد إجمالي المتوسط بلغ (3.98) وانحراف معياري (0.888) وبشدة إجابة عالية

وصلت الى مقدار (79.6%) وهذا يفسر لنا تأثير واضح لاتجاهات الفرد المستثمر على قراراته الاستثمارية.

ج. القيم: كما يشير الجدول (2) في ادناه الى إجمالي المتوسط المتحقق لقيم المستثمر حيث بلغ (3.91) أي

بمستوى عالي وانحراف معياري بلغ (0.908) وبشدة إجابة بلغت (78.2%) وهذا يدل على تأثير القيم

والمعتقدات والتقاليد على سلوك المستثمر .

د. الثقافة: حققت جميع فقرات هذا البعد مستوى عالي لمستوى المتوسط المتحقق لها حيث بلغ إجمالي المتوسط

(3.93) بانحراف معياري (0.841) لشدة إجابة بلغت (78.6%) وكما مبين في الجدول ادناه، أي أن

المستثمر يهتم بثقافته الاستثمارية من خلال الاطلاع والمتابعة المستمرة للتطورات الحاصلة في السوق المالي.

هـ . الإدراك: إما هذه الفقرة فقد حققت مستوى عالي لإدراك المستثمر بإجمالي متوسط بلغ (4.18) وانحراف

معياري (0.770) للانسجام العالي في إجابات عينة البحث التي بلغت (83.6%) وهذا يدل على أهمية بعد

ادراك المستثمر و(ادراكه لمكامن الخطر الذي يمكن التعرض له لذلك يحاول أن يكون حذراً قدر المستطاع

وابتعاذه عن القرارات التي تكون مخاطرتها عالية .

و. الدوافع: تشكل الدوافع احد العناصر الاساسية التي تدفع الفرد للعمل، وبما أن اتخاذ القرارات الاستثمارية تعد احد

اهم الاعمال التي يقوم بها المستثمر ودافعه هنا تحقيق العائد المرغوب به وتجنب المخاطرة ، وبالرجوع الى

الجدول (2) نلاحظ أن المتوسط المتحقق بلغ (3.86) وانحراف معياري (0.908) ويتباين لإجابات عينة

البحث بلغ (77.2%) وهذا يدل على أن المستثمر يعطي أهمية لدوافعه اثناء عملية اتخاذ قرار الاستثماري، أو

دوافع احتفاظه بالأسهم أو دوافع الاستثمار أو قدرته على التنبؤ بالأسعار فهذه كلها عوامل اساسية لدفع

المستثمر على اتخاذ قرار الاستثمار .

ز. التعلم ومستوى التعليم: بلغ متوسطها الإجمالي (3.89) وانحراف معياري (0.888) وبإجابة (73.8%) وهي بمستوى الجيد، وقد اوضحت هذه الفقرتين بأن المستثمر يستغل خبرته ومهارته في اتخاذ القرار.

جدول (2) يوضح إجمالي المتوسط والانحراف المعياري وشدة الإجابة للمتغيرات الأساسية

ت	المتغير	متوسط	انحراف معياري	شدة الإجابة
1	الشخصية	3.86	1.014	77.2
2	الاتجاهات	3.98	0.888	79.6
3	القيم	3.91	0.908	78.2
4	الثقافة	3.93	0.841	78.6
5	الإدراك	4.18	0.770	83.6
6	الدوافع	3.86	0.908	77.2
7	التعلم ومستوى التعليم	3.89	0.888	73.8

2. عرض نتائج تحليل انواع المستثمرين وفق اجابات عينة البحث:

1. المغامرون: يبين لنا الجدول (3) إجمالي متوسط بند المغامرون الذي بلغ (3.98) بانحراف معياري (0.914) للانسجام العالي لإجابات عينة البحث والتي وصلت الى (79.6%)، وهذا يدل على اتفاق الافراد المستثمرين في هذا السوق .

2 . المشاهير: أما بند المشاهير فقد حقق إجمالي بلغ (3.77) وبانحراف معياري مقداره (1.002) أما شدة إجابة عينة البحث فقد بلغت (75.4%)، وذلك لعدم انسجام المبحوثين بالإجابة وفق هذا البند.

3. الفرديون: بلغ إجمالي متوسط بند الفرديون (3.98) وبانحراف معياري بلغ (0.864) وبشدة إجابة وصلت الى (79.6%)، لانسجام إجابات أفراد عينة البحث والمتمثلة بالمستوى الجيد العالي وفق بند الفرديون، فأنهم يتميزون بطريقتهم الخاصة التي يتخذون بها قراراتهم الاستثمارية.

4 . المحافظون: جاءت نتائج بند المحافظون دون المستوى المطلوب لانخفاض إجمالي متوسطها وارتفاع نسبة الانحراف المعياري بسبب ضعف شدة الإجابة لأفراد عينة البحث حيث حققت متوسطاً حسابياً بلغ (3.42) و (1.212) وشدة إجابة (68.4%)، والسبب الأكثر وضوحاً يتمثل بانخفاض نسبة كبار السن في هذا السوق كمستثمرين كون هذا البند يمثل الوصي والذي يضم فئة كبار السن أكثر من فئة الشباب مما انعكس سلباً على إجمالي المتوسط له.

5. الوسطيون (السهم المستقيم): أما في بند الوسطيون فقد حقق إجمالي بلغ أعلى المراتب المتحققة في بنود انواع المستثمرين حيث حقق (4.33) وبانحراف معياري وصل الى (0.702) وبشدة إجابة بمستوى عالي جداً بلغ (86.6%) وذلك بسبب الانسجام التام بين افراد عينة البحث في اتفاق الإجابات.

جدول (3) يوضح إجمالي متوسط والانحراف المعياري وشدة الإجابة لأبعاد انواع المستثمرين

ت	المتغير	متوسط	الانحراف المعياري	شدة الإجابة
1	المغامرون	3.98	0.914	79.6
2	المقلدون (المشاهير)	3.77	1.002	75.4
3	الفرديون	3.98	0.864	79.6
4	المحافظون (الوصي)	3.42	1.212	68.4
5	الوسطيون (السهم المستقيم)	4.33	0.702	86.6%

3. عرض نتائج التحليل المالي لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية لسوق الكويت للأوراق المالية

أ . نتائج تحليل المحافظ لسوق الكويت للأوراق المالية

الجدول (4) في ادناه يعرض النتائج المالية والاحصائية التي تم التوصل اليها لسوق الكويت للأوراق المالية وعلى النحو الآتي:

1. أظهرت النتائج انخفاض متوسط العوائد للمحافظ كافة في السوق خلال الفترة المدروسة ماعدا المحفظة (1) في العام 2012 التي شهدت اشارة سالبة في متوسطها حيث بلغ (-0.0816).

2. أشر معدل الانحراف المعياري انخفاضاً في قيمه، مما يدل على انخفاض مقدار المخاطرة لهذه المحافظ بالرغم من انخفاض نسبة العائد المعدل بالمخاطرة لـ Sharpe حيث أظهرت نتائج التحليل انخفاض النسبة فضلاً عن سلبية نسبة بعض المحافظ (فارتفاع النسبة يشير الى الاداء الأفضل للمحفظة). وبالتالي انخفاض عائد المحفظة عند مستوى معين من المخاطرة .

3 . أظهر تحليل معامل التحديد R^2 ارتفاعاً لعدد من المحافظ حيث بلغت (50%) للمحفظتين (1) و (2) و (3) من العام 2010 و 2012) على التوالي، أما في العام 2014 كانت (61%) للمحفظة (1)، وهذا يعني ان النسبة المتبقية تعود الى عوامل أخرى لم يتمكن نموذج العامل الواحد CAPM من التقاطها، من جانب آخر شهد العام 2011 ارتفاعاً ملحوظاً لقيمة الـ R^2 إذ بلغت قيمة المحفظة (1) (98%) ، وهذا يدل على القدرة التفسيرية العالية للنموذج الذي يقيس قوة تأثير المتغير المستقل (عائد السوق) في المتغير التابع (عائد السهم) لهذه المحفظة.

4. أشرت قيم F المحسوبة معنوية العلاقة في الكثير من المحافظ منها (1) و (3) في العام 2010، و (2) و (3) و (4) في العام 2011، و (1) و (3) في العام 2012 و 2014 على التوالي. وهي دالة احصائياً في الكثير من المحافظ ايضاً، في حين اثبتت المحافظ الأخرى عدم معنويتها. كما أظهر التحليل أن قيمة F المحسوبة كانت أكبر من الجدولية البالغة (5.317) عند مستوى (0.05)، وهذا واضح للمحافظ (1 و 3) للعام 2010 و (2، 3، 4) للعام 2011 و (3) و (1) للعام 2013 و 2014 على التوالي .

5 . تم استخدام اسعار الفائدة على أدونات الخزينة استحقاق (90) يوماً والمعلنة من قبل البنك المركزي الكويتي لغرض الحصول على العائد الاضافي خلال الفترة المبحوثة، وقد أشرت النتائج انخفاض مقدار علاوة المخاطرة لكافة الفترة المبحوثة، فقد كانت سالبة لأن عائد السوق (R_m) كان أقل من معدل العائد الخالي من المخاطرة بسبب الانخفاض المستمر في مؤشر السوق خلال الفترة المبحوثة، مما أثر سلباً على العائد الاضافي المطلوب من قبل المستثمرين لغرض تعويضهم عن المخاطرة التي يتحملونها.

6. بتطبيق معادلة النموذج للحصول على العائد المتوقع للسوق وجدنا عدد من الشركات كانت ذات عوائد سلبية والسبب في ذلك يعود لانخفاض مؤشر السوق الكويتي فضلاً عن ارتفاع معدل العائد الخالي من المخاطرة لذلك كانت علاوة المخاطرة في بعض السنوات سالبة. والجدول (5) في ادناه يوضح مقدار علاوة المخاطرة التي تم الحصول عليها من خلال طرح قيمة مؤشر السوق من معدل العائد الخالي من المخاطرة.

جدول (4) يوضح متوسط العوائد والانحراف المعياري لمحافظة سوق الكويت وفق نموذج CAPM

Variable		Mean	S. D.	R ²	F	P-value	SR
2010	1	0.702	2.047	0.502	6.659	0.045	0.0337
	2	0.612	1.6284	0.109	0.596	0.462	-0.0129
	3	0.8576	2.7847	0.504	6.111	0.038	0.08066
	4	1.1746	2.8007	0.140	0.333	0.580	0.19338
2011	1	0.6922	2.3292	0.980	0.012	0.917	-0.0643
	2	0.4966	2.1109	0.503	*6.365	0.042	-0.1636
	3	0.2175	1.4093	0.501	*6.042	0.048	-0.4431
	4	1.2700	3.10063	0.510	*6.620	0.039	0.13804
2012	1	-0.0816	0.46836	0.142	1.324	0.283	-1.7542
	2	0.2869	1.1402	0.123	1.10	0.321	-0.3974
	3	0.1974	1.01320	0.503	*6.335	0.033	-0.5355
	4	0.6780	1.71429	0.151	0.429	0.531	-0.0362
2013	1	0.3274	0.96961	0.119	0.154	0.705	-0.4255
	2	0.5929	1.6963	0.141	0.344	0.574	-0.0867
	3	0.7202	2.3206	0.134	0.282	0.610	-0.0085
	4	0.3722	1.41725	0.195	0.837	0.387	-0.2595
2014	1	0.4471	1.26898	0.612	*8.982	0.011	-0.2308
	2	0.7745	1.87624	0.140	0.330	0.581	0.01839
	3	0.1414	1.6719	0.144	0.368	0.561	-0.358
	4	0.7031	2.24213	0.146	0.366	0.565	-0.0165

جدول (5) يوضح علاوة المخاطرة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة من 2010 - 2014

Year	Rm	Rm	(Rm-Rf)
2010	-0.16408598	0.633	-0.4689141
2011	0.02065632	0.842	-0.82134368
2012	0.27213	0.740	-0.46787
2013	-0.13428439	0.740	-0.87428439
2014	-0.14085671	0.740	-0.88085671

ب . عرض نتائج تحليل بيتا للشركات

تم استخدام البيانات الشهرية والسنوية والمنشورة عن طريق الموقع الالكتروني للسوق، وباستخدام معادلة ميل الانحدار تم الحصول على قيم معامل بيتا وباستخدام برنامج Excel, 2010، توصلنا إلى النتائج الآتية:

1. أظهرت نتائج الاختبار لمعامل بيتا ان قيمه كانت موجبة في الغالبية العظمى للشركات ما عدا بعض الشركات في الفترات المختلفة، فقد شهد عام 2010 و 2012 (11) شركة ذات قيم سالبة وهي نسبة قليلة مقابل (29) شركة ذات قيم موجبة اي شكلت ما نسبته 72%، فيما كانت قيم بيتا السالبة لعام 2011 أقل من العام السابق حيث بلغت (8) قيم أي بنسبة 20% كما انخفضت نسبة القيم السالبة لمعامل بيتا في العام 2013 و 2014 حيث بلغت (15%) و (18%) على التوالي. وهذا مؤشر جيد للشركات المبحوثة في السوق الكويتي كون الشركات أقل تقلباً من تقلبات السوق وان تأثير معامل بيتا ذات القيمة السالبة سيكون قليلاً على ميل خط سوق الأوراق المالية، وسيعكس العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة في أسهم الشركات المدرجة في السوق.
2. من جانب آخر اظهرت العديد من الشركات قيم بيتا (0) وهذا يعني أن أسهمها خالية من مخاطر تقلب السوق.
3. أظهرت بعض الشركات قيم بيتا عالية جداً وبشكل خاص في العام 2011 أي انها ذات مخاطرة عالية مثل مصارف (التجاري الكويتي والخليج والكويت الوطني والاهلي المتحد وبوبيان) وصناعات التبريد واسيكو ونور للاستثمار المالي.

أما في العام 2012 فقد شهد السوق نوعاً من الاستقرار في أسهم الشركات المبحوثة ما عدا بعضاً من الشركات التي اظهرت قيماً سالبة وهذا يعني أن أسهمها كانت أكثر تقلباً من السوق وعكس اتجاهه. كما أظهرت بعض الشركات قيم بيتا مساوية تماماً للـ (1) الصحيح وهذا يعني ان اسهمها ستتحرك بتوافق تام مع السوق ارتفاعاً وانخفاضاً ومخاطرتها ستكون مساوية لمخاطرة السوق كذلك، كما ان عوائدها ستكون مساوية لعوائد السوق، مثل شركة النخيل للإنتاج الزراعي وشركة أسمنت الكويت في العام 2010 و 2014 على التوالي. وكان أشد الارتفاع في معامل β قد بلغ (75) لشركة نور للاستثمار المالي في العام 2011 وهذا يدل على المخاطرة العالية لأسهمها، بينما كانت في 2012 شهدت أسهمها تقلباً اشد من تقلب السوق وعكس اتجاهه ايضاً حيث بلغ معامل بيتا لها (-0.059)، اما أقل قيمة مرتفعة لمعامل بيتا كانت (1.333) لشركة طيران الجزيرة.

وبموجب قيم معامل البيتا التي أظهرها الاختبار هذا يعطي مساحة واسعة امام المستثمرين للاستثمار في السوق وهذه النتائج تتفق مع التي تم التوصل اليها من قبل الباحث (الجميل، 2009).

جدول (6) يوضح قيمة معامل بيتا السنوية وفق نموذج CAPM للشركات المدرجة في سوق الكويت

ت	اسم الشركة	بيتا 2010	بيتا 2011	بيتا 2012	بيتا 2013	بيتا 2014
1	مصرف الكويت الوطني	0.45	29.6	1.5	0.4	0
2	مصرف الخليج	0.1538	39.385	0.9231	-0.41	0
3	التجاري الكويتي	0.6316	40.421	0	6.737	0
4	الاهلي الكويتي	-0.577	17.297	0	-2.595	0
5	الاهلي المتحد	0.0247	32	0	0	0
6	الكويت الدولي	-0.279	-10.06	-1.086	0	0
7	برقان	-0.392	15.059	-0.176	0	0
8	بيت التمويل الكويتي	0.9697	16.485	0.0606	3.879	0
9	بوبيان	-0.111	49	0	0	0
10	اسمنت الفجيرة	-1.204	1.0323	-0.774	1.032	0
11	اسمنت الكويت	0.5333	8.5333	0.1481	0	1.06667
12	صناعات التبريد والتخزين	0.6743	46.345	0.0613	0.552	-3.0345
13	الصناعات الهندسية الثقيلة	0.5714	27.429	-0.063	-1.143	0.57143
14	شركة المقاولات والخدمات	1.7037	18.963	0.0658	0	-1.7778
15	الشعبية الصناعية	1.4615	0	0.0684	0	-3.0769
16	اسيكو للصناعة الورقية	1.76	40.96	0.3556	-1.28	-0.64
17	اكتتاب القابضة	2.3333	21.333	-0.444	1.333	0.33333
18	الديرة القابضة	-0.087	12.522	0.2319	-1.391	-4.8696
19	المدينة للتمويل والاستثمار	1.2727	30.545	-0.525	2.182	3.27273
20	نور للاستثمار المالي	5.9048	74.667	-0.095	3.048	0
21	الامان للاستثمار المالي	6.2	14.4	-0.35	1.6	0
22	التمدين الاستثمارية	-1.053	3.3684	0.2632	0	0
23	الكويتية- البحرينية للصيرفة	0.6667	-3.556	0.1667	1.778	0
24	مجموعة السلام القابضة	0	-11.29	0.3529	1.882	-0.9412
25	منازل القابضة	0	28	-0.125	0	-3
26	مجموعة عربي القابضة	0	4.2667	-0.067	0	0
27	شركة الفنادق الكويتية	-0.286	-9.143	0.0714	0	1.14286
28	ايفا للفنادق	0.9231	-4.923	0	-4.923	0
29	طيران الجزيرة	-1.667	0	0.3333	0	1.33333
30	شركة السور لتسويق الوقود	1.0909	11.636	-0.54	2.909	0
31	شركة التقدم التكنولوجي	-0.4	-6.4	0	0	-1.6
32	ياكو الطبية	-0.889	-21.33	0	0	0
33	شركة النخيل للإنتاج الزراعي	1	16	0	0	0
34	ايبير للتطوير العقاري	2.8571	-9.143	0	0	0
35	الارجان العالمية	0	0	0	0	0
36	منشآت للمشاريع العقارية	0	0	0	0	0
37	دبي الاولى للتطوير العقاري	0	0	0	0	0
38	شركة مشاريع الكويت القابضة	0	0	0	0	0
39	الخليجية الدولية للبتترول	0	0	0	0	0
40	التسهيلات التجارية	0	0	0	0	0

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel. 2010

ثانياً: اختبار فرضيات البحث:

اختبار الفرضية الرئيسة الاولى H01: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية معنوية لسلوك المستثمر في سوق الكويت للأوراق المالية على علاوة المخاطرة على وفق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM تعزى إلى محددات السلوك المتمثلة بـ (الشخصية، الاتجاهات، القيم، الثقافة، الإدراك، الدوافع والتعلم). يوضح الجدول (7) في ادناه النتائج الاحصائية لسوق الكويت للأوراق المالية حيث بينت أن المعطيات الاحصائية إلى أن قيمة (F) المحسوبة قد بلغت (114.987) وهي أكبر من قيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (0.01) و (0.05) وهي دالة احصائياً، حيث بلغت قيمة (R²) (0.764) وهذا يشير إلى أن المتغيرات المستقلة والمتمثلة بأبعاد سلوك المستثمر قادرة على تفسير ما نسبته (76%) من التباين لعامل المخاطرة لنموذج CAPM. كما يوضح الجدول بأنه هناك أثر ذو دلالة احصائية بين ابعاد سلوك المستثمر وعامل المخاطرة بدلالة ارتفاع عامل بيتا حيث بلغ (0.63) وبدلالة قيمة (t) المحسوبة وبالقيمة (10.723) التي هي أكبر من قيمتها الجدولية عند مستوى دلالة (0.000)، مما يعني رفض الفرضية الرئيسة الاولى H01 وقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود (أثر ذو دلالة احصائية لسلوك المستثمر في الاسواق المالية على علاوة المخاطرة وفق نموذج CAPM تعزى إلى محددات السلوك المتمثلة بـ (الشخصية، الاتجاهات، القيم، الثقافة، الإدراك، الدوافع، التعلم والتعليم). وهذه النتيجة تتسجم مع النتيجة التي توصلت اليها دراسة (Parsaeemehr, et.al., 2013) التي أكدت على وجود فروق ذات دلالة احصائية في إدراك المستثمرين للمعلومات المالية وفقاً لشخصياتهم وانواعها المختلفة وتوزيع الارباح للسهم الواحد حيث يلعب ربح السهم والعائد على الاستثمار دوراً هاماً في اتخاذ القرار الاستثماري. وكذلك توصلت دراسة (Islamoglu, et.al., 2015) على وجود أثر ذو دلالة احصائية بين العوامل التي تؤثر على سلوك المستثمرين مثل سلوك المستثمر الواعي وتأثير الدين والمجتمع في اتخاذ القرارات الاستثمارية وسلوك المستثمرين التقليدي والعوامل الاقتصادية مثل الدخل. وتدعم هذه النتيجة ايضاً ما توصلت اليه دراسة (شهاب، 2015) بتأثر عملية اتخاذ قرار الاستثمار بسلوك المستثمر والسلوك الاستثماري وذلك لتأثر سعر السهم بعدد من العوامل النفسية المهمة منها (الخوف والطمع، تجنب المخاطرة). كذلك تتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه دراسة (Zaidi and Muhammad, 2012) عند تناولهم العوامل الخمسة للشخصية وربطها بأبعاد المالية السلوكية، فقد أظهرت النتائج أن هناك علاقة إيجابية بين تحيز الثقة المفرطة والطيبة والمقبولية، الانبساط والوعي. والعلاقة السلبية بين تحيز الثقة المفرطة والعصابية. كما أظهرت النتائج أن هناك أثر بين الخبرة الاستثمارية وتحيز الثقة المفرطة. وخلصت الدراسة إلى أن المستثمر في بورصة لاهور، ليس عقلاني والتفسيرات التي قدمتها نظرية المالية التقليدية قد لا تكون صحيحة.

جدول (7) يوضح معامل الانحدار لعامل المخاطرة على سلوك المستثمر

السوق	معامل R ²	معامل β	قيمة t المحسوبة	قيمة F المحسوبة	مستوى الدلالة	طبيعة العلاقة
سوق الكويت	0.764	0.630	10.723	114.987	0.000	معنوية عالية

اختبار الفرضية الرئيسية الثانية H02 : لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لأنواع المستثمرين في سوق الكويت للأوراق المالية المتمثلة بـ (المغامرون، الانفراديون، المقلدون، المحافظون، الوسيطون) على علاوة المخاطرة على وفق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM.

تشير المعطيات الاحصائية والموضحة بالجدول (8) إلى أن قيمة (F) المحسوبة لسوق الكويت للأوراق المالية بلغت (95.077) وهي اكبر من قيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (0.01) و (0.05) وهي ذات دلالة معنوية عالية، حيث بلغت قيمة (R^2) (0.769) وهذا يشير إلى أن المتغيرات المستقلة والمتمثلة بأبعاد انواع المستثمرين قادرة على تفسير ما نسبته (77%) من التباين لعامل المخاطرة لنموذج CAPM كما يوضح الجدول بانه هناك دلالة احصائية بين ابعاد انواع المستثمرين وعامل المخاطرة بدلالة ارتفاع عامل بيتا (0.549) وبدلالة قيمة (t) المحسوبة (9.751) التي هي أكبر من قيمتها الجدولية عند مستوى دلالة (0.000)، مما يعني رفض الفرضية الرئيسية الثانية لسوق الكويت وقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود أثر ذو دلالة احصائية لأنواع المستثمرين وعامل المخاطرة في نموذج CAPM، وهذه النتيجة تدعمها ما توصل اليه (Dharmaja,et.al.,2012) من تأثير المعلومات المحاسبية على سلوك المستثمرين وتأثير عدد من العوامل السلوكية مثل (تحمل المخاطرة ومحو الامية المالية) حيث نرى المستثمرون المغامرون يرغبون بتحمل المخاطرة من أجل الكسب السريع للمال.

جدول (8) يوضح معاملات التحديد والانحدار لأثر انواع المستثمرين على CAPM

السوق	معامل R^2	معامل β	قيمة t	قيمة F المحسوبة	مستوى الدلالة	طبيعة العلاقة
سوق الكويت	0.769	0.549	9.751	95.077	0.000	معنوية عالية

المصدر: جميع الجداول تم اعدادها من قبل الباحثة بالاستناد إلى النتائج الاحصائية النهائية.....

❖ سلوك المستثمر في سوق الكويت للأوراق المالية وفق نموذج CAPM

يتمتع سوق الكويت باستقرار البيئة والظروف المحيطة به نوعاً ما ومنها الاقتصادية والسياسية والظروف الامنية وغيرها، وبناءً على النتائج التي تم التوصل اليها من خلال التحليل المالي والاحصائي لبيانات السوق، فإن المستثمر سواء الكويتي او غير الكويتي امامه مساحة جيدة للاستثمار في السوق، إذ اظهرت نتائج تحليل معامل بيتا للأسهم المنفردة (أسهم تتوافق تماماً مع عوائد واتجاهات السوق) واسهم ذات مخاطرة عالية وهذا ما تم ملاحظته في العام 2011، مقابل أسهم ذات مخاطرة منخفضة، اما في مجال تكوين المحفظة فيمكن عند طريق اختبار معامل بيتا تكوين محفظة ذات تنوع جيد من خلال اختيار الأسهم وفق نوع مخاطرة التي يرغب بها المستثمر في ظل ظروف مناسبة، وهذا التحليل يتناسب مع سلوك ونوع المستثمر، وهنا يؤكد المستثمر الكويتي عدم الاستفادة من الاخطاء الشخصية التي يتخذها فقد بينت النسبة الـ (83%) من العينة على تكرار الاخطاء الشخصية نفسها المتخذة سابقاً، مقابل ذلك نرى المستثمر ضمن بند الاتجاهات بأنه يهتم كثيراً بالحكم على قراراته الاستثمارية، وهنا نلاحظ أثر السلوك البشري على عملية اتخاذ القرار الاستثماري ففي الوقت الذي لا يتعلم المستثمر من اخطائه نراه يستمر في تكرار نفس الخطأ، فقد أظهر عدد من الافراد المستثمرين بأن المخاطرة تشكل مصدر قلق له وهذا ما أكدته النسبة المبينة في إجابة المستثمرين فمثلت ما نسبته (82%) من العينة، ومن ناحية أخرى نرى أن الفرد

بطبيعته يميل إلى الكسب المالي الأعلى لذا فهو يرغب بالعائد الأكبر مقابل مخاطرة منخفضة، وهذا القول تؤكدته نسبة الإجابة على سؤال بهذا الخصوص حيث كانت بمقدار (98%) من المبحوثين، ويشير هنا (Raiz, et, al., 790: 2012) إلى تأثير سلوك المستثمر عند اتخاذ قرار الاستثمار بموقفه تجاه المخاطرة وكذلك الطريقة التي ينظر بها المستثمر لمخاطر الاستثمار وفق المستويات المختلفة من إدراكه.

وأخيراً ترى الباحثة بأن هناك العديد من العوامل المؤثرة على سلوك المستثمر عند اتخاذ قرار الاستثمار من أهمها مدى قدرة الشركة على الاستمرارية في نشاطها، ومدى جودة الأرباح المتحققة ومدى حجمها في السوق، ومدى صدق المعلومة التي يحصل عليها من الآخرين فقد تكون مجرد إشاعة لغرض جذب الانتباه نحو أسهم معينة، وبالتالي فكل هذه العوامل وغيرها لا يعقل تجاهلها والركون فقط إلى درجة تأثير سعر السهم بعائد ومخاطرة السوق عند اتخاذ القرار الاستثمار. وبما أن نموذج CAPM يمكن تطبيقه في سوق الكويت للأوراق المالية، وهذا يتناسب حسب نوع المستثمر، وكما سبق بيانه في الجانب النظري للبحث عن أنواع المستثمرين فيمكن لنوع المستثمر المغامر والباحث عن المخاطرة لرغبته بالعائد الأعلى تطبيق النموذج سواءً للأسهم المنفردة أو لتكوين المحافظ المناسبة والتعرف بسهولة على الأسهم ذات المخاطرة العالية، ولذلك لسهولة تطبيق النموذج، مقابل المستثمر المحافظ (الوصي) الذي يبحث عن المخاطرة المنخفضة الاستثمار في الشركات ذات المخاطرة المنخفضة رغم انخفاض عوائدها.

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات : توصلت الدراسة الى عدد من الاستنتاجات والتوصيات:

1. الاستنتاجات

1. تعد عملية تحليل السلوك العلم المعني بدراسة السلوك البشري، فهي محاولة لفهم ووصف وتوقع السلوك، وبالتالي فهو نهج علمي هام لتغيير السلوك كونه ينطوي على تحليل السوابق والنتائج المترتبة على نمط معين من السلوك وهذا النهج يستند على نظرية الاختيار العقلاني للبشر التي تنظر اليهم كصانع للقرار، وتحليل السلوك ينطوي على ثلاثة مستويات هي المستوى الفردي والجماعي والمنظمي، ويتضمن تحليل المستوى الفردي للسلوك على (الشخصية، الاتجاهات، الإدراك، القيم، الدوافع والثقافة) وغيرها من المتغيرات أو السمات المختلفة التي قد تكون موروثية أو مكتسبة .

2. يتميز سلوك المستثمر بأنه سلوك معقد تتداخل فيه تأثيرات عديدة، ومحاولة فهمه دون الأخذ بنظر الاعتبار العوامل النفسية والسلوكية للمستثمر تعد عائقاً أمام فهم ذلك السلوك .

3. يعد تحليل الشخصية الانسانية نقطة البداية لدراسة السلوك البشري كونها إحدى المقاييس السيكولوجية ومحددات لقياس سلوكيات الافراد وتأثير العوامل الشخصية الخمسة على المخاطرة المالية وهذه العوامل هي (الانبساطية، العصابية، الانفتاح على الخبرة، الطيبة والمقبولية، يقظة الضمير).

4. يختلف الأفراد المستثمرين في تحملهم لعامل المخاطرة فمنهم من يبحث عنها ومنهم من يتجنبها وحسب نوع المستثمر فالمغامر يبحث عنها ويتحملها مقابل كسب العائد العالي في اسرع وقت ممكن لجمع الثروة في بداية حياته، مقابل الفرد المستثمر القلق ولا يرغب بتحمل المخاطرة فهذا النوع يسمى بالوصي وهم فئة كبار السن أو المحال الى التقاعد لغرض ضمان دخل مناسب لمعيشته وافراد اسرته، فضلاً عن جنس الفرد المستثمر فالشباب

نراه مندفعاً في بداية سنوات استثماره ويتقبل بالمكسب الثابت. المستويات المختلفة للمخاطرة، في حين نرى فئة النساء يحاولن الابتعاد عن المخاطرة والرضا.

5. أظهرت نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود ميلاً واضحاً للأفراد المستثمرين لنمطين من السلوك عند اختبار مستوى المخاطرة، الأول هو الباحث عن المخاطرة لضمان العائد الأعلى ويرغب بالاستثمار في الشركات ذات المخاطرة العالية، التي يمكن معرفة مقدار المخاطرة التي تتعرض لها عن طريق معامل بيتا، أما الثاني هو المتجنب للمخاطرة (المحافظ أو الوصي) الذي لا يرغب بتحمل الا جزء بسيط من المخاطرة، بمعنى آخر الحد الذي يشعر عنده بالأمان.

2. التوصيات :

1. لغرض مواكبة التطورات التي تشهدها الاسواق المالية وبشكل خاص تغير النظرة نحو المستثمر الذي أصبح محور الاهتمام بالنسبة للباحثين والمهتمين بقضايا الاسواق المالية، لذا لابد من الاهتمام بدراسة وتحليل سلوك المستثمر العربي بشكل عام والعراقي بشكل خاص وإجراء المزيد من الدراسات والبحوث من أجل دراسة هذا الكم الهائل من السلوكيات المعقدة والوقوف على أهم العوامل والابعاد المؤثرة في المحصلة النهائية على قراره .

2. من المتعارف عليه اتسام السلوك البشري بالتعقيد والتأثيرات المحيطة به ولغرض التقرب من شخصية المستثمر توصي الباحثة بإقامة الندوات والدورات التطويرية لشرح مفاهيم ابعاد السلوك البشري وكيفية التقليل من الآثار الناجمة عن القرارات الخاطئة المتكررة المتخذة نتيجة الاخطاء الشخصية.

3. إن أغلب السلوكيات غير العقلانية المرتبطة بالمستثمر تعود الى ميلهم بالتمسك بالاعتقادات الخاطئة والناجمة عن التمسك بالفهم الخاطئ لبعض التصورات تجاه انواع المخاطرة التي تواجههم.

4. زيادة وعي الأفراد المستثمرين لكيفية الاستفادة من المعلومات التي تصل إلى السوق لتحليلها بالشكل الذي يتوافق وحاجة المستثمر إليها في الوقت المناسب كون المعلومة متاحة للجميع، وفق افتراضات النظرية التقليدية، التي رغم الانتقادات الموجه إليها لا يمكن التخلي عنها بصورة نهائية .

المصادر العربية والاجنبية:

1. جسام، سفانة عبد المجيد، 2007، " تحليل بعض العوامل السلوكية والهيكلية المؤثرة في أنماط سلوك المستثمر للأوراق المالية في العراق .. دراسة تشخيصية تحليلية لعينة من المتعاملين في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2003 - 2006 ، رسالة ماجستير منشورة، بغداد - العراق .
2. الجميل ، سرمد كوكب، 2009 " تطبيق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية في سوق الكويت المالي " مجلة تنمية الرافدين مجلد 31، العدد 94 ، جامعة الموصل - كلية الادارة والاقتصاد - العراق.
3. حسين، عزي ، 2014 " الاسرة ودورها في تنمية القيم الاجتماعية لدى الطفل في مرحلة الطفولة المتأخرة، دراسة ميدانية لعينة من تلاميذ السنة الخامسة ابتدائي بمدينة بوسعادة، رسالة ماجستير منشورة - الجزائر.
4. خطاب، سامي، 2007 " المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار " هنية الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي - الامارات العربية المتحدة.
5. سالم ، إلياس ، 2006 " تأثير الثقافة التنظيمية على اداء الموارد البشرية... دراسة حالة الشركة الجزائرية للألمنيوم ALGAL - وحدة EARA بالمسيلة، رسالة ماجستير منشورة - جامعة محمد بو ضياف، الجزائر.
6. الصعدي، فواز بن مبيريك حماد ، 2009 " الاساليب التربوية النبوية المتبعة في التوجيه وتعديل السلوك وكيفية تفعيلها مع طلاب المرحلة الثانوية بنين "تصور مقترح"، رسالة ماجستير منشورة، جامعة أم القرى، الرياض - المملكة العربية السعودية.
7. العامري، محمد علي ابراهيم، 2010 "الادارة المالية المتقدمة"، دار للنشر والتوزيع ، عمان - الاردن.
8. عنصر، يوسف وناجي لتيتم ،2014 " أهم المحددات السيكو - سوسولوجية المستخدمة في قياس وتشكيل سلوك العمال التنظيمي " ، مجلة الدراسات والبحوث الاجتماعية - جامعة الوادي ، العدد 7 - الجزائر.
9. المزين، خالد محمد، 2009 " القيم الاخلاقية المتضمنة في محتوى كتب لغتنا الجميلة للمرحلة الاساسية الدنيا ومدى اكتساب تلاميذ الصف الرابع الاساسي لها " رسالة ماجستير منشورة، الجامعة الاسلامية، غزة.
10. نمور، نوال، 2012، "كفاءة أعضاء هيئة التدريس و أثرها على جودة التعليم العالي دراسة حالة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، جامعة منتوري - قسنطينة - رسالة ماجستير منشورة. الجزائر .
11. النواجة، فؤاد عبد الحميد حسن، 2014 " قدرة نماذج تسعير الموجودات الرأسمالية في تحديد اسعار اسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين .. دراسة تحليلية مقارنة " رسالة ماجستير منشورة ، الجامعة الاسلامية - غزة - كلية التجارة - فلسطين.
12. Ali, Azwadi, 2011 , " Predicting Individual Investors' Intention to Invest: An Experimental Analysis of Attitude as a Mediator" International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic, Business and Industrial Engineering Vol:5, No.2
13. Baker, Kent and Victor Ricciardi, 2014, "Investor behavior: The Psychology of Financial planning", John Wiley & Sons, Canada.
14. Bakar, Suzaida and Amelia Ngchui Yi, 2016, "The Impact of Psychological Factors on Investors' Decision Making in Malaysian Stock Market: A case of Klang valley and Pahang, Procedia Economics and Finance, No.35.
15. Borgers, Arian and Jeroen Derwall and Kees Koedijk and Jenketer Horst, 2015 "Do social factors influence investment behavior and Performance"? Evidence from mutual fund holdings "Forthcoming Journal of Banking & Finance.
16. DeYoung, Colin G. 2010, "Personality Neuroscience and the Biology of Traits " University of Minnesota, Social and Personality Psychology Compass, Blackwell.
17. Dharmaja .V, Gnani, Ganesh .J, and Santhi .V, 2012, "A Study on the Individual Investor Behavior with Special Referance to Geojit BNP Paribas Financial Service Ltd, Coimbatore", International Journal of Research in Management & Technology. Vol. 2

- 18.Durmaz, Yakup and Ibrahim Díyarbakirlioglu, 2011, " A Theoretical Approach To The Role Of Perception On The Consumer Buying Decision", Business Management Dynamics Vol.1, No.3 – Turkey.
- 19.Dawson, Peter c., 2014 " The Capital Asset Pricing Model in Economic Perspective" University of Connecticut, Economics Alumni, working paper series.
- 20.Elbannan, Mona, 2015, "The Capital Asset Pricing Model: An overview of the theory, International Journal Economicsand Finance, Vol.7, No. 1.
21. Gibson J. Donelly. J. H, Ivancerich J. M, and Konopaske R.,2003,"Organization", McGraw Hill., Irwin.
- 22.Guiso, Luigi, Paola Sapienza, and Luigi Zingales, 2006, "Does Culture Affect Economic Outcomes?"", The Journal Of Economic Perspectives, Harvard University.
- 23.Iqbal ,Shahid, NazikHussain, MadihaLatif and SumairaAslam, 2013, "Investor Type and Financial Market Anomalies: A Comparison of Individual, Institutional and Foreign Investors and Role of Their Behaviors in Investing Decisions", Middle-East Journal of Scientific Research, Vol .17 , No. 11
- 24.Islamoğlu, Mehmet, Mehmet Apan and Adem Ayyali, 2015, " Determination of Factors affecting Individual Investor Behaviours: A study on Bankers, International Journal of Economics and Financial Issues, Vol.5, No.2.
- 25.Leonard, Fanck, BasilikiLoli, Btaž Kralj and Vasileios Vlachos, "The capital Asset Pricing Model (CAPM)", Ch. 9, CAPM, 5th ed., McGraw- Hill.
26. Kask, Kaia, 2003 "The influence of investors' behavior and organizational culture on value investing"www.ftprepec.org.
27. Kannan, B. and p.Vijaya kumar, 2015, " study on Investor Behavior Finance in Investment Decision Making- Tiruchirappalli", International Journal in Commerce, IT &Social Scienes, Vol.2, Is.2.
- 28.Krause,Andreas,2001, "An Overview of Asset Pricing Models.
29. Le, Tri Dinh and Bao- Tran ho Nguyen, 2014 " Attitudes toward and Mobile advertising: A study of mobile web display and mobile app display advertising", Asian Academy of Management Journal, Vol.19, No 2, Malaysia
- 30.Mayfield, Cliff, and Grady Perdue and Kevin Wooten, 2008"Investment management and personality type", University of Houston, Financial Services Review.
- 31.McGinnis, sheilak,2012,"Organizational Behavior andManagement Thinking"ch3.
- 32.Oskamp , S., & Schultz , P.,(2005) , Attitudes and Opinions , 3rdedition ,New York.
- 33.Parsaeemehr, Mahsa and FarzinRezeai and DarshanaSedera, 2013 "Personality Type OfInvestors And Perception Of Financial Information To Make decisions", Asian Economic and Financial Review, Vol. 3, No.3.
- 34.Pompian, Michael M. 2006, "Behavioral Finance and Wealth Management" .
- 35.Riaz, Lubna, Ahmed Imran Hunjra and Rauf-i-Azam, 2012, "Impact of Psychological Factors on Investment Decision Making Mediating by Risk Perception: A conceptual study, Middle-East Journal of Scientific Research
- 36.Zaidi, Farheen. and Muhammad ZubairTauni ,2012" Influence of Investor's Personality Traits and Demographics on Overconfidence Bias "University of the Punjab,Quaid-e-Azam Campus, Lahore, Pakistan Interdisciplinary, Journal Of Contemporary Research In Business, Vol.4, No.6.
- 37.www.waikato.ac.nz, 2012
- 38.www.academia.edu. 1992, Sloane, Howard, "what is Behavior analysis".