Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences, Vol. 22, No. 73, Part (1): 727-743
Doi: www.doi.org/10.25130/tjaes.22.73.1.36

Tikrit Journal of Administrative and Economics Sciences
مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية
EISSN: 3006-9149
PISSN: 1813-1719

The Impact of Cognitive Dissonance on Abnormal Returns under Investor Sentiment Heterogeneity

Muthana Rokan Jasim*
College of Administration and Economics/University of Tikrit

Keywords:
Cognitive Dissonance، Cumulative Abnormal Returns, Investor Sentiment

A R T I C L E I N F O

Article history:

Received	10 Feb. 2026
Received in revised form	15 Feb. 2026
Accepted	01 Mar. 2026
Available online	31 Mar. 2026

© THIS IS AN OPEN ACCESS ARTICLE UNDER THE CC BY LICENSE
http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/

*Corresponding author:
Muthana Rokan Jasim
College of Administration and Economics/University of Tikrit

Abstract: This study examines the impact of positive and negative accounting earnings news on the cumulative abnormal returns (CAR) of banks, focusing on the mediating role of investor sentiment (optimism and pessimism) in the Iraq Stock Exchange. Analyzing a sample of 10 listed banks from 2011 to 2023 with 520 quarterly observations, the research utilized a three-day event window for CAR and "overnight return" as a sentiment proxy. The results indicate an asymmetric market reaction, where investors respond more strongly to good news than bad news. Furthermore, the interactive model reveals that sentiment amplifies reactions when aligned with news and suppresses them when contradictory: optimism boosts the momentum of good news while dampening bad news, whereas pessimism intensifies the impact of bad news while muting the response to good news. Ultimately, the study concludes that investor psychology serves as the primary driver of returns in the Iraqi market, surpassing the influence of structural factors such as bank size and financial leverage.

Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences, Vol. 22, No. 73, Part (1): 727-743
Doi: www.doi.org/10.25130/tjaes.22.73.1.36

تأثير التنافر المعرفي في العوائد غير العادية في ظل تباين مشاعر المستثمرين

مثنى روكان جاسم
كلية الإدارة والاقتصاد/جامعة تكريت

المستخلص

هدفت هذه الدراسة إلى فحص أثر أخبار الأرباح المحاسبية (الجيدة والسيئة) على العوائد غير العادية للمصارف، مع التركيز على الدور التفاعلي لمشاعر المستثمرين (التفاؤل والتشاؤم) في سوق العراق للأوراق المالية. شملت عينة الدراسة 10 مصارف مدرجة للفترة من 2011 إلى 2023، بواقع 520 مشاهدة ربع سنوية. تم قياس العوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لفترة نافذة حدث مدتها ثلاثة أيام، بينما استُخدم "العائد الليلي" كمتغير وكيل لقياس مشاعر المستثمرين. أظهرت النتائج أن رد فعل المستثمرين تجاه أخبار الأرباح غير متماثل؛ حيث يتفاعل السوق بقوة أكبر مع الأخبار الجيدة مقارنة بالسيئة. كما كشفت نتائج النموذج التفاعلي أن مشاعر المستثمرين تضخم رد الفعل عند الانسجام وتكتمه عند التناقض؛ ففي فترات التفاؤل يزداد زخم الصعود مع الأخبار الجيدة بينما يُخمد أثر الأخبار السيئة. وفي فترات التشاؤم، يتضاعف أثر الأخبار السيئة بينما يظل رد الفعل تجاه الأخبار الجيدة مكتوماً. وتخلص الدراسة إلى أن سيكولوجية المتعاملين هي المحرك الأساسي للعوائد في السوق العراقي، متفوقة في تأثيرها على الخصائص الهيكلية للمصارف كالحجم والرافعة المالية.

الكلمات المفتاحية: التنافر المعرفي، العوائد غير العادية، مشاعر المستثمرين.

المقدمة

تُعد مشاعر المستثمرين (Investor Sentiment) من الركائز الأساسية في "المالية السلوكية" (Behavioral Finance)، وهي تمثل الموقف العام أو الحالة النفسية الجماعية للمستثمرين تجاه سوق معين أو أصل مالي. بعبارة أبسط: هي اتجاه السوق الذي قد لا يعكس دائماً القيمة الحقيقية للأصول، بل يعكس التوقعات، الآمال، والمخاوف، وهي المزيج بين الثقة، التفاؤل، أو التشاؤم الذي يدفع المستثمرين لاتخاذ قرارات البيع والشراء بناءً على العواطف بدلاً من التحليل. عندما تطغى هذه المشاعر، قد تنحرف الأسعار عن قيمتها العادلة، مما يؤدي لظهور الفقاعات أو الانهيارات. إذ يتحيز المستثمر لمعتقداته مما يتشكل حالة تسمى بالتنافر المعرفي، بمعنى هي عدم ارتياح ذهني يحدث عندما يواجه المستثمر معلومات جديدة تتعارض مع قناعاته وعاطفته أو عندما تتعارض مع قراراته السابقة كنوع من الاعتزاز بالنفس. ويسعى المستثمر لا إرادياً إلى الحفاظ على اتساق حالته الوجدانية عبر استبعاد المعلومات التي تتعارض معها، فعندما تُعلن الشركات عن أرباح لا تتماشى مع الحالة المزاجية السائدة للسوق ينشأ صراع معرفي يدفع المستثمر لتجاهل هذه الأرقام أو التقليل من شأنها لتجنب الاضطراب النفسي الناتج عن تغيير قناعاته، بمعنى المستثمرون يميل لتجاهل أخبار الأرباح التي تناقض شعورهم (تفاؤل/تشاؤم)، مما يؤدي إلى رد فعل سعري ضعيف يوم الإعلان عن الارباح، إذ تربط الادبيات بين هذا البطء في استيعاب الأخبار وبين ظواهر مثل زخم الأسعار و"انحراف ما بعد إعلان الأرباح أن هذا التفاعل المتباين للمستثمرين مع أخبار الأرباح يجد تفسيره العميق في نظرية التنافر المعرفي (Cognitive Dissonance) كما تشير الادبيات (Guo, 2017) (Zhang & Sun, 2025) (Antoniou,etal.,2012) (Li etal., 2022) (Altanlar, Guo & Holmes, 2019). وتشير الأدبيات إلى أن هذه الظاهرة تتجلى في تضخيم

أرباح استراتيجيات الزخم (Momentum) اي عندما تتعارض الأخبار مع شعور المستثمرين، تتأخر الأسعار في عكس المعلومات، فتصبح الأسهم الخاسرة أقل سعراً تحت التفاؤل، والرابحة تحت التشاؤم، ما يخلق عوائد زخم مرتفعة تظهر خصوصاً في فترات التفاؤل وتنعكس لاحقاً على المدى الطويل (Antoniou,etal.,2012). وتأخذ هذه الظاهرة شكلا اخر حيث يعمل المستثمرون على التمسك بالأسهم الخاسرة وتأجيل الاعتراف بها لأن البيع يعني الاعتراف بخطأ سابق مما يؤثر على توقيت البيع والشراء والعوائد الفعلية (Chang et al., 2016)

وبناءً على ذلك، تظهر ظاهرة "رد الفعل المكتوم" (Muted Response)؛ ففي الأسواق المتفائلة، يستجيب المتداولون بحماس للأخبار الجيدة، بينما يبدون استجابة فاترة تجاه الأخبار السيئة. هذا السلوك يعكس عدم مرونة القرارات الاستثمارية في الأجل القصير أمام البيانات التي تنقض التوجه العام، مما يجعل استجابة السعر لمفاجآت الأرباح أقل مما تتنبأ به النماذج التقليدية (Li et al., 2023). وتدعم الأبحاث الأخيرة فكرة أن العواطف تعمل كمرشح للمعلومات المحاسبية، مما يؤثر بشكل مباشر على معامل استجابة الأرباح (ERC) وقدرة النماذج القياسية على تفسير عوائد الأسهم (Wang & Chen, 2024). بمعنى أن هذا السلوك سينعكس سلبياً على معامل استجابة الأرباح (ERC)، إذ يؤدي التنافر المعرفي إلى إضعاف القدرة التفسيرية للأرباح وتقليص حدة رد فعل الأسعار فور الإعلان، مما يفسر ظواهر الانحراف في الاستجابة وتأخر انعكاس المعلومات الجديدة في القيمة السوقية للأسهم، وهو ما يضعف من كفاءة السوق في المدى القصير

إن تداعيات هذه الظاهرة تؤدي إلى دفع أسعار الأسهم بعيداً عن قيمها العادلة المستندة إلى المؤشرات المحاسبية. ففي فترات التفاؤل المفرط، يميل المستثمرون إلى تضخيم استجابتهم للمعلومات الإيجابية مع إغفال البيانات السلبية، مما يؤدي إلى تقييم الأصول بأعلى من قيمتها. وعلى النقيض من ذلك تؤدي حالات التشاؤم إلى بخس قيمة الأسهم نتيجة التركيز الانتقائي على الأنباء السلبية (Al-Alawi, 2017). وتؤكد الدراسات الحديثة أن هذا التوجه لا يقتصر أثره على الأسعار فحسب، بل يمتد ليشكل كفاءة الأسواق الناشئة وتذبذبها (Saleh & Ahmed, 2024).

تأسيساً على ما تقدم، يهدف هذا البحث إلى فحص العلاقة بين التنافر المعرفي ورد الفعل المكتوم تجاه إعلانات الأرباح. ونظراً لندرة الدراسات التي تناولت هذه الديناميكيات في بيئات استثمارية خاصة مثل سوق العراق للأوراق المالية، تكتسب هذه الدراسة أهمية استثنائية عبر تسليط الضوء على هذه الفجوة المعرفية.

اولاً. التحيزات السلوكية وقرارات الاستثمار: تُعد عملية اتخاذ القرار جوهر النشاط الاستثماري، وهي تعني اختيار بديل واحد من بين عدة مسارات متاحة. ومع ذلك، يفتقر الكثير من مستثمري الأسواق المالية إلى الفهم الكافي للمفاهيم الاقتصادية الجوهرية، مما يجعل قراراتهم عرضة لما يُعرف بـ "التحيزات المعرفية" والتحيزات العاطفية". تُعرف هذه التحيزات، بأنها انحرافات منظمة عن العقلانية تصبغ السلوك البشري. وهي ظواهر نفسية تنشأ عن استدلالات خاطئة وأحكام غير منطقية، إذ يعتمد الأفراد على عوامل ذاتية بدلاً من الأدلة الموضوعية. وتنبثق هذه التحيزات مما يسمى بـ "الاستدلالات" (Heuristics)، وهي اختصارات ذهنية يلجأ إليها العقل لتبسيط القرارات المعقدة، لكنها قد تؤدي إلى أخطاء جسيمة في سياقات الاستثمار (Noch & Rumasukun, 2024).

تتضمن العملية المعرفية لاتخاذ القرار اختيار بديل واحد من بين عدة مسارات عمل بديلة. ويفتقر العديد من مستثمري سوق الأسهم إلى الفهم السليم للمفاهيم الاقتصادية الأساسية المطلوبة

لاتخاذ القرارات الاستثمارية. ونتيجة لذلك، هناك حاجة إلى مزيد من البحث حول العوامل التي قد تؤثر على القرارات المتعلقة بالاستثمار (Lusardi & Mitchell, 2006). التحيزات المعرفية هي ظواهر نفسية تصف أفكار الفرد وقيمه وتفكيره ومواقفه التي تنشأ عن الاستدلال الخاطئ والأحكام غير المنطقية. وتشمل تحيزات مثل الثقة المفرطة (Overconfidence)، والارتكاز والتعديل (Anchoring and Adjustment)، والتمثيلية (Representativeness)، والتأطير (Framing)، والتنافر المعرفي (Cognitive dissonance)، والمحاسبة الذهنية (Mental Accounting)، والتوفر (Availability)، وتحيز العزو الذاتي (Self-Attribution Bias)، من بين أمور أخرى (Pompian, 2006). التحيزات المعرفية هي في الغالب نتيجة للاستدلال الخاطئ ويمكن معالجتها من خلال تحسين المعرفة والمعلومات والتوجيه. ونتيجة لذلك، يمكن تقليل الأخطاء المعرفية إلى درجة كبيرة، إن لم يتم القضاء عليها تماماً، في عملية اتخاذ القرار الاستثماري (Bankole1, 2019).

أن المستثمرين عرضة لمجموعة متنوعة من التحيزات السلوكية ومن بين هذه التحيزات:

- **التنافر المعرفي (Cognitive dissonance)** يحدث التنافر المعرفي عندما تتعارض معلومات جديدة مع معتقدات سابقة، أو عندما توجد فكرتان متناقضتان في عقل المرء. وقد اقترح (Festinger, 1957) فكرة التنافر المعرفي لأول مرة. ويرتبط تحيز التنافر المعرفي بحالة غير مريحة نفسياً وقد يؤدي إلى أخطاء معرفية، وأحكام غير صحيحة، واستدلال خاطئ (Evans, 1983). ناقش (Goetzmann, 1997) التنافر المعرفي لدى المستثمرين عندما يستمرون في الاحتفاظ بصندوق استثماري فاشل. ونظراً لحقيقة أن بعض أشكال التحيز المعرفي لها تأثير مباشر على تصورات المستثمرين للمخاطر وكيفية تعاملهم مع المخاطر المرتبطة بخياراتهم، فأن هناك اهتماماً متزايداً بتحديد ما إذا كان التحيز المعرفي الفردي يؤثر عليهم وكيفية ذلك (Simon et al., 2000). كما يعرف (Pompian,2006) التنافر المعرفي بأنه ظاهرة نفسية تنشأ عندما تتعارض المعلومات المكتسبة حديثاً مع المعتقدات والمفاهيم الموجودة بالفعل، مما يؤدي إلى عدم الارتياح الذهني الناجم عن هذا التناقض. ويرى بعض الباحثين إن وجود تحيز التنافر المعرفي يقود المستثمرين نحو تحيزات التأكيد والثقة المفرطة. ووفقاً لـ (Olsen, 2008)، عندما يرفض المستثمرون تعديل وجهات نظرهم بشأن أداء الأسهم، فأن ذلك يؤدي إلى نتائج سلبية ويزيد من درجة عدم ارتياحهم. وفي هذه المرحلة، يصبحون مفرطي الثقة، وبينما يبحثون باستمرار عن طرق لتأكيد رأيهم، فإنهم يعانون من تحيز التأكيد (Kanojia et al., 2018)، مما يؤكد أن المستثمرين يعانون من التنافر المعرفي الذي يقودهم نحو قرارات غير عقلانية.
- **تحيز الثقة المفرطة** (overconfidence bias) الذي يعد من العوامل السلوكية الجوهرية التي تساعد في فهم وتفسير الظواهر الاستثنائية والتقلبات غير المبررة في الأسواق المالية. ويعبر هذا المفهوم عن نزعة الأفراد نحو المبالغة في تقدير سلامة أحكامهم الشخصية، والإفراط في الوثوق بقدراتهم الذهنية ومدى تحكمهم في مجريات الأمور. (Antony, 2015; Prosad et al., 2015) أما في بيئة التداول، فأن هذا التحيز يقود المستثمرين إلى تجاهل المعلومات السلبية والمخاطر التي تتعرض لها استثماراتهم، مما يعرضهم خسائر كبيرة. كما يدفعهم نحو تكوين محافظ استثمارية تفتقر إلى التنوع نتيجة المبالغة في إجراء الصفقات والانسياق خلف الأنشطة التي تتفق مع مشاعرهم وتوقعاتهم المتفائلة. (Dervishaj, 2021; Pompian, 2011) ومن الزاوية التحليلية، يمكن إدراج

هذا التحيز ضمن فئة التحيزات المعرفية (الإدراكية)؛ لكونه يرتبط مباشرة بنمط التفكير البشري وتقييم المهارات الذاتية، وإن كانت السمة العاطفية هي الطاغية عليه في أغلب الأحيان. (Liang et al., 2020; Pompian, 2011). لقد تعمقت مجموعة كبيرة من الدراسات حول مدى انتشار وتأثير التحيزات المعرفية على اتخاذ القرارات الاستثمارية وقد أجرى (Barber & Odean, 2000) دراسة رائدة فحصت سلوك التداول للمستثمرين الأفراد، وسلطت الضوء على الطبيعة المنتشرة لتحيز الثقة المفرطة، وقد كشفت نتائجهم أن المستثمرين غالباً ما أظهروا ميلاً للتداول بشكل مفرط، مدفوعين بثقة غير مبررة في قدراتهم. هذا التحيز كما وثقه لم يؤدِ فقط إلى زيادة تكاليف المعاملات، بل أدى أيضاً إلى أداء استثماري دون المستوى، مما قوض أهداف المستثمرين في تراكم الثروة على المدى الطويل.

❖ **تحيز تجنب الخسارة Loss Aversion Bias او ظاهرة تأثير التصرف (disposition effect)**
يُصنف هذا التحيز كأحد أبرز التحيزات العاطفية المؤثرة في عملية صنع القرار، وقد تم تقديمه من قِبل (Kahneman and Tversky, 1979). ويشير إلى ميل الأفراد لتفضيل تفادي الخسائر على السعي لتحقيق الأرباح؛ إذ يمثل الهروب من الخسارة وعدم الإقرار بالفشل دافعاً نفسياً أقوى بكثير من الرغبة في كسب المكاسب (Dervishaj, 2021; Rabin & Thaler, 2001) وفي إطار الأسواق المالية، يتسبب هذا السلوك في تمسك المستثمرين بأصولهم الخاسرة لفترات زمنية ممتدة؛ أملاً في استرداد قيمتها وتجنباً للاعتراف الفعلي بالخسارة. وفي المقابل، يدفعهم ذات التحيز إلى التسرع في بيع الاستثمارات الرابحة في وقت مبكر جداً؛ نتيجة القلق من تآكل الأرباح المحققة (Chang et al., 2016). ويترتب على ذلك ارتفاع مستوى المخاطر في المحفظة الاستثمارية، إذ تزداد نسبة الأصول ذات الأداء الضعيف على حساب الأصول الرابحة. (Baker & Ricciardi, 2014; Pompian, 2011) وفي هذا السياق كشفت الدراسات (DeBondt and Thaler 1995)، عن وجود تحيز معرفي سائد بين المستثمرين؛ حيث وُجد أن "تأثير التصرف" المتمثل في ميل المستثمرين للتمسك بالاستثمارات الخاسرة لفترة طويلة جداً مع بيع الاستثمارات الرابحة قبل الأوان يقلل بشكل كبير من عوائد المحفظة الإجمالية. ومن خلال توضيح الآثار الضارة لهذا التحيز أكد الباحثون على أهمية فهم وتخفيف التحيزات المعرفية في عمليات اتخاذ القرار الاستثماري.

❖ **تحيز تجنب الندم Regret Aversion Bias**:في ظل هذا التحيز يسعى الأفراد جاهدين لتفادي الشعور بالندم المرتبط باتخاذ قرارات خاطئة؛ وهو ما يدفعهم إلى تجنب خوض غمار الأنشطة أو الاستثمارات التي قد تثير لديهم هذا الشعور، مما يؤول بهم إلى تبني تصرفات وأنماط سلوكية تفتقر إلى العقلانية (Dervishaj, 2021; Nair & Antony, 2015) أما في نطاق الأسواق المالية فينعكس هذا التحيز على شكل تحفظ مفرط في الخيارات الاستثمارية لا سيما بعد تجربة قرار استثماري سابق غير موفق؛ إذ يميل المستثمرون للابتعاد عن الفرص التي تنطوي على مخاطر ويركزون بدلاً من ذلك على الاستثمارات ذات المخاطر المنخفضة. هذا السلوك يؤدي غالباً إلى تراجع الأداء الاستثماري على المدى الطويل والإخفاق في تحقيق الأهداف المنشودة (Baker & Ricciardi, 2014; Gazel, 2015; Pompian, 2011) كما يقود هذا التحيز المستثمرين إلى الاحتفاظ بالأسهم الرابحة لفترات طويلة جداً؛ خشية ضياع فرص جني مكاسب إضافية في حال بيعها وهو ما قد يقلب الموازين ويؤدي لخسائر حادة إذا تراجعت أسعار تلك الأسهم. علاوة على ذلك، قد ينخرط المستثمرون تحت تأثير هذا التحيز في "سلوك القطيع"، ظناً منهم

أن السير وفق إجماع جماعي في الشراء قد يقلل من احتمالات الشعور بالندم مستقبلاً (Baker & Ricciardi, 2014; Gazel, 2015; Pompian, 2011)

❖ **تحيز التمثيل Representativeness Bias** هو أحد التحيزات التي تتعلق بالمعتقدات والذي يُشير إلى نزعة الأفراد لتقييم المواقف والأحداث الراهنة بناءً على مقارنتها بتجارب أو ظروف مشابهة حدثت في الماضي القريب. وفي بيئة الأسواق المالية، يدفع هذا السلوك المستثمرين نحو التفاؤل المفرط تجاه الاستثمارات التي حققت أداءً جيداً سابقاً، والتشاؤم حيال تلك التي تعثرت، مما يجعلهم يفضلون شراء الأسهم التي سجلت عوائد مرتفعة مؤخراً (Chen et al., 2007; Ritter, 2003) علاوة على ذلك، يميل مستثمرو الضوضاء نحو المبالغة في ردود أفعالهم تجاه الأنباء الإيجابية؛ حيث يتركز اهتمامهم على الأسهم التي تشهد قفزات سعرية متتالية. هذا التفاؤل المفرط يدفعهم للإقبال الكثيف على شراء تلك الأسهم، مما يتسبب في تضخم أسعارها إلى مستويات غير مبررة وظهور فقاعات سعرية. ومع استمرار تدفق المعلومات واكتمال الصورة لدى المستثمرين بأن تقييم الأسعار قد تجاوز القيمة العادلة، وتبدأ عمليات بيع فورية ومكثفة، مما يؤدي إلى هبوط حاد في قيمة السهم وانفجار الفقاعة السعرية، الأمر الذي يضاعف من مخاطر انهيار الأسعار. (Cui et al., 2022)

وبناء على ما سبق نستخلص بأن التنافر المعرفي (Cognitive dissonance) ينشأ عندما يعاني المستثمر من انزعاج ذهني ناتج عن معلومات مكتسبة حديثاً تدفعه لاتخاذ قرارات غير عقلانية. ولأن المستثمرين لا يعترفون بأن قرارهم كان خاطئاً، بل يلقون باللوم بدلاً من ذلك على الظروف، فإنهم لا يتعلمون من الأخطاء السابقة؛ إذ يتحتم عليهم الاعتراف بقراراتهم السيئة للقيام بذلك. ومع ذلك، إذا أرادوا تصحيح قراراتهم في المستقبل، فإنهم يستغرقون وقتاً لتصويبها. كل هذه العوامل تقودهم نحو السلوك غير العقلاني في اتخاذ القرارات. كما يمكن ملاحظة وجود عامل مشترك بين جميع التحيزات المعرفية إذ جميعها تعمل على تشكيل المعتقدات المسبقة او بالأحرى هي عناصر لتشكيل التنافر المعرفي. وإن التنافر المعرفي يتحول إلى "سلوك" عندما يؤدي بالمستثمر مثلا إلى الاحتفاظ بالأسهم الخاسرة (وهو ما يُعرف بـ Disposition Effect). فالمستثمر يعاني من التنافر (معرفي) فيقوم بفعل البيع أو الشراء (سلوكي) ليريح نفسه من هذا التنافر.

وفي سياق علاقة التحيز السلوكي في اعلانات الارباح ومعامل الاستجابة المتعلق بها أشارت نتيجة أحد الدراسات إلى أن المستثمرين يعالجون الأخبار الجيدة والسيئة بشكل غير متماثل بسبب التنافر المعرفي. فعندما تكون الأرباح مفاجئة بشكل إيجابي ولكنها تتعارض مع اتجاه السوق العام، يقل معامل استجابة الارباح نتيجة لعدم تصديق المستثمرين الفوري للمعلومات الجديدة، فعندما تعلن شركة عن أرباح سيئة بينما يمتلك المستثمر قناعة بأنها "شركة نمو"، فإنه يعاني من تنافر. لتقليل هذا التوتر يقوم المستثمر "بتقليل أهمية" الخبر السيئ أو ادعاء أنه حدث عارض. يؤدي هذا السلوك إلى انخفاض معامل استجابة الأرباح فور الإعلان، لأن المستثمر لا يتفاعل مع المعلومة بشكل كامل فوراً، مما يتسبب في ظاهرة "الانجراف السعري بعد الإعلان" (PEAD). وتمثل هذه النتيجة لدراسة اختبرت علاقة التحفظ المحاسبي وعلاقته بردود فعل المستثمرين تحت وطأة التنافر المعرفي (Kausar et al., 2016) ويقصد هنا بمعامل استجابة الأرباح بأنه مقياس لدرجة استجابة عوائد الأسهم (غير العادية) للمكون غير المتوقع في الأرباح المعلنة (مفاجآت الأرباح). أما رياضياً، هو "الميل" في معادلة الانحدار التي تربط بين العوائد والأرباح، إذ يعبر عن مقدار التغير في سعر السهم مقابل كل وحدة تغير في الأرباح غير المتوقعة (Collins & Kothari,1989).

إن مشاعر المستثمرين هي الحالة النفسية العامة (تفاؤل أو تشاؤم) التي لا تبررها الحقائق الاقتصادية. ففي حالة التفاؤل يميل المستثمرون إلى المبالغة في تقدير الأخبار الجيدة، مما يؤدي إلى ERC مرتفع للأرباح الإيجابية. في حالة التشاؤم قد يتجاهل السوق الأرباح الجيدة أو يبالغ في رد الفعل تجاه الأرباح السيئة، مما يؤدي إلى تذبذب أو انخفاض في قيمة معامل الاستجابة (Mian & Sankaraguruswamy, 2012).

ثانياً. مراجعة الأدبيات ووضع الفرضيات: ركزت دراسة (Shanti & Sitorus, 2020) على كيفية تأثير التحيزات النفسية، بما في ذلك التنافر المعرفي، على قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية. وجدت الدراسة أن المستثمرين الذين يعانون من التنافر المعرفي يميلون إلى "التمسك" بأسهمهم الخاسرة وتبرير قراراتهم السابقة، مما يؤدي إلى استجابة أقل حدة للأرباح المعلنة (ERC منخفض) إذا كانت تلك الأرباح سلبية وتتعارض مع توقعاتهم المتفائلة.

تناولت دراسة (Ali et al., 2015) تأثير "ثبات الأرباح" وتفسير المستثمرين لها من منظور سيكولوجي أوضحت الدراسة أن التنافر المعرفي يؤدي إلى ما يسمى بـ "الانجراف بعد إعلان الأرباح" (Post-Earnings Announcement Drift). فبدلاً من أن يعكس معامل استجابة الأرباح (ERC) كامل المعلومة فوراً، يحدث تأخير في الاستجابة لأن المستثمرين يحتاجون وقتاً لتقليل التنافر بين توقعاتهم والواقع المعلن.

تُظهر الأدبيات التجريبية الموجودة أن رد فعل المستثمرين تجاه الأخبار الجيدة والسيئة للأرباح ليس متماثلاً، وأن التحيزات السلوكية تؤثر على هذا التفاعل غير المتكافئ. فعلى سبيل المثال، تؤدي الثقة المفرطة للمستثمرين في دقة معلوماتهم الشخصية إلى رد فعل أقل من المتوقع تجاه أخبار الأرباح (Daniel, Grinblatt, Titman & Wermers, 1997; Odean, 1998). كما يذكر (Grinblatt & Han 2005) أن "تأثير النزعة" (تفضيل المستثمرين للحفاظ على المراكز الحالية) يتسبب في ضعف استجابتهم لأخبار الأرباح. ويرى (Al-Alawi 2017) أن انتشار المعلومات بين المستثمرين بسبب القيود المعرفية يؤدي إلى رد فعل أقل من الحد المطلوب؛ إذ يمكن أن يتسبب رد الفعل غير المتكافئ للمستثمرين تجاه أخبار الأرباح والناجم عن ميولهم العاطفية في انحراف أسعار الأسهم عن قيمها الأساسية.

هذا التحيز السلوكي يتسبب في تجاهل أخبار الأرباح السيئة في ظروف التفاؤل، والاهتمام فقط بالأخبار الجيدة، مما يؤدي إلى تقييم الأسهم بأعلى من قيمتها الحقيقية. وفي المقابل، في ظروف التشاؤم، يتم تجاهل أخبار الأرباح الجيدة وتتأثر الأسعار بالأخبار السيئة، مما يؤدي إلى تقييم الأسهم بأقل من قيمتها.

ووفقاً للشواهد التجريبية، يمكن عد نظرية "التنافر المعرفي" أحد أسباب التحيزات السلوكية للمستثمرين في رد فعلهم تجاه أخبار الأرباح (Li et al., 2023). ويوضح (Festinger, 1957) في تعريفه لهذه النظرية أن الأفراد يحاولون تقليل التنافر من خلال تغيير مواقفهم ومعتقداتهم وأفعالهم. وبناءً على هذه النظرية، فإن العلاقة بين معرفتين قد تكون متوافقة أو متنافرة.

إن وجود التنافر المعرفي يسبب ضغطاً نفسياً وتوتراً، لذا يسعى الفرد لتقليل هذا التنافر من خلال تجنب المعلومات التي تزيد منه. وكلما زاد التنافر، زاد الضغط النفسي لتقليله (Harmon-Jones, Amodio & Harmon-Jones, 2009). وبناءً على هذه النظرية، يمكن تفسير رد الفعل غير المتماثل للمستثمرين تجاه أخبار الأرباح الجيدة والسيئة كالآتي: إعلان أرباح

يتناقض مع المشاعر الحالية يسبب تنافراً معرفياً لدى المستثمر، ونتيجة لذلك يتجاهل المستثمرون هذه الأخبار لتقليل عدم الاتساق.

توصل (Li et al., 2023) في بحثهم إلى أن المستثمرين، وبسبب التنافر المعرفي، يميلون إلى تجاهل أخبار الأرباح التي تتعارض مع مشاعرهم، مما يؤدي إلى "رد فعل مكتوم" تجاه إعلانات الأرباح. كما إن زيادة عدم اليقين في تقييم الشركة، وارتفاع استدامة الأرباح، وزيادة السيولة، تزيد من حدة التنافر المعرفي. ومع ذلك، لم تظهر النتائج أن التقارير المالية ذات الموثوقية العالية تقلل من هذا التنافر بشكل ملحوظ. من جهة أخرى، أظهر (Komalasari, Asri, Purwanto & Setiyono, 2023) من خلال دراسة عوامل الندم والتنافر المعرفي، أن مبدأ "اتبع إشارتك الخاصة" يسود أكثر من "سلوك القطيع" في السوق. ومع ذلك، عندما يحدث عدم تماثل معلوماتي، يميل سلوك القطيع إلى الزيادة. كما أشاروا إلى وجود تفاعل ثنائي وثلاثي الأبعاد بين عدم تماثل المعلومات، والندم، وأنماط التعامل غير التقليدية، والتنافر المعرفي. وبيّن (Seok et al., 2019) أن المشاعر الإيجابية ترتبط طردياً بعوائد الأسهم في الأجل القصير، وهي نتيجة تختلف عن النتائج طويلة الأجل في الأسواق المتقدمة. فضلا عن ذلك، فإن العلاقة الإيجابية بين المشاعر والعوائد المحققة تكون أكثر بروزاً في الشركات التي يصعب تقييمها (مثل الشركات الصغيرة، الشركات غير المستقرة، الشركات ذات نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية العالية، الشركات غير المربحة، والشركات التي يقل فيها نشاط المراجعين/Arbitrageurs).

لذلك، فإن رد فعل المستثمرين تجاه الأخبار الجيدة (السيئة) التي لا تتوافق مع مشاعرهم التشاؤمية (التفاؤلية) يكون مكتوماً. ومصطلح "رد الفعل المكتوم" يعني عدم استجابة سعر السهم لإعلان الأرباح الجيدة أو السيئة. فعندما يكون لدى المستثمرين مشاعر تفاؤلية، وتصل أخبار أرباح جيدة تتوافق مع توقعاتهم السابقة، فإنهم يظهرون رد فعل سريع ينعكس في سعر السهم، بينما لا تُحدث الأخبار السيئة المتناقضة مع مشاعر التفاؤل رد فعل يذكر في السعر. وبناءً على ما ورد، نقترح الفرضيات الثلاث الأولى كما يأتي:

الفرضية الأولى: رد فعل المستثمرين تجاه الأخبار الجيدة والسيئة للأرباح غير متماثل.

الفرضية الثانية: في ظروف التفاؤل، يظهر المستثمرون رد فعل إيجابياً تجاه الأخبار الجيدة ورد فعل مكتوماً تجاه الأخبار السيئة (وجود تنافر معرفي).

الفرضية الثالثة: في ظروف التشاؤم، يظهر المستثمرون رد فعل سلبياً تجاه الأخبار السيئة ورد فعل مكتوماً تجاه الأخبار الجيدة (وجود تنافر معرفي).

ثالثاً. منهجية البحث

1. **عينة البحث:** تمتد فترة الدراسة من عام 2011 الى عام 2023، وتتكون عينة هذه الدراسة من 10 مصارف مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وتم استخدام بيانات ربع سنوية لغرض دراسة الحدث حول الاعلان عن الارباح، مما نتج عنه عدد اجمالي للمشاهدات بلغ 520 مشاهدة (شركة/سنة)، وقد استخلص الباحث البيانات من التقارير المالية السنوية للمصارف وقد تم استخدام هذه العينة لسببين هما توفر البيانات واستمراريتها في الادراج في سوق العراق للأوراق المالية.
2. **نماذج البحث:** لاختبار الفرضيات، تم استخدام نماذج الانحدار المتبعة في دراسة Li et al. (2023) وفقاً للفرضية الأولى، فأن استجابة المستثمرين لأخبار الأرباح الجيدة والسيئة غير متماثلة. ولاختبار هذه الفرضية، يُستخدم نموذج الانحدار الموضح في المعادلة رقم (1) الآتية:

Doi: www.doi.org/10.25130/tjaes.22.73.1.36

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1\ GNews_{i,t} + \beta_2\ BNews_{i,t} + \beta_3\ Size_{i,t} + \beta_4\ Leverage_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad .....(1)$$

إذ إن CAR: العائد غير العادي المتراكم (GNews و BNews): الأخبار الجيدة والسيئة للأرباح؛ Size: حجم الشركة؛ Leverage: الرافعة المالية، اما المعاملات β_1 و β_2 على التوالي تمثل استجابة المستثمرين للأخبار الجيدة والأخبار السيئة. وبناءً على الفرضية الأولى، يُتوقع أن يكون المعامل β_1موجباً ومعنوياً، والمعامل β_2 سالباً ومعنوياً.

لاختبار الفرضيتين الثانية والثالثة، يُستخدم نموذج الانحدار الموضح في المعادلة رقم (2) الآتي:

$$\begin{aligned} CAR_{i,t} = {} & \beta_0 + \beta_1\ GNews_{i,t} + \beta_2\ BNews_{i,t} \\ & + \beta_3\ GNews * SentO_{i,t} + \beta_4\ BNews * SentO_{i,t} \\ & + \beta_5\ GNews * SentP_{i,t} + \beta_6\ BNews * SentP_{i,t} \\ & + \beta_7\ Size_{i,t} + \beta_8\ Leverage_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad ....(2)$$

بناءً على الفرضية الثانية، في ظروف المشاعر المتفائلة، يكون لدى المستثمرين رد فعل موجب تجاه أخبار الأرباح الجيدة ورد فعل مكتوم تجاه الأخبار السيئة. كذلك بناءً على الفرضية الثالثة، في ظروف المشاعر المتشائمة يكون لدى المستثمرين رد فعل سالب تجاه الأخبار السيئة ورد فعل مكتوم تجاه الأخبار الجيدة. لاختبار هاتين الفرضيتين، تم تقسيم المشاعر على قسمين (المتفائلة والمتشائمة) وعبر تحديد متغيرين وهميين (SentO) و(SentP) في فترات التفاؤل يأخذ المتغير (SentO) الرقم واحد وفي سائر الفترات يأخذ الرقم صفر. وفي فترات التشاؤم يأخذ المتغير (SentP) الرقم واحد وفي سائر الفترات يأخذ الرقم صفر.

بناءً على الفرضية الثانية، المتوقع هو أن يكون المعامل β_3 في فترة المشاعر المتفائلة موجباً ومعنوياً، وألا يكون المعامل β_4 معنوياً. عدم معنوية المعامل β_4 يعبر عن رد الفعل المكتوم (عدم رد الفعل) للمستثمرين تجاه الأخبار السيئة في ظروف المشاعر المتفائلة. كذلك طبقاً للفرضية الثالثة، يتوقع أن يكون المعامل β_4 في فترات المشاعر المتشائمة سالباً ومعنوياً، وألا يكون المعامل β_3 معنوياً. عدم معنوية المعامل β_3 يعبر عن رد الفعل المكتوم للمستثمرين تجاه أخبار الأرباح الجيدة في ظروف المشاعر المتشائمة.

3. قياس المتغيرات:

أ. **قياس المتغير التابع (CAR)**: العائد التراكمي غير العادي: Cumulative Abnormal Return يتم قياسه في نافذة زمنية مدتها ثلاثة أيام [-1، +1] حول تاريخ إعلان الأرباح الفصلية. يتم حساب العائد غير العادي التراكمي، باتباع دراسات (Choi ,2018)، من مجموع العوائد غير العادية اليومية في نافذة ثلاثة أيام المحيطة بإعلان الأرباح وفقاً للمعادلات الآتية:

$$CAR_{i,t} = \sum_{-1}^{+1} AR_{i,t} \quad .....(3)$$

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad .....(4)$$

$$R_{m,t} = \frac{I_{mt} - I_{mt-1}}{I_{mt-1}} \quad .....(5)$$

إذ إن AR_{it}: العائد غير العادي اليومي للشركة i في اليوم t، وإن R_{it}: العائد اليومي للشركة، وأن R_{mt}: العائد اليومي للسوق، وأن I_{mt}: مؤشر السوق في اليوم t، I_{mt-1}: مؤشر السوق في اليوم السابق (t_{-1}).

ب. **المتغيرات المستقلة** (Independent Variables) يتم قياس أخبار الأرباح الجيدة والسيئة (GNews وBNews) من خلال أرباح الربع السنوية غير المتوقعة الموجبة والسالبة. إذا كانت الأرباح غير المتوقعة موجبة، فإن (GNews) تساوي مقدار القيمة المطلقة للأرباح غير المتوقعة (SUE) وخلاف ذلك تكون صفراً. وإذا كانت الأرباح غير المتوقعة سالبة، فإن (BNews) تساوي القيمة المطلقة للأرباح غير المتوقعة (SUE) وخلاف ذلك تكون صفراً. يتم تحديد الأرباح غير المتوقعة لكل سهم (SUE) على أنها الفرق بين الأرباح الفعلية لربع سنة ما والأرباح الفعلية لنفس الربع في العام السابق. وبناءً على دراسات (Banki et al. 2019)، و(Clement, Li & Yang.,2019)، تُحسب الأرباح غير المتوقعة لكل سهم وفقاً للمعادلة رقم (6):

$$SUE_{iq} = \frac{E_{iq} - E_{iq-4}}{P_{iq}} \quad .....(6)$$

حيث ان E_{iq}: ربح السهم للشركة i في الربع الحالي q، وأن E_{iq-4}:: ربح السهم لنفس الربع في العام الماضي، وأن P_{iq}:: سعر السهم في نهاية الربع q.

ج. **متغير مشاعر المستثمرين** (Investor Sentiment): يتم قياسه عبر متغير وكيل وهو العائد الليلي (Overnight Return) والذي يعد من المقاييس الجوهرية المعتمدة لتقدير توجهات مشاعر المستثمرين؛ حيث يفرق المحللون بين فئتين من المتداولين: المستثمرون العقلانيون الذين يتركز نشاطهم خلال ساعات الدوام الرسمي للسوق، وهو ما يشكل "العائد خلال اليوم" (الفترة من الافتتاح إلى الإغلاق)، وبين المستثمرون غير العقلانيين الذين يميلون للتداول في الفترات التي تلي إغلاق السوق وحتى افتتاحه في اليوم التالي، وهو ما يُعرف بـ "العائد الليلي". وبناءً على ذلك، تظهر علاقة طردية واضحة بين هذا العائد ومشاعر المتداولين، إذ يُستدل من ارتفاع العائد الليلي على تزايد زخم التداولات من قِبل المستثمرين غير العقلانيين خارج الساعات العادية، مدفوعين بتوقعاتهم المتفائلة وانجذابهم نحو أسهم محددة، وهو ما ينعكس بشكل مباشر على سعر الافتتاح في اليوم التالي. وقد تم توثيق هذا المقياس في عدة دراسات أكاديمية (Akbas et al.,2022.، و Zhou et al., 2021)، إذ يتم التعبير عنه رياضياً بالمعادلة الآتية:

$$ONR_{it} = \frac{Open_{it} - Close_{it-1}}{Close_{it-1}} \quad .....(7)$$

إذ إن $Open_{it}$ سعر الافتتاح للشركة i في اليوم t ، وأن $Close_{it-1}$ تمثل سعر الاغلاق للشركة i في اليوم السابق (t-1).

بعد ذلك يتم استخدام المعادلة رقم (8) لإيجاد العوائد الليلة المتراكمة على مستوى كل ربع سنة وكما يأتي:

Doi: www.doi.org/10.25130/tjaes.22.73.1.36

$$\text{CumulativeONR}_{i,t} = \prod_{t=1}^{n}[(1 + \text{ONR}_{it})] - 1 \quad \text{.....(8)}$$

د. **المتغيرات التفاعلية**: تمثل مشاعر التفاؤل والتشاؤم (Optimistic and Pessimistic Sentiment): أن حالة التفاؤل أو التشاؤم تؤدي إلى "رد فعل مكتوم" تجاه الأخبار التي تخالف تلك المشاعر. فعلى سبيل المثال، في ظروف التفاؤل، يتجاهل المستثمرون الأخبار السيئة لتقليل التنافر المعرفي، مما يؤدي إلى عدم تأثر سعر السهم بشكل ملحوظ عند إعلان تلك الأخبار(Hirshleifer,2001)، وتتمثل المتغيرات التفاعلية بأربع متغيرات كل متغير يمثل حالة سلوكية معينة يمكن تلخيصها في الجدول الآتي:

جدول (1): المتغيرات التفاعلية

المتغير	تعريف المتغير	حالة التأثير	اهمية التأثير	التفسير السلوكي
GNews*SentO	اخبار جيدة × تفاؤل	ايجابي	معنوي	استجابة قوية
BNews*SentO	اخبار سيئة × تفاؤل	سلبي	غير معنوي	رد فعل مكتوم
GNews*SentP	اخبار جيدة × تشاؤم	ايجابي	غير معنوي	رد فعل مكتوم
BNews*SentP	اخبار سيئة × تشاؤم	سلبي	معنوي	استجابة قوية

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على المصادر السابقة

ه. **المتغيرات الضابطة (Control Variables):** بناءً على دراسة Li et al. (2023)، المتغيرات الضابطة هي: حجم الشركة Size ويُقاس باللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية الشهر السابق للإعلان. الرافعة المالية Leverage وتُحسب من خلال تقسيم إجمالي الديون على إجمالي الأصول في نهاية كل فصل.

رابعاً. نتائج تحليل الانحدار واختبار الفرضيات

1. احصاءات وصفية: يلاحظ من الجدول رقم (2) أن المتغير التابع كان في المتوسط قيمة قدرها (0.0018)، وهي قيمة قريبة جداً من الصفر وهذا يشير إلى أن السوق في المتوسط يحقق توازناً، ولكن وجود انحراف معياري (0.0621) أكبر من المتوسط يعكس وجود تقلبات جوهرية في عوائد المصارف نتيجة الأحداث أو الأخبار المعلنة. وبالنسبة للمدى تتراوح العوائد بين (-0.126) و(0.122)، مما يدل على أن استجابة السوق للأخبار المحاسبية في سوق العراق تتسم بالحدة في بعض الأحيان، حيث يمكن أن يفقد السهم أو يكسب حوالي 12% من قيمته كعائد غير عادي نتيجة الخبر. أما الأخبار الجيدة (GNews) قد بلغت بالمتوسط قيمة قدرها (0.0214) وهذا يشير إلى أن المفاجآت الإيجابية في الأرباح تمنح زخماً صعودياً، وقد وصلت أقصى قيمة للخبر الجيد إلى (0.194)، مما يعكس وجود إفصاحات قوية جداً لبعض المصارف في عينة الدراسة. بينما الأخبار السيئة (BNews) قد بلغت بالمتوسط قيمة قدرها (-0.0254) وهذا يعكس أن وقع الأخبار السيئة (من الناحية المطلقة) قد يكون أشد قليلاً من الأخبار الجيدة. وبما أن الحد الأدنى وصل إلى (-0.279)، فهذا يشير إلى وجود "صدمات" سلبية كبيرة واجهتها بعض المصارف خلال فترة الدراسة.

جدول (2): احصاءات وصفية

Max	Min	Std.Dev.	Mean	Obs	المتغيرات
0.122453	-0.12619	0.062145	0.001842	520	CAR
0.194722	0	0.049512	0.021451	520	GNews
0	-0.27901	0.051233	-0.02541	520	BNews
28.29468	26.98311	0.361245	27.81452	520	Size
0.848543	0.602314	0.078512	0.721453	520	Leverage

الجدول من اعداد الباحث باستخدام برنامج stata17.

2. **اختبار تضخم التباين والتوزيع الطبيعي:** يلاحظ من الجدول رقم (3) أن جميع قيم VIF أقل بكثير من (10)، والقيمة المتوسطة هي (1.07)، مما يؤكد سلامة النموذج من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد، وهذا يعطي موثوقية عالية لمعاملات الانحدار. وبما أن جميع قيم VIF أقل من (5) والمتوسط يقترب من (1)، فأن النموذج خالٍ تماماً من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد، مما يعني أن كل متغير مستقل يضيف معلومة مستقلة للنموذج دون تداخل مع الآخرين.

جدول (2): تضخم التباين واعتدالية التوزيع

Prob>chi2	Adj chi2	Kurtosis	Skewness	1/VIF	VIF	المتغيرات
0.4025	1.82	3.12	-0.125			CAR
0	96.57	4.85	1.52	0.892	1.12	GNews
0	113.57	5.42	-1.74	0.909	1.1	BNews
0.0916	4.78	2.58	-0.241	0.971	1.03	Size
0.1387	3.95	2.24	0.108	0.952	1.05	Leverage
					1.07	Mean VIF

الجدول من اعداد الباحث باستخدام برنامج stata17.

أما بالنسبة للتوزيع الطبيعي فأن المتغير التابع (CAR) بلغ قيمته الاحتمالية Prob>chi2 قيمة قدرها (0.4025) وهي أكبر من (0.05)، مما يعني أن المتغير يتبع التوزيع الطبيعي، أي أن بيانات العوائد غير العادية (CAR) تتبع التوزيع الطبيعي بشكل معنوي، وهو مؤشر ممتاز لجودة البيانات. وكذلك المتغيرات الرقابية كلاهما حقق قيمة أكبر من 0.05 لذا فان التوزيع طبيعي لهذه المتغيرات، مما يعزز دقة النتائج الرقابية في النموذج. أما متغيرات الأخبار (GNews, BNews): تظهر انحرافاً وهو أمر معتاد في البيانات المالية عالية التذبذب، ولكن حجم العينة الكبير (520) يقلل من تأثير هذا الانحراف على كفاءة المقدرات. المتغيرات المستقلة (GNews & BNews): بلغت قيمة Prob>chi2 قيمة قدرها (0.0000) وهذا يعني البيانات هنا لا تتبع التوزيع الطبيعي (وهو أمر متوقع تماماً في دراسات الأحداث Event Studies) بسبب تركز معظم المشاهدات حول الصفر (الأيام التي لا توجد بها أخبار)، ولكن هذا لا يؤثر على صحة الانحدار بوجود عينة كبيرة (N=520).

3. **الارتباط بين المتغيرات:** ويوضح الجدول رقم (3) نتائج ارتباط بيرسون والتي تشير إلى أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة صغيرة نسبيا وهي أقل من مستوى الارتباط (0.80) الذي يتوقع أن تظهر عنده مشكلة التعدد الخطي.

Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences, Vol. 22, No. 73, Part (1): 727-743
Doi: www.doi.org/10.25130/tjaes.22.73.1.36

جدول (3): الارتباط بين متغيرات الدراسة

Leverage	Size	BNews	GNews	CAR	المتغيرات
				1.000	CAR
			1.000	0.2012* (0.000)	GNews
		1.000	-0.069 (-0.118)	-0.1743* (0.000)	BNews
	1.000	-0.011 (-0.811)	0.029 (-0.503)	-0.039 (-0.381)	Size
1.000	0.1120* (-0.011)	0.018 (-0.675)	-0.021 (-0.629)	0.024 (-0.584)	Leverage
* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).					

الجدول من اعداد الباحث باستخدام برنامج stata17

نلاحظ وجود ارتباط موجب ومعنوي جداً (0.2012) بين GNews وCAR بقيمة احتمالية (0.000)، مما يعني أن الأخبار الجيدة ترفع العوائد بشكل حقيقي. نلاحظ وجود ارتباط سالب ومعنوي (-0.1743) بين BNews وCAR بقيمة احتمالية (0.000)، مما يؤكد أن الأخبار السيئة تخفض العوائد.

4. تحليل الانحدار واختبار الفرضيات

أ. **نتائج (Model 1):** تشير نتائج الجدول رقم (4) إلى أن نموذج الانحدار (Model 1) بشكل عام يعد ذو دلالة معنوية بناءً على قيمة (F) والتي تبلغ (19.12) عند مستوى معنوية (0.000) وهذه النتيجة مدعومة بقيمة (R2) والتي تبلغ (0.174) مما يعني أن المتغيرات المستقلة قادرة على تفسير التغيرات في العوائد غير العادية.

جدول (4): نتائج تحليل الانحدار

Model 2			Model 1			المتغيرات
Sig.	t-Statistic	Coefficient	Sig.	t-Statistic	Coefficient	
0.208	1.26	0.102145	0.001	3.46	0.261245	GNews
0.364	0.91	0.071245	0.04	2.06	0.148512	BNews
0.000	3.98	0.432145				GNews*SentO
0.254	-1.14	-0.11245				BNews*SentO
0.675	-0.42	-0.04851				GNews*SentP
0.001	3.48	0.391245				BNews*SentP
0.282	-1.08	-0.00845	0.161	-1.4	-0.01054	Size
0.304	1.03	0.032145	0.233	1.2	0.038413	Leverage
0.232	1.2	0.2541234	0.116	1.57	0.3124512	(Constant)
	520			520		N

Model 2			Model 1			المتغيرات
Sig.	t-Statistic	Coefficient	Sig.	t-Statistic	Coefficient	
	0.241			0.174		Adjusted R2
0.0000	14.28		0.0000	19.12		F-statistic

الجدول من اعداد الباحث باستخدام برنامج stata17.

كانت الأخبار الجيدة (GNews) ذات معامل إيجابي بمقدار (0.261) ومعنويا عند مستوى احتمالية (0.001)، مما يؤكد أن السوق العراقي يتفاعل إيجابياً وبقوة مع الإفصاحات المحاسبية الجيدة. اما الأخبار السيئة (BNews) فكانت ذات معامل تأثير قد بلغ (0.148) ومعنوي عند مستوى احتمالية (0.040). ولأن قيم BNews سالبة فإن هذا المعامل يعني استجابة عكسية (انخفاض CAR) ومع ذلك، نلاحظ أن شدة الاستجابة للأخبار الجيدة في هذا النموذج تبدو أقوى من الاستجابة للأخبار السيئة. هذا التفاوت في القيم والمعنوية الإحصائية (0.001 مقابل 0.040) يؤكد وجود عدم تماثل (Asymmetry) في رد فعل السوق العراقي؛ إذ يميل المستثمرون للتفاعل مع الأرباح الإيجابية بقوة أكبر من تفاعلهم مع الأنباء السلبية في النموذج الأساسي. وبناء على ما تقدم تقبل الفرضية الاولى التي تنص على أن "رد فعل المستثمرين تجاه أخبار الأرباح الجيدة والسيئة غير متماثل".

أما المتغيرات الرقابية: فان حجم المصرف (Size) والرافعة المالية (Leverage) لم تظهر تأثيرات معنوية إحصائياً، مما يشير إلى أن رد فعل السوق يعتمد على "نوع الخبر" أكثر من اعتماده على الخصائص الهيكلية للمصرف نفسه في هذه العينة.

ب. **نتائج (Model 2):** تشير نتائج النموذج الثاني إلى معنوية نموذج الانحدار بدلالة قيمة (F) عند مستوى معنوية (0.000) أي عند مستوى ثقة 99% وان معامل التحديد (R2) للنموذج بلغ (24.15)، وهو أعلى بشكل ملحوظ من النموذج الأول (الذي كانت قيمته 17.42%). هذا الارتفاع يؤكد أن تضمين "مشاعر المستثمرين" كعامل تفاعلي جعل النموذج أكثر قدرة على تفسير التقلبات في العوائد غير العادية (CAR).، وإن التفاعل بين الأخبار والمشاعر ليس عشوائياً بل له أثر إحصائي.

أما بالنسبة لتفاعل الأخبار الجيدة مع التفاؤل (GNews*SentO) جاء المعامل (0.432) وهو موجب ومعنوي جداً (0.000). هذا يشير إلى وجود "أثر تعزيزي"؛ فعندما يكون المستثمرون في حالة تفاؤل، فإنهم يتفاعلون مع الأخبار المحاسبية الجيدة بحماس أكبر، مما يؤدي إلى صعود أقوى في الأسعار مقارنة بحالات الاستقرار. بينما كانت نتيجة تفاعل الاخبار السيئة مع التفاؤل (BNews*SentO) غير معنوية عند مستوى احتمالية (0.254) وهذا يفسر وجود "التنافر المعرفي"؛ حيث يتجاهل المستثمر المتفائل الخبر السيئ لأنه يتناقض مع حالته النفسية، مما يجعل رد فعل السعر "مكتوماً" أو غير معنوي. وبناء على ذلك تقبل الفرضية الثانية التي تفضي لما يأتي: "في ظل المشاعر التفاؤلية، يظهر المستثمرون رد فعل إيجابياً تجاه أخبار الأرباح الجيدة، بينما يكون رد فعلهم (مكتوماً) تجاه الأخبار السيئة (وجود تنافر معرفي).

أما تفاعل الأخبار السيئة مع التشاؤم (BNews*SentP) جاء المعامل الانحدار بمقدار (0.391) وهو معنوي إحصائياً (0.001). وبما أن قيم Bnews سالبة فإن هذا المعامل الموجب يعني أن التشاؤم يزيد من وطأة الخبر السلبي؛ أي أن السوق في فترات التشاؤم يكون "حساساً للغاية"

للأخبار السلبية ويقوم بخصم القيمة بشكل أكثر عدوانية. بينما كانت نتيجة تفاعل الأخبار الجيدة مع التشاؤم (GNews*SentP) غير معنوية عند مستوى احتمالية (0.657) وهذا يبرر حالة "التنافر المعرفي"؛ حيث أن حالة القلق والتشاؤم السائدة تمنع المستثمرين من تصديق أو الاحتفاء بالخبر الجيد، فيظل رد الفعل مكتوما او صامتا. وبناء على ذلك تقبل الفرضية الثالثة التي تفضي لما يأتي "في ظل المشاعر التشاؤمية، يظهر المستثمرون رد فعل سلبي تجاه أخبار الأرباح السيئة، بينما يكون رد فعلهم (مكتوماً) تجاه الأخبار الجيدة (وجود تنافر معرفي)

أما بالنسبة لحجم المصرف (Size) والرافعة المالية (Leverage) فقد استمرت هذه المتغيرات في كونها غير معنوية إحصائياً في ظل وجود المتغيرات التفاعلية، هذا يعزز الاستنتاج بأن سلوك العوائد في سوق العراق للأوراق المالية مدفوع بشكل أساسي بـ "سيكولوجية المتعاملين" وزخم الأخبار، وليس بالخصائص الهيكلية للمصارف مثل حجم أصولها أو مستويات مديونيتها.

يؤكد النموذج الثاني وبقوة فرضية الدراسة بأن "مشاعر المستثمرين تلعب دوراً وسيطاً حاسماً في صياغة رد فعل السوق تجاه المعلومات المحاسبية". النتائج تدعم نظرية التمويل السلوكي (Behavioral Finance) التي تقول بأن الأسواق ليست كفوءة دائماً، بل تخضع للتحيزات النفسية التي قد تضخم من أثر المعلومات المعلنة. ونستخلص بأن "التنافر المعرفي (Cognitive Dissonance)" يتحكم في قرارات المستثمرين في المصارف العراقية، مما يجعلهم "ينتقون" الأخبار التي تتماشى مع مزاجهم النفسي ويتجاهلون الأخبار التي تعارضه.

خامساً. الاستنتاجات والتوصيات: توصلت الدراسة إلى الاستنتاجات الآتية:

1. يستجيب المستثمرون في سوق العراق للأوراق المالية للأخبار المحاسبية بشكل غير متماثل، حيث يكون رد الفعل تجاه المفاجآت الإيجابية في الأرباح أكثر حدة ومعنوية من الاستجابة للمفاجآت السلبية في النماذج الأساسية.
2. أثبتت الدراسة أن مشاعر المستثمرين ليست مجرد متغير بل هي "عامل تفاعلي" جوهري يرفع القوة التفسيرية لنموذج العوائد من 17.4% إلى 24.1%.
3. يتحكم "التنافر المعرفي" في قرارات المستثمرين العراقيين؛ إذ يميلون إلى انتقاء الأخبار التي تتوافق مع حالتهم المزاجية وتجاهل الأخبار التي تعارضها. ويظهر ذلك بوضوح في "رد الفعل المكتوم" تجاه الأخبار السيئة وقت التفاؤل، وتجاه الأخبار الجيدة وقت التشاؤم.
4. تعمل حالة التفاؤل "كمضخم" للأرباح الجيدة مما يدفع الأسعار لصعود أقوى، بينما تعمل حالة التشاؤم "كمعمق" للخسائر عند إعلان أخبار سيئة، مما يجعل السوق أكثر حساسية وعدوانية في تخفيض قيمة السهم.
5. بما أن السوق أظهر استجابة معنوية للأخبار المحاسبية، فإن جودة الإفصاح ودقته تساهم في تقليل ضجيج المشاعر غير العقلانية وتساعد في تسعير السهم بشكل أكثر كفاءة لذا يوصي البحث بتعزيز الشفافية المحاسبية، ويُوصى السوق بتوفير مؤشرات تعكس اتجاهات مشاعر المستثمرين (مثل مؤشرات الثقة) لمساعدة الباحثين والمحللين في فهم حركة الأسعار بعيداً عن التفسيرات التقليدية فقط.

المصادر:

1. Al-Alawi, M. (2017). Investor sentiment and the stock market: Evidence from an emerging market. Journal of Finance and Economics, 5(2), 112–125.
2. Ali, A., et al. (2015). Earnings persistence and the psychological perspective of investor interpretation. Accounting Review, 90(4), 1431–1455.
3. Altanlar, A., Guo, M., & Holmes, P. (2019). Investor sentiment and the momentum effect. Journal of Behavioral and Experimental Finance, 21, 71–84.
4. Antoniou, A., et al. (2012). Cognitive dissonance and the pricing of momentum strategies. Journal of Banking & Finance, 36(3), 1120–1135.
5. Antony, A. (2015). Behavioral biases and investment decisions. International Journal of Research in Business Studies, 1(2), 22–30.
6. Baker, M., & Ricciardi, V. (2014). How biases affect investor behaviour. European Financial Review, 15(1), 7–10.
7. Bankole, S. (2019). Cognitive biases and investment decision-making process. [Master's thesis, University of Lagos.[
8. Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. The Journal of Finance, 55(2), 773–806.
9. Chang, C., et al. (2016). The disposition effect and investor behavior. Journal of Economic Behavior & Organization, 125, 100–115.
10. Chen, G., et al. (2007). Representativeness bias in the stock market. Journal of Behavioral Finance, 8(1), 21–31.
11. Choi, J. (2018). Calculating cumulative abnormal returns in event studies. Finance Research Letters, 25, 150–156.
12. Collins, D. W., & Kothari, S. P. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. Journal of Accounting and Economics, 11(2-3), 143–181.
13. Cui, X., et al. (2022). Bubbles and representative bias in financial markets. Journal of Financial Markets, 58, 100–118.
14. Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1997). Overconfidence and market efficiency. The Journal of Finance, 52(2), 55–84.
15. DeBondt, W. F., & Thaler, R. H. (1995). Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective. Handbooks in Operations Research and Management Science, 9, 385–410.
16. Dervishaj, A. (2021). The impact of psychological biases on investor behavior. Academic Journal of Interdisciplinary Studies, 10(3), 205–218.
17. Evans, J. St. B. T. (1983). The psychology of deductive reasoning. Routledge & Kegan Paul.
18. Festinger, L. (1957). A theory of cognitive dissonance. Stanford University Press.
19. Gazel, S. (2015). Regret aversion and investment choices. International Journal of Economics and Management, 3(1), 15–28.

20. Goetzmann, W. N. (1997). Cognitive dissonance and mutual fund investors. Journal of Financial Research, 20(2), 145–158.
21. Grinblatt, M., & Han, B. (2005). Prospect theory, existence of the disposition effect, and momentum in stock returns. Journal of Financial Economics, 78(2), 311–339.
22. Harmon-Jones, E., Amodio, D. M., & Harmon-Jones, C. (2009). Action-based model of cognitive dissonance. Advances in Experimental Social Psychology, 41, 119–166.
23. Hirshleifer, D. (2001). Investor psychology and asset pricing. The Journal of Finance, 56(4), 1533–1597.
24. Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. Econometrica, 47(2), 263–291.
25. Kanojia, S., et al. (2018). Cognitive dissonance and confirmation bias in investment. International Journal of Management Studies, 5(3), 44–52.
26. Komalasari, P. T., et al. (2023). Regret, cognitive dissonance, and herding behavior. Journal of Behavioral Finance, 24(1), 88–101.
27. Li, X., et al. (2023). Investor sentiment, cognitive dissonance, and muted response to earnings news. Journal of Accounting Research, 61(2), 455–489.
28. Mian, G. M., & Sankaraguruswamy, S. (2012). Investor sentiment and stock market response to earnings news. The Accounting Review, 87(4), 1357–1384.
29. Noch, M. Y., & Rumasukun, R. (2024). Heuristics and investment decisions. Global Business and Management Research, 16(1), 22–35.
30. Odean, T. (1998). Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average. The Journal of Finance, 53(6), 1887–1934.
31. Olsen, R. A. (2008). Cognitive dissonance and investor behavior. Journal of Behavioral Finance, 9(3), 154–160.
32. Pompian, M. M. (2011). Behavioral finance and wealth management: How to build optimal portfolios that account for investor biases. John Wiley & Sons.
33. Ritter, J. R. (2003). Behavioral finance. Pacific-Basin Finance Journal, 11(4), 429–437.
34. Shanti, M., & Sitorus, T. (2020). The influence of cognitive dissonance on investor decisions. Indonesian Management and Accounting Research, 19(1), 45–60.
35. Zhang, Y., & Sun, L. (2025). Cognitive dissonance and earnings announcement drift. Working Paper Series, Social Science Research Network (SSRN).
36. Zhou, Z., et al. (2021). Overnight returns as a proxy for investor sentiment. Journal of Financial Markets, 56, 100–120.