

UKJAES

University of Kirkuk Journal
For Administrative
and Economic Science

ISSN:2222-2995 E-ISSN:3079-3521

University of Kirkuk Journal For
Administrative and Economic Science



Al-dabagh Ahmed Kanaan & Al-Sayegh Namir. The impact of financial intelligence and behavior on the market capitalization: An analytical study of the investment sector listed on the Iraq Stock Exchange. *University of Kirkuk Journal For Administrative and Economic Science* (2025) 15 (2):109-123.

The impact of financial intelligence and behavior on the market capitalization: An analytical study of the investment sector listed on the Iraq Stock Exchange

Ahmed Kanaan Al-dabagh ¹, Namir Al-Sayegh ²

^(1,2) University of Mosul, Mosul, Iraq

ahmed.kannan@uomosul.edu.iq ¹

nameer_alsayegh@uomosul.edu.iq ²

Abstract: Based on the importance of the role played by financial intelligence and behavior in strengthening companies in the financial markets and stabilizing them by achieving an added market value for companies assuming the moral and important impact of financial intelligence and behavior and proving the statistical hypothesis, a major problem was assumed represented in the statement of the impact of financial intelligence and behavior on the financial performance of financial decision makers in the sample of Iraqi companies? Therefore, the study sought to diagnose and explore the companies that provided and achieved levels of financial intelligence represented by profits, revenues and returns, and financial behavior represented by deals and sessions, within the (investment) sector of the study sample, and using the (ARDL) methodology in a period that extended 2010-2023 with a detailed theoretical description of the latest concepts and measurement methods for both financial intelligence and behavior, as the results of the analysis of the first model of investment proved that there is a moral, important and escalating positive impact that starts with revenues through profits and ends with returns, which are The most important in such a sector is characterized by many and severe risks and from different internal and external environments, so it is necessary to follow the best market model that has achieved the highest levels of intelligence and behavior of financial research in order to be a model for consolidating weak and declining levels of behavior and intelligence in a number of companies.

Keywords: Financial Behavior – Financial Intelligence – Market Value Added.

أثر الذكاء والسلوك الماليين في القيمة السوقية دراسة تحليلية لقطاع الاستثمار المدرج في
سوق العراق للأوراق المالية

م.م أحمد كنعان حسين¹، أ.م.د. نمير أمير الصائغ²

^(1,2) جامعة الموصل، الموصل، العراق

المستخلص: انطلاقاً من أهمية الدور الذي يمارسه الذكاء والسلوك الماليين في تدعيم والشركات في الاسواق المالية وتثبيتها بتحقيق قيمة سوقية مضافة للشركات بافتراض الأثر المعنوي والمهم للذكاء والسلوك الماليين وإثباتاً للفرض الاحصائي، تم افتراض مشكلة رئيسية تمثلت في بيان أثر الذكاء والسلوك الماليين في الاداء المالي لمتخذي القرارات المالية في عينة الشركات العراقية؟ واحاطةً لذلك ابتغت الدراسة التشخيص واستكشاف الشركات التي وفرت وحقق مستويات من الذكاء المالي ممثلاً بالإرباح والإيرادات والعوائد ، والسلوك المالي ممثلاً بالصفقات والجلسات، داخل قطاع (الاستثمار) عينة الدراسة، وباستخدام منهجية (ARDL) في مدة امتدت ٢٠١٠-٢٠٢٣ مع تقديم وصف تفصيلي نظري عن أحدث المفاهيم وأساليب القياس لكل من الذكاء والسلوك الماليين، إذ اثبتت نتائج تحليل الأنموذج الأول الخاصة بالاستثمار ان هناك تأثيراً طردياً معنوياً ومهماً ومتصاعداً يبدأ بالإيرادات مروراً بالأرباح وانتهاء بالعوائد وهي الاله في مثل هكذا قطاع يمتاز بالمخاطر الكثيرة والشديدة ومن بيانات متباينة داخلية وخارجية ، لذا من الضروري تتبع الانموذج السوقي الافضل الذي حقق اعلى مستويات ذكاء وسلوك ماليين مدة البحث من اجل ان يكون أنموذجاً لترصين المستويات الضعيفة والمتراجعة في السلوك والذكاء في عدد من الشركات.

الكلمات المفتاحية: السلوك المالي، الذكاء المالي، القيمة السوقية المضافة.

Corresponding Author: E-mail: ahmed.kannan@uomosul.edu.iq

المقدمة

مع تطور الفكر المالي والنظريات المفسرة لسلوك صانعي القرارات المالية متخذوها ، برز ما يعرف بالذكاء المالي، الذي يعبر عن امتلاك المعرفة المالية والمهارات والوعي اللازم لإدارة الشؤون المالية في الشركات، وليسوغ جزءاً من تفضيلات مديري الشركات وخياراتهم للسير باتجاه فرص استثمارية معينة دون أخرى. فالقرار المالي الذكي وما يتمخض عنه من إمكانية الوصول الى مستويات مقبولة من ضمان استعمال الوسائل لاستهداف مستويات مقبولة من الربحية، سينعكس بتحقيق سلوك مالي رشيد متمثل بالعوائد بأنواعها وعدم تثبيطها لبقية المؤشرات القريبة والمتداخلة . وعلى النقيض من ذلك، فإن انخفاض مستوى الذكاء المالي عن المستوى المقبول، في ظل ديناميكية البيئة المالية وما يصاحبها من تشوهات، تحديداً في اثناء الازمات المالية وصعوبة التنبؤ بالسلوك المستقبلي للمتغيرات والمؤشرات الداعمة لاختيار القرار المالي السليم، قد تعمل بمجموعها على إعاقة السلوك المالي الرشيد بالشكل الذي ينعكس في انخفاض مستوى الاداء المالي للشركات، نتيجة سوء توظيف الموارد وارتفاع تكلفة التمويل، واللذين يشكلان السبب الرئيس لفشل الشركات في الوصول الى اهدافها الأساسية وصولاً كفوءاً وفعالاً (Sohilauw & Sylvana, 2020, 89-102). وانطلاقاً من رغبة الشركات والافراد في التمييز بين الطرائق والاتجاهات المتاحة لاتخاذ قراراتها المالية التمويلية والاستثمارية الرئيسية واختيار البديل الانسب للوصول الى أداء ينعكس بنتائج مؤشرات تتحقق بانتهاجها سلوك مالي رشيد يسعى لتحقيق الحد الأدنى قياساً بالمنافسين، شكلت دراسة السلوك المالي بعده حقلاً معرفياً جديداً انطلق إبان توالي الأزمات التي شهدتها أسواق المال (٢٠٠٧، ٢٠٠٨)، وما صاحبها من جدل كبير في الاوساط الاكاديمية، ومع ازدياد الشواهد على تشوهات سوق المال، وفقدان فرضية كفاءة السوق وعقلانية المستثمر الكثير من مصداقيتها، والدخول في دائرة البحث في مؤثرات اخرى تحكم سلوكيات متخذي القرارات المالية، شهد الفكر المالي ولادة ما يعرف بالسلوك المالي (behavior Financial) الذي يعد نقطة تحول ثانية و يُعنى بتأثير العوامل النفسية في توجيه القرارات المالية، مقدماً بذلك تفسيراً مكملاً وربما بديلاً لشرح انتفاء الفرض الكفوء للسوق والسلوك العقلاني للمستثمر، منطلقاً من فرضية ان "الأمل والخوف" هما العاملان الدافعان للشركات والافراد إلى التصرف تصرفاً غير عقلاني وهو ما يتناسب مع الحلقة الأخيرة من التوجهات المالية الحديثة بأن القرار المالي يجب استيعابه ليس في إطار الارباح فحسب ولا في المبادلة بين العائد والخطر التي يطلق عليها الخدش في السطح (Scratching surface) ، (surface) في إطار مستقبله والتوقعات لتدفعاته النقدية المستقبلية، مما شكل انطلاقةً للتوثيق وتحسين فهم تفسير تأثير القوى النفسية في سلوك الشركات والافراد وكيف تؤثر أنماط السلوك في السوق المؤسسات المالية وادائها بعجزاً جزءاً منه هذا برؤية (Hala& others,2020, 635-645).

المبحث الأول المنهجية

أولاً: أهمية البحث

تبرز أهمية البحث باتجاهين رئيسيين، اتجاه علمي قائم على النظريات والدراسات التجريبية المالية التي تناولت موضوع البحث في شقه النظري، واتجاه ثاني يستند الى أهمية ما يقدمه في شفه التطبيق، والمتمثل بالاتي:

١. في ضوء غياب حسم الاتجاه وطبيعة العلاقة والتأثير الذي يمكن أن تمارسه مؤشرات الذكاء المالي والسلوك المالي في عدد من مؤشرات اداء الشركات ضمن الخيارات المتاحة والمتوقعة، شكل هذا المجال البحثي فجوة أصلها قلة الابحاث المتوفرة ضمن هذين البعدين، مما جعل من دراسة طبيعة هذه التأثيرات وتشخيصها وتحليلها مجاًلاً خصباً لمزيد من الدراسة والبحث.

٢. ان دراسة بعدي الذكاء والسلوك في الوقت نفسه وما يضم من متغيرات حقيقية وليست مخرجات لخيارات استثمارات استبيان محكمة او قوائم فحص موزعة في عينات لم تعمل في مجال الادارة المالية.

ثانياً: مشكلة البحث

انطلاقاً من كون الذكاء المالي والسلوك المالي مكوناً أساسياً وداعماً لأداء الشركات، وما تقدمه من دعم وتطوير للقطاعات من حيث رفع كفاءة ادائها بترشيد سلوك القائمين على القرار المالي، فإن الشركات العراقية تجد نفسها اليوم ملزمة بمسايرة التطور الذي فرضته البيئة المالية في امتلاك المهارات اللازمة والمطلوبة ان ارادت البقاء والاستمرار والمحافظة على مكانتها وحصتها السوقية، وفي ذلك تبرز مشكلة الدراسة بالتساؤل الرئيس الاتي:

- ما أثر الذكاء والسلوك الماليين في الاداء المالي لمتخذي القرارات المالية في عينة الشركات العراقية؟
- وينبثق من هذا التساؤل الرئيس، التساؤل الفرعي الاتي:
- ما أثر الذكاء والسلوك الماليين في القيمة السوقية المضافة للقطاع المستهدف في العينة؟
- تقييم مستويات التباين بين القطاعات عينة الدراسة خلال مدة البحث لكل من متغيرات الذكاء والسلوك الماليين.

ثالثاً: أهداف البحث

يسعى البحث الى تحقيق الاهداف الآتية:

1. تقديم وصف تفصيلي عن احدث المفاهيم واساليب الفكرية لكل من الذكاء والسلوك الماليين
2. قياس تأثير الذكاء والسلوك المالي الذي يتمتع به صانعي القرارات المالية في الشركات العراقية عينة الدراسة، واثره في القيمة السوقية المضافة.

رابعاً: فرضيات البحث

صيغت الفرضيات بوصفها إجابة محتملة للأسئلة في مشكلة الدراسة، وهي كما يأتي:

- H1 : هناك احتمالية وجود أثر ذي دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0,05)$ للذكاء والسلوك الماليين في الاداء المالي المتمثل بالقيمة السوقية المضافة في عينة الشركات، ويتفرع من الفرضية الأساسية فرضيتين فرعية الآتية:
1. H1 من المحتمل وجود أثر معنوي ومهم للذكاء المتمثل بالايادات والارباح والعوائد في مؤشرات الاداء ممثلاً بالقيمة السوقية المضافة ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0,05)$.
 2. H1 من المحتمل وجود أثر معنوي ومهم للسلوك المالي المتمثل بالصفقات والجلسات في الاداء المالي وتحديد القيمة السوقية المضافة ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0,05)$.

خامساً: منهج البحث

تحتم طبيعة البحث في الذكاء المالي والسلوك واثرها في الاداء المالي للشركات عينة البحث، وكذلك ما تتضمنه من قواعد ومستويات ونتائج، تحتم امتلاك قدر من الوعي والدراية الجيدة في إدارة التمويل والمدخرات والاستثمار، كونها تؤثر في رؤيته الإدارة المالية واتجاهها، ثم إظهار مستوى اعلى للاداء المالي، إذ عادة ما يرتبط الاداء المالي بكيفية توجيه المديرين لأموالهم وتخصيصها، إذ يميل ذوو المستويات المتقدمة من الذكاء المالي الى اظهار السلوكيات المالية الجيدة باستعمال مواردهم المالية وتوجيهها توجيهاً فعالاً، فالمدير الناجح هو الذي يوازن بين دوافعه المالية ودوافعه العاطفية ويتمكن من الدمج بينهما للوصول الي اداء مالي كفء، إذ يشير الاداء المالي للشركة عادة الى نتائج عملية باتخاذ قرارات تتضمن مجموعة من الأنشطة استجابة لدوافعه بقصد تحقيق أهداف معينة في ظل مجموعة من المتغيرات الداخلية والخارجية التي يعبر عنها بالذكاء والسلوك الماليين، الذي يمثل وسيلة من وسائل تقييم الاداء المالي.

وعليه جاءت منهجية البحث لترتبط بين اتجاهين رئيسين، اتجاه وصفي تحليلي قائم على النظريات والدراسات التجريبية التي تناولت موضوع البحث في شقه النظري، واتجاه ثانٍ يستعمل اساليب الاقتصاد القياسي الحديثة في شقه التطبيقي، وذلك بالاستعانة بالبرمجية الجاهزة المعتمدة في الدراسة (Eviews12) بتطبيق منهجية (ARDL) (P,M,G) وضمن الاجلين لغرض قياس اثر الذكاء والسلوك المالي في القيمة السوقية المضافة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

سادساً: متغيرات البحث

هذه الفقرة ستوصف متغيرات الدراسة التي توصلت لها بمجموعة من المعادلات وباستعمال مجموعة من المتغيرات وبحسب الاتي:

- 1- المتغير المفسر (الاول): يتمثل بالذكاء المالي ويمكن قياسه بالصيغة الآتية (omoregie, 2019, 9-1) (2020, 21-70), Bonner) بعد تطبيق معادلة النمو عليها وكما في ادناه:

أ- الايرادات = سعر البيع * عدد الوحدات.

Revenue = sales* number of units

ب- الارباح = الايرادات – التكاليف.

Profit = Revenue- Cost

$$ROA = \frac{\text{Net income}}{\text{Asset}}$$

$$ROA = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{الموجودات}} = \text{ج- العوائد}$$

٢- المتغير المفسر (الثاني): يتمثل بالسلوك المالي، أنموذج FBMM، الذي يتضمن العلاقة بين المتغيرات: عدد الصفقات، والجلسات، والقيمة المتداولة، والأسهم المتداولة، وعدد الأيام في السنة، عدد القطاعات، (١٤-١، ٢٠٢٣، Al- & others, ٢٠٢٣)، ويتم صياغته على النحو التالي:

$$FBMM = \frac{(T \times TV)}{TS}$$

حيث (FBMM) هو أنموذج قياس السلوك المالي، يمثل (T) عدد الصفقات، و (S) الجلسات، و (TV) القيمة المتداولة، و (TS) السهم المتداول، و (t) عدد الجلسات بحسب أيام السنة التجارية وتساوي (٣٦٠ يوماً) وبحسب FBMM للكشف عن مؤشر السلوك المالي، أما حساب متوسط سلوك القطاعات الاستثمارية في سوق العراق للأوراق المالية فيتم بالأنموذج الآتي:

$$FBMM = \sum FBMM_n$$

إذ (FBMM) متوسط السلوك المالي للقطاعات، و (n) عدد القطاعات، للوصول إلى السلوك المالي للدراسة الحالية.

٣- المتغير التابع: (القيمة السوقية المضافة) (Tudose&others, 2022, 119-138) وكما يأتي:

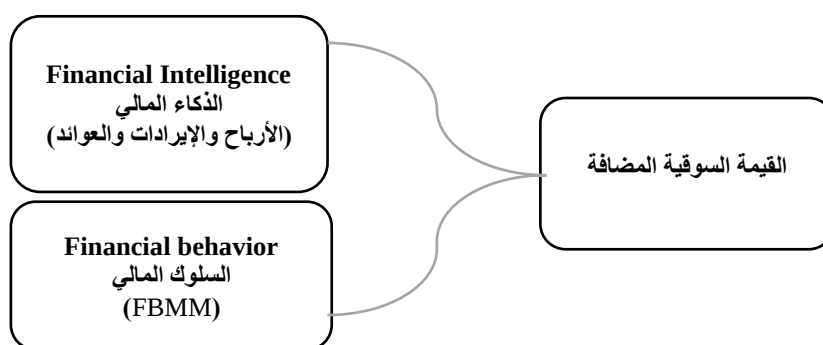
$$MVA = V - K$$

إذ MVA هي القيمة السوقية المضافة للشركة، و V هي القيمة السوقية للشركة، بما في ذلك قيمة أسهم الشركة وديونها (قيمة المؤسسة)، و K هو المبلغ الإجمالي لرأس المال المستثمر في الشركة.

سابعاً: أنموذج البحث

المتغيرات المستقلة (Independent Variable)

المتغيرات التابعة (Dependent Variable)



شكل (١): أنموذج البحث

المصدر: من اعداد الباحثين بالاستناد الى الدراسات المرجعية

ثامناً: حدود البحث

الحدود الزمانية والمكانية: غطى البحث مساحة زمنية واسعة تمتد من العام (٢٠١٠ - ٢٠٢٣) لتوافق مع بعض ما جاء من جانب نظري عن المتغيرات الثلاثة ولعينة متمثلة بالقطاعات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وذلك للأسباب الآتية:

١. ضم السوق قطاعات متنوعة وشركات متباينة الانشطة وبالنتيجة معرفة الذكاء والسلوك الماليين لمديري الشركات.
٢. إمكانية اختيار الشركات الأكثر استمرارية والاطول بقاءً والافضل نمواً ضمن اشتراطات الذكاء والسلوك الماليين وبعبارة أخرى قياس منهجي للمتغيرات المفسرة.
٣. تستهدف هذه المدة تقلبات سياسية صاحبها تغيرات اقتصادية انعكست في بيئة مالية شديدة التأثير في متغيرات البحث مما جعل عدداً من الشركات يخرج من السوق وهي التي استثنيت بناءً على الشرط الوارد في الفقرة (ب).

تاسعاً: مبررات اختيار العينة زمانياً ومكانياً

١. تنطبق عليها شروط الادراج والاداء في مدة البحث.
٢. لم تخرج من السوق وبياناتها متوافرة.
٣. مناسبة ومنطقية لمتغيري الدراسة المفترضة المفسرين في الانموذج وهما الذكاء والسلوك الماليين، والتابع وهو القيمة السوقية المضافة.
٤. مثلت أكثر من ثلث القطاع بحسب عينة كل قطاع.

عاشراً: الدراسات السابقة

شكلت الدراسات المرجعية الحجر الأساس لإنطلاق الدراسة الحالية بعد اقتباس طرائق القياس الكمية والنوعية التي أوجدتها الدراسات السابقة، فضلاً عن بناء الجانب النظري.

١- الدراسات المتعلقة بالذكاء المالي:

يشير هذا الجزء إلى دراسات مرجعية أطررت للذكاء المالي فيستعرض مجموعة مختارة من عناوين الدراسات التي تناولته وأثره في مؤشرات الاداء، كما في الجدول (١):

جدول (١): الدراسات السابقة المتعلقة بالذكاء المالي

١	Safi & others (2023)
العنوان	Impact of Senior Management's Financial Intelligence on the Financial Performance of Banks and Insurance Companies in the Gaza Strip. أثر الذكاء المالي للإدارة العليا في الأداء المالي للمصارف وشركات التأمين في قطاع غزة .
عينة الدراسة	البنوك وشركات التأمين في غزة فلسطين
هدف الدراسة	أثر المعلومات في أداء البنوك وشركات التأمين.
متغيرات الدراسة	المتغير المفسر: الذكاء المالي، المتغير التابع: الاداء المالي.
اسلوب الدراسة ومنهجها	(الاستبيان) المنهج الوصفي التحليلي لقياس الأداء المالي باعتماد التقارير المالية المنشورة ١. الذكاء المالي للإدارة العليا له أثر في الأداء المالي للمصارف وشركات التأمين. ٢. الشركات التي تظهر أداءً مالياً جيداً يعكس قدرتهم على الاستثمار وتحقق عوائد تنافسية وبالنسبة لنتيجة فإنها تلبي توقعات المستثمرين. ٣. الشركات التي تضع آليات لتطبيق مهارات التحليل المالي في اتخاذ القرار تكون قادرة على أن تعزز أداء الشركة.
أهم النتائج	
٢	Gholamveisy & others (2023)
العنوان	The impact of perceived Commercial intelligence on financial performance about the mediating role of Brand value and creativity in Tehran Regional Water Company. تأثير الذكاء التجاري المدرك على الأداء المالي الدور الوسيط لقيمة العلامة التجارية والإبداع في شركة المياه الإقليمية في طهران.
عينة الدراسة	شركة المياه الإقليمية في طهران (٢٨٧) شخصاً.
هدف الدراسة	بيان تأثير المعلومات في الأداء المالي وفحصها. معرفة مدى تأثير الذكاء في الاداء المالي.
متغيرات الدراسة	المتغير المفسر: الذكاء، المتغير التابع : الاداء المالي.
اسلوب الدراسة ومنهجها	المنهج الوصفي وباستعمال مقياس ليكرت الخماسي في الاستبيان. - النتائج أن الذكاء المالي يؤثر تأثيراً كبيراً في النجاح المالي. - الأداء المالي يتأثر بالذكاء المالي ويكون للذكاء تأثير إيجابي ومهم في الأداء المالي. - ملكية العلامة التجارية تؤثر في الأداء المالي للشركة لان القيمة الفريدة للعلامة التجارية يُنظر إليها على أنها تنقل اشارات ايجابية وتطمينيه للربائن.
اهم النتائج	

الدراسات المتعلقة بالسلوك المالي

يأتي هذا الجزء استكمالاً لما مرّ عرضه في الجزء السابق من دراسات مرجعية أطرت للذكاء المالي فيستعرض مجموعة مختارة من عناوين الدراسات التي تناولت السلوك المالي وأثره في مؤشرات الاداء، كما في الجدول (٢):

جدول (٢): الدراسات السابقة المتعلقة بالسلوك المالي

١	Sari & others (2023)
العنوان	The effect of financial knowledge, financial behavior and digital financial capabilities on financial inclusion, financial concern and performance in MSMEs in East Java. تأثير المعرفة المالية والسلوك المالي والقدرات المالية الرقمية على الشمول المالي والشؤون المالية والأداء في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم في جاوة الشرقية.
عينة الدراسة	١٠٠ ٢٠٠ مستجيباً بطريقة العينة العشوائية
هدف الدراسة	تهدف الدراسة إلى إثبات تأثير المعرفة المالية والسلوك المالي في الشمول المالي وتحليلهما وأداء الشركات المالية الصغيرة والمتوسطة الحجم في جاوة الشرقية.
متغيرات الدراسة	المتغير المفسر: المعرفة المالية والسلوك المالي، والمتغير التابع: الاداء المالي
اسلوب الدراسة ومنهجها	أجري هذا البحث بمنهج كمي، بالبحث عن العلاقات السببية بين المتغيرات التي قيست بطريق إجراء التحليل وباستعمال التقنيات الإحصائية.
أهم النتائج	-تظهر نتائج الدراسة أن المعرفة والسلوك الماليين والقدرات المالية الرقمية لها تأثير كبير في الشمول المالي. -أن الشركات التي تتمتع بمعرفة مالية جيدة وسلوك مالي وقدرات مالية، قادرة على تحسين الشمول المالي وتحسين أداء أعمالها.
٢	Sajuyigbe & others (2024)
العنوان	Financial Behavior and SMEs Performance: The Mediating Influence of Financial Literacy and Organizational Culture السلوك المالي وأداء الشركات الصغيرة والمتوسطة: التأثير الوسيط للثقافة المالية والثقافة التنظيمية.
عينة الدراسة	العينات القصدية واختيار ٦٥٠ شركة صغيرة ومتوسطة الحجم.
هدف الدراسة	دعم الممارسات المالية ذات الأهداف التجارية طويلة الأجل، وتعزيز البيئة المواتية للتحسين المستمر والنجاح.
متغيرات الدراسة	التأثير الوسيط للمعرفة المالية والثقافة التنظيمية على السلوك المالي وأداء الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم.
اسلوب الدراسة ومنهجها	الاستبيان (مقياس ليكرت) المنهج الوصفي.
أهم النتائج	- تشير النتائج إلى وجود ارتباط كبير بين السلوك المالي والوعي المالي وأداء الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم. - تؤكد الدراسة أيضاً على التأثير الإيجابي الملحوظ للسلوك المالي في أداء الشركات الصغيرة والمتوسطة.

المبحث الثاني الاطار المفاهيمي

أولاً: الذكاء المالي

جاء مصطلح الذكاء المالي "Financial Intelligence" نتيجة لأثر المعرفة وإسهامها الكبير في النشاط المالي وتحقيق الثروة، إذ تستعمل الأدبيات مصطلح الذكاء المالي على نحو متبادل مع الوعي المالي (Financial literacy) والمعرفة المالية في الوقت نفسه بما يتضمنه من امتلاك المدير مستويات معينة من المعرفة المالية، وذلك لما تعنيه الأرقام المطلقة والنسب المالية كـ (العائد على الاستثمار، ونفقات التشغيل، والتدفق النقدي) من معنى في القوائم المالية وانعكاسها بتطبيق المعرفة من أجل تحقيق الثروة، فالذكاء المالي يقوم على فحص عميق أو نظرة إلى المؤشرات المالية باستعمال الوعي المالي الذي يعد عاملاً حاسماً يؤثر في القرارات المالية للشركات عموماً بوصفه السبب الرئيس وراء معدلات الادخار الضعيفة وزيادة الديون التي تعالج بتحسين المهارات في تخصيص الأموال وتوجيهها، وضمان التخلص من الديون، التي يمكن عدها أعراضاً لتراجع مستويات السلوك المالي (Rousseau & Venter 2016, 236-258)، فقدرته المديرين على استيعاب الوضع المالي للشركة والقدرة على اتخاذ قرارات مسؤولة وسليمة مالياً، تتوقف على المعرفة بالعوامل التي تحرك الربحية والتدفق النقدي في الشركة ومؤشرات الأسواق المالية والفهم الكامل للعمليات في بيئة مالية تطرح وتحديات كثيرة ومتغيرة، ويجب أن يتمتع المديرين بفهم الجانب المالي للأعمال حتى يتمكنوا من اتخاذ الإجراءات المناسبة في ظل الموارد المحدودة للشركة، وأن مجرد الفهم الأساسي للمصطلحات المالية مثل عائد الموجودات، والعائد على الاستثمار، والتدفق النقدي، يهدف تحسين مخرجات العمل فعلياً بالموارد المحدودة للشركة. (Saharan, 2021, 21-51).

وتأسيساً على ما سبق يُعد الذكاء المالي حلقة مهمة لتعزيز الأداء المالي للشركات، شريطة امتلاك المديرين لمجموعة من القدرات والمهارات العلمية والفنية التي تسهم إيجاباً في تطوير الأداء المالي للشركة، ومن ذلك تظهر جلياً ملامحه بامتلاك إدارة الشركة القدرة على إصدار أحكام عقلانية، واتخاذ قرارات ناجحة فيما يتعلق باستعمال إدارة الأموال، وهو ما جعل رفع مستوى الذكاء المالي يدعم القرار المالي، ويعزز قيمة الشركة باستيعاب المفاهيم الاقتصادية والمالية الأساسية وإدارة الديون والمخاطر (Wu, 2023, 105-109).

ثانياً: السلوك المالي

بينت السنوات الأخيرة نتيجة للعديد من الدراسات أن الباحثين حاولوا العودة إلى الوراء والتفكير في كيفية تشكيل عملية صناعة القرار المالي وفق الطبيعة النفسية البشرية، وكذلك الحال لفرع علم النفس، إذ يدرس الباحثون عدداً كبيراً من الظواهر المنفصلة، غير أن السلوك المالي ما يزال مجالاً جديداً نسبياً، وعادة ما ينتقد لكونه يفتقر إلى وجود إطار موحد نتيجة تعدد ظواهره، إذ أنه مجال دراسي خصب يجمع بين علم النفس السلوكي والإدراكي والاقتصادي ويقدم تفسيرات لمسببات اتخاذ الناس لقرارات مالية أقل ما توصف به أنها غير عقلانية، إذ يمكن عد السلوك الطريقة التي تدير بها الشركة وتنظم شؤونها المالية جميعها، إذ تنعم إدارة الشركة بالنجاح التي تتمتع بعادات مالية جيدة، وتلتزم بالميزانية، وتوفر المال، وتحافظ على الإنفاق، وتقوم بالاستثمار، وتسدد الديون وفق (Hira, 2012, 502-507)، كما يمكن النظر إلى السلوك المالي بوصفه انعكاساً لقيم المدير ومعتقداته وأولوياته في قرارات الشركة، قد يعطي عدداً من المديرين الأولوية للإشباع الفوري ويتوسعون في الإنفاق، في حين قد يتبنى آخرون نهجاً أكثر حذراً ويعطون الأولوية للأمن المالي على المدى الطويل، إذ يكون للعوامل الثقافية والاجتماعية والاقتصادية أيضاً أثر مهم في تشكيل السلوك المالي للشركات (Black, 2013, 401-442)، بذلك يشير كل من (Sari & Rahmiyati, 2023, 1745-1758) إلى كيفية تعامل المديرين مع الدخل والوضع المالي القائم، إذ يعني قدرة المديرين على إدارة أموالهم بالشكل الذي يضمن نجاح شركاتهم.

المبحث الثالث

نتائج تحليل قطاع الاستثمار

أولاً: وصف العينة

اشتملت الدراسة على شركة واحدة هي (الزوراء للاستثمار) وحولت بيانات هذه الشركة الى ربع سنوية نتيجة لقلة الشركات وبياناتها داخل هذا القطاع لكونه حديث النشأة وكثرة القطوعات في بياناته مقارنة ببقية القطاعات وللمدة (٢٠٢٣-٢٠١٠) كما في الجدول الآتي:

جدول (٣): وصف عينة قطاع الاستثمار

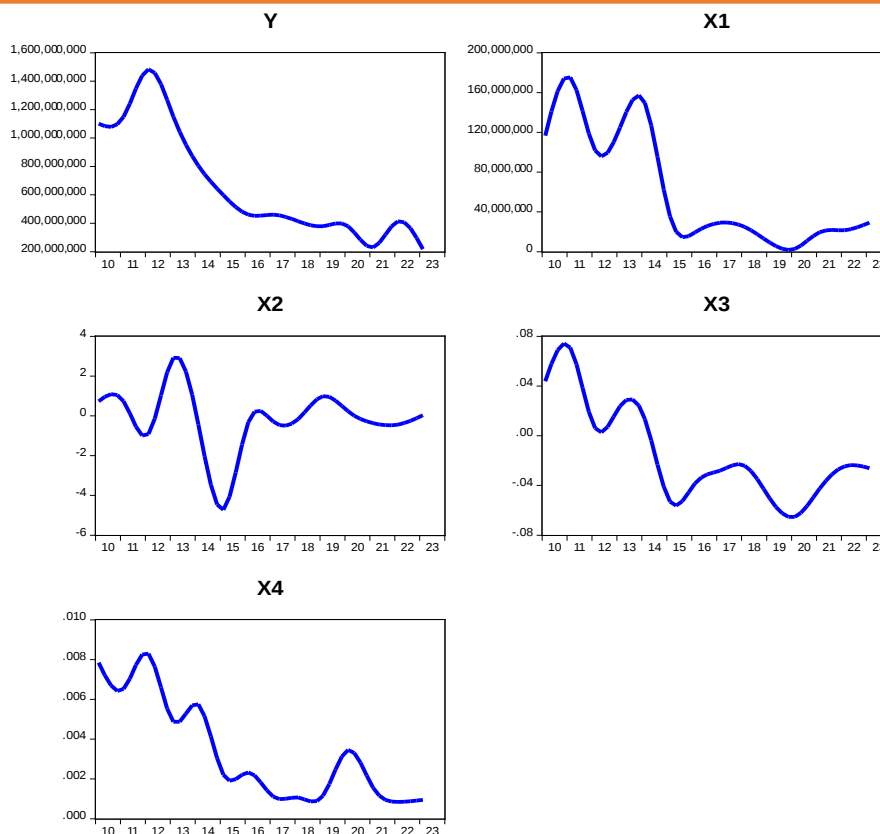
ت	الشركة	التأسيس	رأس المال بالدينار لغاية ٢٠٢٣/١٢/٣١
١.	الزوراء للاستثمار	٢٠٠٦	1,150,000,000

المصدر: من اعداد الباحثين بالاستناد الى نشرات سوق العراق للأوراق المالية.

١. اختبار استقراريه السلسلة الزمنية للمتغيرات المدروسة

في هذه الخطوة يفحص ثبات السلسلة الزمنية لكل متغير من المتغيرات المدروسة، وذلك برسم السلسلة واختبار جذر الوحدة (Unit root test)، وكالاتي:

- رسم السلسلة لكل متغير واختبار جذر الوحدة.



شكل (٢): السلاسل الزمنية لمتغيرات قطاع الاستثمار للمدة من (٢٠٢٣-٢٠١٠)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من ملاحظة نتائج رسم سلسلة كل متغير من المتغيرات المدروسة وجد الباحث ان عدداً من المتغيرات غير مستقرة، وذلك لوجود اتجاه عام فيها ، وللتأكد من ذلك ستجرى اختبار جذر الوحدة من خلال اخذ أحد مؤشرات والمتمثلة بمؤشر [Augmented Dickey-Fuller] والقيمة الاحتمالية المرافقة له (P-value)، إذ ان الفرضية المستخدمة في الاختبار هي:
أ. فرضية العدم : السلسلة الزمنية غير مستقرة .
ب. الفرضية البديلة : السلسلة الزمنية مستقرة.

وإذا أثبت الاختبار ان اي متغير غير مستقر، لابد من أخذ الفرق الأول ثم اعادة عملية اختبار استقراره مرة ثانية للتأكد من حالة السكون لديه، ونتائج الاختبار هي كما مبينة في الجدول (٤) الاتي:

الجدول (٤) : اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة

Unit root test table						
At Level						
Status	Measurement	الاداء المالي (Y)	الايادات (X1)	الارباح (X2)	العوائد (X3)	السلوك المالي (X4)
With constant	Statistic	-1.7213	-2.4730	-2.2990	-2.9797	-1.8200
	p-value	0.4136	0.1287	0.1770	0.0450	0.3663
Decision		no	no	no	**	no
With constant and Trend	Statistic	-4.1546	-1.8898	-3.3140	0.0217	-2.7140
	p-value	0.0106	0.6433	0.0779	0.9953	0.2362
Decision		**	no	*	no	no
At first Difference						
With constant	Statistic	-3.8537	-1.9860	-1.8617	-1.9443	-3.3172
	p-value	0.0045	0.2918	0.3470	0.3098	0.0193
Decision		**	no	no	no	**
With constant and Trend	Statistic	-2.2727	-1.7447	-1.7464	-1.8058	-3.0892
	p-value	0.0236	0.0769	0.0766	0.0678	0.0027
Decision		**	*	*	*	***

المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

Note : (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1% and (no) Not Significant

من نتائج الجدول (٤) المتضمن اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لاستقرارية السلسلة الزمنية يتبين ان هناك متغيرات مستقرة وغير مستقرة عند المستوى (At level) بوجود معلمة القطع (Constant) وبوجود معلمة القطع والاتجاه (Constant & Trend) وذلك بدلالة القيمة الاحتمالية (P-value) المرافقة لكل متغير، والتي ظهرت قيمها اقل من (0.05) في حالة الاستقرارية واكثر من (0.05) في حالة انعدام الاستقرارية، لذا يجب اخذ الفرق الاول او الثاني للوصول الى الاستقرارية ، وبعد اخذ الفرق الاول يمكن ملاحظة ان المتغيرات جميعها استقرت بوجود معلمة القطع والاتجاه (Constant & Trend) ، وذلك بدلالة القيمة الاحتمالية (P-value) المرافقة لكل متغير التي ظهرت قيمتها اقل من (0.05) لمتغير (الاداء المالي) ، وظهرت قيمة واحدة اقل من (0.01) وهي القيمة الخاصة بالمتغير (السلوك المالي)، استناداً الى ما سبق لابد من استعمال أنموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (Autoregressive Distribution lag (ARDL)) في تحليل علاقة التأثير.

٢. أنموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية الموزعة (المبطنة) (ARDL)

تعد منهجية الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية المبطنة (ARDL) من اكثر المنهجيات مرونة اذ يمكنها من التعامل مع السلاسل الزمنية التي تكون جميعها مستقرة في المستوى او جميعها مستقرة في الفرق الاول او مزيج بينهما، وتتميز بقدرتها على اختبار العلاقة في الاجلين التي تتجه من المتغيرات المفسرة نحو المتغير التابع (اي وجود تكامل مشترك طويل وقصير الاجل بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع) ، وتتميز هذه المنهجية بقدرتها على تجنب المشاكل التي تتعلق بالارتباط الذاتي بين الاخطاء ، وتنطوي تحت هذا الأنموذج عدة اختبارات قبل واثناء وبعد التحليل وفي اثناؤه وبعده ندرجها بالاتي :

أ. الاختبارات القبلية

(١) يتطلب تطبيق هذا الأنموذج حجم سلسلة زمنية معيناً يجب ان يتحقق من خلال العلاقة الاتية:

$$n-(k-1) > 30$$

إذ إن:

n - عدد المشاهدات (السنوات).

k - عدد المتغيرات المفسرة.

(٢) التحقق من ثبات السلسلة الزمنية وهذا الاختبار تم نفذ سابقاً.

(٣) التحقق من مدد الاخطاء للمتغيرات (تحديد رتبة الأنموذج) وذلك باعتماد مجموعة من المعايير اهمها معيار (Akaike information criteria).

(٤) التحقق من وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة.

(٥) التحقق من وجود علاقة قصيرة وطويلة الاجل بالشرط الكافي تحقق القيمة السالبة والشرط اللازم هو المعنوية لمعامل تصحيح الخطأ في أنموذج (ARDL) قصير الاجل (Eviews12).

ب. تحديد عدد الاخطاء المثلى: Lag Order Selection

قبل تقدير العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في المديين الطويل والقصير لابد من فحص افضل مدد ابطاء للمتغيرات المدروسة وذلك بالاستعانة بمعيار (Akaike) للمعلومات وقت تطبيق أنموذج (VAR)، والمؤشرة نتائجها في الجدول (٥) إذ تبين النتائج ان افضل فترة ابطاء هي (4) وذلك بدلالة قيمة معياري (AIC) و (HQ) الذي اعطى اقل قيمة تناقصية.

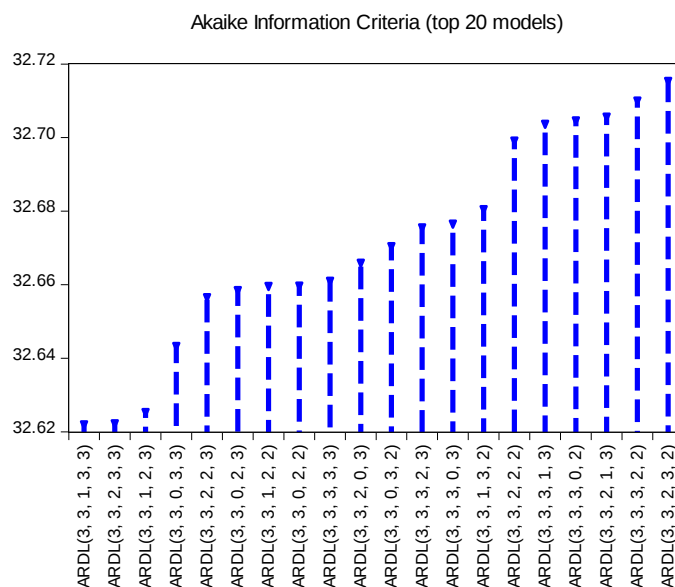
جدول (٥) : تحديد رتبة الأنموذج

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: Y X1 X2 X3 X4 X5 X6						
Exogenous variables: C						
Sample: 1990 2022						
Included observations: 31						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1599.101	NA	1.87e+22	65.47350	65.66655	65.54674
1	-1156.160	777.4058	7.35e+14	48.41471	49.57296	48.85415
2	-890.2791	412.3872	4.08e+10	38.58282	40.70629	39.38846
3	-609.6221	378.0278	1306091.	28.14784	31.23653	29.31969
4	-539.3673	80.29123*	244522.0*	26.30071*	30.35461*	27.83875*
* indicates lag order selected by the criterion						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						
HQ: Hannan-Quinn information criterion						

المصدر: من اعداد الباحثين باعتماد مخرجات برنامج Eviews12

ت. خطوات تقدير علاقات تأثير المتغيرات المفسرة في متغير الاداء المالي بأنموذج (ARDL)

الخطوة الاولى: تطبيق أنموذج (ARDL) تطبيقاً مباشراً على البيانات والهدف من هذه الخطوة هو فقط لتحديد مدة الإبطاءات المثلى لكل متغير، والشكل (٣) والجدول (٥) يبينان نتائج تطبيق أنموذج (ARDL) ويلاحظ ان أفضل إبطاءات مختارة هي (3,3,1,3,3 Selected Model: ARDL)، اي ان افضل أنموذج هو الذي يأخذ ثلاثة إبطاءات لكل من المتغير التابع (Y) والمتغيرات المفسرة (X1) و (X3) و (X4) وإبطاء واحد للمتغير المفسر (X2).



شكل (٣): تطبيق أنموذج (ARDL)

المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

جدول (٦) : تطبيق أنموذج (ARDL)

Dependent Variable: Y				
Method: ARDL				
Date: 11/11/24 Time: 12:57				
Sample (adjusted): 2010Q4 2023Q1				
Included observations: 50 after adjustments				
Maximum dependent lags: 3 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (3 lags, automatic): X1 X2 X3 X4				
Fixed regressors: C				
Number of models evaluated: 768				
Selected Model: ARDL(3, 3, 1, 3, 3)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Y(-1)	2.506475	0.057820	43.34979	0.0000
Y(-2)	-2.462147	0.108429	-22.70755	0.0000
Y(-3)	0.907670	0.058740	15.45242	0.0000
X1	-6.540754	1.042920	-6.271575	0.0000
X1(-1)	13.01263	2.306477	5.641779	0.0000
X1(-2)	-11.33242	2.244218	-5.049608	0.0000
X1(-3)	3.886311	0.971442	4.000558	0.0003
X2	-729657.1	3817405.	-0.191140	0.8496
X2(-1)	5925794.	4165737.	1.422508	0.1646
X3	4.34E+09	1.50E+09	2.902347	0.0067
X3(-1)	-6.75E+09	3.30E+09	-2.047075	0.0489
X3(-2)	4.96E+09	2.91E+09	1.703845	0.0981
X3(-3)	-1.25E+09	1.05E+09	-1.190622	0.2426
X4	4.44E+10	8.92E+09	4.974638	0.0000
X4(-1)	-8.96E+10	2.30E+10	-3.886889	0.0005
X4(-2)	7.74E+10	2.46E+10	3.143599	0.0036
X4(-3)	-2.01E+10	1.11E+10	-1.819967	0.0781

C	64542431	11318226	5.702522	0.0000
R-squared	0.999971	Mean dependent var	6.36E+08	
Adjusted R-squared	0.999955	S.D. dependent var	3.82E+08	
S.E. of regression	2559240.	Akaike info criterion	32.62203	
Sum squared resid	2.10E+14	Schwarz criterion	33.31036	
Log likelihood	-797.5508	Hannan-Quinn criter.	32.88415	
F-statistic	64147.06	Durbin-Watson stat	1.755343	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

الخطوة الثانية: اختبار التكامل المشترك

بعد تحديد مدد الابطاء المثلى لكل متغير تأتي الخطوة الثانية وهي فحص وجود تكامل مشترك على المدى البعيد أو عدم وجوده باختبار (Bounds Test)، وتشير النتائج الموضحة في الجدول (٣٠) الى وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة في الاجل الطويل وذلك بدلالة قيمة (F-statistic) التي بلغت (15.444) وهي اكبر من اعلى قيمة في عمود الحدود العليا للقيم الجدولية (I(1)) إذ بلغت اعلى قيمة فيه هي (4.37)، علما ان الفرضية الاحصائية المختبرة هنا هي ٣:

- فرضية العدم : لا يوجد تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة.
- الفرضية البديلة : يوجد تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة .

جدول (٧): اختبار التكامل المشترك

ARDL Long Run Form and Bounds Test				
Dependent Variable: D(Y)				
Selected Model: ARDL(3, 3, 1, 3, 3)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 11/09/24 Time: 22:51				
Sample: 2010Q1 2023Q4				
Included observations: 50				
F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	15.444	10%	2.2	3.09
K	4	5%	2.56	3.49
		2.5%	288	3.87
		1%	3.29	4.37

المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

الخطوة الثالثة: اختبار مشكلات النموذج المقدر

في هذه الخطوة سيجري اختبار وجود مشكلات في النموذج المقدر أو عدم وجودها وذلك قبل تفسير نتائجه على المديين القصير والطويل، وتتمثل هذه المشكلات بـ :

اولاً: اختبار مشكلة انعدام تجانس تباين الخطأ : Heteroskedasticity Test

تظهر مشكلة انعدام تجانس تباين الخطأ إذا طبقت طريقة المربعات الصغرى إذا لوحظ الدراسات التطبيقية، وفي ظل تلك المشكلة، ان الدراسة حصلت على تقديرات خطية غير متحيزة لمعاملات الانحدار، لكن هذه التقديرات تكون غير كفوءة ، لأن انتشار مشاهدات الخط المقدر عن خط الانحدار ليس هو الأقل إذا ما قورن بالخط مثلا الذي يمكن تقديره بطريقة أخرى غير طريقة المربعات الصغرى ، مما يعطي تبايناً اكبر، ومن ثم خطأ معيارياً اكبر في تقدير معاملات الانحدار، ومعنى هذا فقدان النموذج لإحدى خصائص طريقة المربعات الصغرى والمتمثلة بخاصية أقل تباين غير متحيز، وهناك طرق مختلفة للكشف عن انعدام التجانس في تباين الخطأ، منها التي تعتمد الرسم البياني لقيم الأخطاء وعلاقتها بالزمن، وهناك طرق رياضية أكثر حسماً في اختبار وجود تلك المشكلة، واحد أهم هذه الاختبارات هو اختبار (Breusch-Pagan-Godfrey Test)، والفرضية الخاصة بهذا الاختبار هي :

١. فرضية العدم: الاخطاء ذات تباين متجانس.

٢. الفرضية البديلة: الاخطاء ذات تباين غير متجانس.

وتؤشر النتائج المبينة في الجدول (٨) ان القيمة الاحتمالية الاحصائية (F-statistic) بلغت (0.0656) وهي اكبر من (0.05)، لذا لن ترفض فرضية العدم التي تشير الى أنه لا توجد مشكلة انعدام تجانس تباين الخطأ.

جدول (٨) : القيمة الاحتمالية لقطاع الاستثمار

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	1.847372	Prob. F(12,39)	0.0656
Obs*R-squared	24.76553	Prob. Chi-Square(12)	0.1001
Scaled explained SS	19.96301	Prob. Chi-Square(12)	0.2761

المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

ثانياً: اختبار مشكلة الارتباط الذاتي بين الاخطاء: Serial Correlation

تنشأ ظاهرة الارتباط الذاتي في اغلب الدراسات التي تأخذ شكل السلاسل الزمنية وتعتمد أحياناً على بيانات مقطعية، وقد تنشأ هذه الظاهرة نتيجة لحذف بعض المتغيرات المفسرة المهمة من النموذج المدروس، أو نتيجة للتشخيص غير الدقيق للعلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة كأن تكون مثلاً العلاقة هي خطية في حين هي غير خطية، أو قد تكون هناك عوامل عشوائية تؤثر في القيم المتتالية للخطأ كالتي تحصل في حالات الحروب، وانعدام الاستقرار، والجفاف، إذ يمتد أثرها في مشاهدات العينة وعدة سنوات متعاقبة.

هناك عدة اختبارات استعملت للكشف عن وجود هذه المشكلة لأو عدم وجودها، اهمها اختبار (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)، والفرضية المستعملة لهذا الاختبار وهي:

١. فرضية العدم: لا يوجد ارتباط ذاتي بين الاخطاء.

٢. الفرضية البديلة: هناك ارتباط ذاتي بين الاخطاء.

وتؤشر النتائج المبينة في الجدول (٩) ان القيمة الاحتمالية لإحصائية (F-statistic) بلغت (0.0381) وهي اقل من (0.05) ، لذا سوف ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة التي تشير الى وجود ارتباط ذاتي بين الاخطاء.

جدول (٩) : القيمة الاحتمالية الإحصائية لقطاع الاستثمار

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
F-statistic	3.650305	Prob. F(2,37)	0.0381
Obs*R-squared	9.786181	Prob. Chi-Square(2)	0.0075

المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

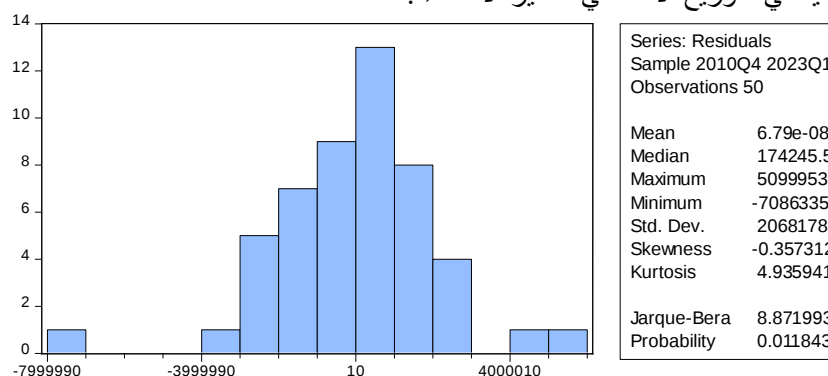
ثالثاً: اختبار التوزيع الاحتمالي الطبيعي للأخطاء : Normality test

تعد عملية اختبار التوزيع الطبيعي لمتغير الاخطاء في الأنموذج المقدر بطريقة المربعات الصغرى من الخطوات الاساسية قبل تحليل علاقة التأثير، وفي حال عدم تحقق التوزيع الاحتمالي الطبيعي لمتغير الاخطاء سوف تتوصل الدراسة إلى نتائج بعيدة عن الواقع ، ويعد اختبار (Jarque-Bera test) من الاختبارات المهمة للتحقق من كون المتغير يتبع او لا يتبع التوزيع الاحتمالي الطبيعي إذ تعتمد القيمة الاحتمالية (Probability) المرافقة لهذا الاختبار في الحكم ، علماً ان الفرضية المستعملة لهذا الاختبار هي:

١. فرضية العدم: متغير الاخطاء يتبع التوزيع الطبيعي.

٢. الفرضية البديلة: متغير الاخطاء لا يتبع التوزيع الطبيعي.

تؤشر نتائج الشكل (١٨) ان متغير الاخطاء يتبع التوزيع الطبيعي وذلك بدلالة القيمة الاحتمالية المرافقة (Probability) لاختبار (Jarque-Bera test) التي ظهرت مساوية لـ (0.011843) وهي اقل من (0.05) ، لذا ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة القائلة بان متغير الاخطاء لا يتبع التوزيع الطبيعي ، كذلك يلحظ أيضاً في الشكل وجود التواء نحو اليمين مما يؤكد على انعدام تحقق الاعتدالية في التوزيع الاحتمالي لمتغير الاخطاء .



شكل (٤) : التوزيع الطبيعي لقطاع الاستثمار

المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

وخلال مما سبق يمكن القول ان الأنموذج المؤشر في الشكل (١٨) هو أنموذج غير ملائم، وذلك لوجود مشكلة انعدام اعتدالية التوزيع الاحتمالي لمتغير الاخطاء فضلاً عن وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الاخطاء، لذا ستعدل النتائج بمصفوفة التباين المشترك للمعاملات (Coefficient covariance matrix) لـ (HAC(Newey- west)) عوضاً عن مصفوفة التباين المشترك للمعاملات لـ (Ordinary)، والجدول (١٠) يبين نتائج الأنموذج بعد إعادة الحد الثابت:

جدول (١٠) : اختبارات الأنموذج العام

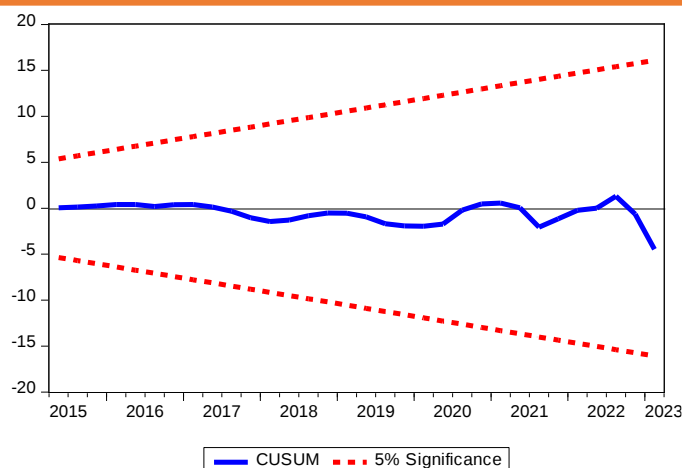
Dependent Variable: Y				
Method: ARDL				
Date: 11/11/24 Time: 13:07				
Sample (adjusted): 2010Q4 2023Q1				
Included observations: 50 after adjustments				
Maximum dependent lags: 3 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (3 lags, automatic): X1 X2 X3 X4				
Fixed regressors: C				
Number of models evaluated: 768				
Selected Model: ARDL(3, 3, 1, 3, 3)				
HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 4.0000)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Y(-1)	2.506475	0.075475	33.20955	0.0000
Y(-2)	-2.462147	0.137342	-17.92710	0.0000
Y(-3)	0.907670	0.077561	11.70273	0.0000
X1	-6.540754	1.452107	-4.504318	0.0001
X1(-1)	13.01263	3.150365	4.130516	0.0002
X1(-2)	-11.33242	2.912013	-3.891610	0.0005
X1(-3)	3.886311	1.183762	3.283018	0.0025
X2	-729657.1	2497287.	-0.292180	0.7720
X2(-1)	5925794.	3713019.	1.595950	0.1203
X3	4.34E+09	2.19E+09	1.979799	0.0464
X3(-1)	-6.75E+09	4.52E+09	-1.491769	0.1456
X3(-2)	4.96E+09	3.97E+09	1.251937	0.2197
X3(-3)	-1.25E+09	1.40E+09	-0.893579	0.3782
X4	4.44E+10	1.10E+10	4.016823	0.0003
X4(-1)	-8.96E+10	2.80E+10	-3.204213	0.0031
X4(-2)	7.74E+10	3.10E+10	2.494015	0.0180
X4(-3)	-2.01E+10	1.47E+10	-1.374267	0.1789
C	64542431	20109860	3.209492	0.0030
R-squared	0.999971	Mean dependent var	6.36E+08	
Adjusted R-squared	0.999955	S.D. dependent var	3.82E+08	
S.E. of regression	2559240.	Akaike info criterion	32.62203	
Sum squared resid	2.10E+14	Schwarz criterion	33.31036	
Log likelihood	-797.5508	Hannan-Quinn criter.	32.88415	
F-statistic	64147.06	Durbin-Watson stat	1.755343	
Prob(F-statistic)	0.000000			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EvIEWS12

رابعاً: اختبار استقرارية الأنموذج على المدى الطويل:

في هذه الخطوة ستختبر استقرارية معلمات المتغيرات المفسرة في الاجل الطويل في الأنموذج المحسن اي لضمان انها لا تتغير عبر الزمن، والاختبار المناسب لهذا الامر هو اختبار الاخطاء التجميعية للنماذج المقدر (CUSUM)، وكما هو موضح في الشكل (٥)، إذ تبين النتائج ان المعلمات المقدر في أنموذج الاجل الطويل مستقرة عبر الزمن وذلك لان الاخطاء التجميعية للنماذج المقدر والمتمثلة بالخط الازرق تقع بين خطي حدود الثقة المتمثلين بالخط الاحمر، اي ان الأنموذج بمعلماته يبقى نفسه لا يتغير بنقادم الزمن.



الشكل (٥) : استقرارية النموذج على المدى الطويل لقطاع الاستثمار
المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

١. نموذج تأثير قصير وطويل الاجل.

الخطوة الاولى في تقدير النموذج قصير وطويل الاجل لابد هي من ايجاد قيمة معامل تصحيح الخطأ (Error correction form) وهي تؤثر لدينا وجود تأثير على المدى الطويل أو عدم وجوده إذ ان الشرط اللازم هو ان تكون قيمة ذات دلالة معنوية اما الشرط الكافي فهو ان تكون قيمة ذات اشارة سالبة ، ومن ملاحظة النتائج في الجدول (٣٤) وجد الباحث ان قيمة معامل تصحيح الخطأ بلغت (-0.048002) هي قيمة سالبة، وفي الوقت نفسه دلالة معنوية، وذلك استنادا الى القيمة الاحتمالية التي بلغت (0.0018) وهي اقل من (0.05) ، وبذلك ستكون هناك علاقة طويلة الاجل بين المتغيرات المفسرة والمتمثلة بالذكاء والسلوك الماليين، والمتغير التابع المتمثل بالقيمة السوقية المضافة.

الجدول (١١) : نتائج نموذج قصير وطويل الاجل

ARDL Long Run Form and Bounds Test				
Dependent Variable: D(Y)				
Selected Model: ARDL(3, 3, 1, 3, 3)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Sample: 2010Q1 2023Q4				
Included observations: 50				
Short Run Equation				
Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	64542431	11318226	0.000000	0.0000
Y(-1)*	-0.048002	0.014123	-3.398948	0.0018
X1(-1)	-0.974229	0.159326	-6.114688	0.0000
X2(-1)	5196137.	2172891.	0.000000	0.0000
X3(-1)	1.30E+09	2.03E+08	0.000000	0.0000
X4(-1)	1.20E+10	1.43E+09	0.000000	0.0000
D(Y(-1))	1.554477	0.053681	28.95763	0.0000
D(Y(-2))	-0.907670	0.058740	-15.45242	0.0000
D(X1)	-6.540754	1.042920	-6.271575	0.0000
D(X1(-1))	7.446109	1.336899	5.569686	0.0000
D(X1(-2))	-3.886311	0.971442	-4.000558	0.0003
D(X2)	-729657.1	3817405.	0.000000	0.0000
D(X3)	4.34E+09	1.50E+09	0.000000	0.0000
D(X3(-1))	-3.71E+09	1.89E+09	0.000000	0.0000
D(X3(-2))	1.25E+09	1.05E+09	0.000000	0.0000
D(X4)	4.44E+10	8.92E+09	0.000000	0.0000
D(X4(-1))	-5.73E+10	1.37E+10	0.000000	0.0000
D(X4(-2))	2.01E+10	1.11E+10	0.000000	0.0000
Levels Equation				
Long Run Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

X1	-20.29562	10.02658	-2.024182	0.0514
X2	1.08E+08	19711560	5.491627	0.0000
X3	2.72E+10	8.27E+09	3.284448	0.0025
X4	2.51E+11	1.10E+11	2.276036	0.0297
C	1.34E+09	3.19E+08	4.219018	0.0002
$EC = Y - (-20.2956 \times X1 + 108248530.4590 \times X2 + 27165424029.1931 \times X3 + 250716941030.1397 \times X4 + 1344580244.5142)$				

المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

تقدير وتحليل أثر المتغيرات المفسرة في المتغير التابع وفق الاجلين

١. العلاقة في الاجل القصير: أشارت نتائج الجدول (٣٤) وظهرت توافقاً سلبياً للإيرادات والارباح من حيث العلاقة العكسية مع القيمة السوقية المضافة في الاجل القصير نتيجة التغيرات في السوق فضلاً عن الاعتماد المفرط على الديون في تمويل الاستثمارات، أما متغيرا العوائد والسلوك اللذان فقد أظهرتا توافقاً ايجابياً من حيث العلاقة الطردية مع القيمة السوقية المضافة وبدلالة قيمة (t) المثبتة في الجدول أنفاً وعند مستوى معنوية اقل من (٠,٠٥).

٢. العلاقة في الاجل الطويل: بينت نتائج الجدول أنفاً فشل متغير الإيرادات في اثبات علاقتها ايجابياً وتأثيرها في القيمة السوقية المضافة، وهذا يعود سببه الى دخول منافسين جدد الى الأسواق مما يؤدي انخفاض الحصة السوقية للشركة، أما بقية المتغيرات المتمثلة (الارباح، والعوائد، والسلوك) فمجملة اكدت الاثر الايجابي في الأداء، إذ جاءت الارباح بعلاقة طردية بدلالة قيمة (t) التي بلغت (٥,٤٩١٦٢٧) عند مستوى معنوية (٠,٠٠٠٠) اقل من (٠,٠٥)، أما متغير العوائد فقد سجل علاقة طردية بدلالة قيمة (t) التي بلغت (٣,٢٨٤٤٤٨) عند مستوى معنوية (٠,٠٠٢٥) اقل من (٠,٠٥)، أما متغير السلوك فقد اثبت علاقتها الموجبة بدليل قيمة (t) التي بلغت (٢,٢٧٦٠٣٦) عند مستوى معنوية (٠,٠٢٩٧) اقل من (٠,٠٥) مما يؤشر ويدعم اهمية المتغيرات المذكورة وأثرها بالنسبة للأداء المالي اذا ما قورنت ببقيّة القطاعات المالية، إذ وفر القطاع الاستثماري بالمعطيات والاثباتات التي قدمها صورة جيدة تعكس الاجراءات التي اتخذها في حماية الارباح من التآكل بتحويلها الى عوائد واستعمالها بوصفها مصادر دخل وبتخاذ قرارات حكيمة تعمل على الاستدامة المالية للقطاع، ومنها تخفيض حجم الموجودات غي المستثمرة أو تخفيضها أو حتى بيعها، بالمجمل اظهرت نتائج تحليل قطاع الاستثمار بأنه هناك تأثيراً عكسياً للإيرادات قياساً بما هو موجود من نتائج مع الارباح والعوائد التي جاءت معنوية، مما يعني ان الذكاء المالي من هذا القطاع يعتمد على قيم الارباح والعوائد للتأثير وليس الإيرادات وهو بالنتيجة لا يختلف عن قطاع المصارف والتأمين ضمن القطاع المالي وبقية (5.491627) (3.284448) على التوالي، فضلاً عن هذا أن معادلة السلوك بمتغيراتها كاملة كانت ذات أثر معنوي وموجب ومطابقة لما فرضت في الوصف الاحصائي ولما هو متوافر من دراسات مرجعية وادبيات، أما عن الاجل القصير فقد كان معنوياً ولكن بشكل عكسي، وهو مؤشر على تركيز ثقل الاثر مع الاجل الطويل لهذا القطاع. العلاقة في الاجل الطويل: بينت نتائج الجدول أنفاً فشل متغير الإيرادات في اثبات علاقتها ايجابياً وتأثيرها في القيمة السوقية المضافة، وهذا يعود سببه الى دخول منافسين جدد الى الأسواق مما يؤدي انخفاض الحصة السوقية للشركة، أما بقية المتغيرات المتمثلة (الارباح، والعوائد، والسلوك) فمجملة اكدت الاثر الايجابي في الأداء، إذ جاءت الارباح بعلاقة طردية بدلالة قيمة (t) التي بلغت (٥,٤٩١٦٢٧) عند مستوى معنوية (٠,٠٠٠٠) اقل من (٠,٠٥)، أما متغير العوائد فقد سجل علاقة طردية بدلالة قيمة (t) التي بلغت (٣,٢٨٤٤٤٨) عند مستوى معنوية (٠,٠٠٢٥) اقل من (٠,٠٥)، أما متغير السلوك فقد اثبت علاقتها الموجبة بدليل قيمة (t) التي بلغت (٢,٢٧٦٠٣٦) عند مستوى معنوية (٠,٠٢٩٧) اقل من (٠,٠٥) مما يؤشر ويدعم اهمية المتغيرات المذكورة وأثرها بالنسبة للأداء المالي اذا ما قورنت ببقيّة القطاعات المالية، إذ وفر القطاع الاستثماري بالمعطيات والاثباتات التي قدمها صورة جيدة تعكس الاجراءات التي اتخذها في حماية الارباح من التآكل بتحويلها الى عوائد واستعمالها بوصفها مصادر دخل وبتخاذ قرارات حكيمة تعمل على الاستدامة المالية للقطاع، ومنها تخفيض حجم الموجودات غي المستثمرة أو تخفيضها أو حتى بيعها، بالمجمل اظهرت نتائج تحليل قطاع الاستثمار بأنه هناك تأثيراً عكسياً للإيرادات قياساً بما هو موجود من نتائج مع الارباح والعوائد التي جاءت معنوية، مما يعني ان الذكاء المالي من هذا القطاع يعتمد على قيم الارباح والعوائد للتأثير وليس الإيرادات وهو بالنتيجة لا يختلف عن قطاع المصارف والتأمين ضمن القطاع المالي وبقية (5.491627) (3.284448) على التوالي، فضلاً عن هذا أن معادلة السلوك بمتغيراتها كاملة كانت ذات أثر معنوي وموجب ومطابقة لما فرضت في الوصف الاحصائي ولما هو متوافر من دراسات مرجعية وادبيات، أما عن الاجل القصير فقد كان معنوياً ولكن بشكل عكسي، وهو مؤشر على تركيز ثقل الاثر مع الاجل الطويل لهذا القطاع.

الاستنتاجات

تتعرض القطاعات المدرجة في الاسواق المالية الى شتى التحديات وبشقيها المالية وغير المالية مما استوجب الدراسة وتفسير العوامل الاساسية المؤثرة في نمو وتطوير قطاع الاستثمار وعدّ بُعدي الذكاء والسلوك الماليين وتأثيرهما في القيمة السوقية المضافة وضمن الاختبارات السابقة والفرض المنهجي، إذ توصل البحث لمجموعة من الاستنتاجات لعل من اهمها:

١. تنوعت العوامل المؤثرة في القيمة السوقية واختلفت في شدتها وتأثيرها، إذ انها تتباين من حيث تداعيات غيابها ووجودها في الشركات.

٢. شكلت متغيرات الذكاء والسلوك تأثيراً إيجابياً واضحاً في النتائج بالنسبة لقطاع الاستثمار، في حين عانى القطاع المذكور من ضعف وغياب تأثير بعض الجوانب داخل هذا القطاع.
٣. شكل السلوك المالي المتمثلة معادلته بعدد الصفقات، والجلسات، القيمة المتداولة، والأسهم المتداولة، وعدد الأيام في السنة، تأثيراً إيجابياً لقطاع الاستثمار المبحوث، مما يعكس قدرة المديرين في هذه الشركات على استيعاب الأرقام وتفسيرها.
٤. مارس متغيرا الذكاء والسلوك الماليين ضغطاً في التأثير في القيمة السوقية ونموها في السوق، وتحديدًا للقطاع المالي المتمثل بالاستثمار الذي امتاز بالمخاطر الكثيرة والشديدة.
٥. جاءت مخرجات الاجل الطويل بتأثير معنوي ومهم وذو دلالة احصائية أفضل بكثير من مخرجات الاجل القصير، وهو يتفق مع الادبيات المالية في هذا الصدد من حيث البعد الاستراتيجي للذكاء والسلوك الماليين.

المقترحات

- استناداً الى ما تقدم في نتائج الاختبار التجريبي الذي أبان انعكاس تأثير الذكاء والسلوك في القيمة السوقية المضافة ويسر لجملة من المقترحات كان من اهمها:
١. العمل على معالجة القصور الذي اثبتته النتائج التحليل لتبني سياسات تعزز وتدعم وجود تواجد الذكاء والسلوك الماليين في القيمة السوقية المضافة، وذلك بإدراك ما يترتب على ذلك من أثر ايجابي للشركات وفي طليعتها قطاع الاستثمار .
 ٢. يقتضي الاثر العكسي والمضاد الذي جاءت بها نتائج التحليل في الاجل القصير للشركات ابقاء المزيد من العناية بمؤشرات الذكاء والسلوك الماليين في الاجل المذكور.
 ٣. تعزيز مستويات السلوك والذكاء الماليين بسبب قدرة السلوك المالي على تعزيز مستويات القيمة السوقية المضافة اكثر من الذكاء المالي.
 ٤. من الضروري تتبع الأنموذج السوقي الافضل الذي حقق اعلى مستويات ذكاء وسلوك ماليين في مدة البحث، من اجل ان يكون أنموذجاً لترصين المستويات الضعيفة والمتراجعة في السلوك والذكاء في عدد من الشركات.
 ٥. تطوير عدد من مؤشرات الذكاء والسلوك الماليين وربطها وتعشيقها بشكل اكبر وفعال بمؤشرات القيمة السوقية المضافة .

المصادر

- 1- Barauskaite, G., & Streimikiene, D. (2021). Corporate social responsibility and financial performance of companies: The puzzle of concepts, definitions and assessment methods. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28.(١)
- 2- Black, J. (2013). Reconceiving financial markets—from the economic to the social. *Journal of corporate law studies*, 13(٢)
- 3- Bonner, J. (2022). *Financial Intelligence for IT Professionals: The Story of the Numbers*. CRC Press, First edition published.
- 4- Fitriyah, S., Makaryanawati, M., & Fauzan, S. (2020). The effect of corporate governance and financial health on the value of companies registered in indonesia stock exchange. *International Journal of Accounting & Finance in Asia Pasific (IJAFAP)*, 3.(٢)
- 5- Gholamveisay, S., Sekhavat, M., & Homayooni, S. (2023) The impact of perceived Commercial intelligence on financial performance about the mediating role of Brand value and creativity in Tehran Regional Water Company-٥). (٣)
- 6- Hala, Y., Abdullah, M. W., Andayani, W., Ilyas, G. B., & Akob, M. (2020). The financial behavior of investment decision making between real and financial assets sectors. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7.(١٢)
- 7- Hira, T. K. (2012). Promoting sustainable financial behaviour: Implications for education and research. *International Journal of Consumer Studies*, 36.(٥)
- 8- Omoregie, O. K. (2019). Corporate Financial Intelligence as a Driver of Organizational Performance: A Conceptual and Exploratory Review. *Arabian Journal of Business and Management Review*, 8.(٥)
- 9- Rousseau, G. G., & Venter, D. J. L. (2016). Financial insight and behaviour of household consumers in Port Elizabeth. *Southern African Business Review*, 20.(١)
- 10- Safi, S. K., Dorgham, M. M., & Allaloul, S. A. (2023). Impact of Senior Management's Financial Intelligence on the Financial Performance of Banks and Insurance Companies in the Gaza Strip.
- 11- Saharan, T. (2021). HR Practices for Financial Acumen. In *Financial Intelligence in Human Resources Management* (pp. 21-51). Apple Academic Press.
- 12- Sajuyigbe, A. S., Oyedele, O., Oke, O. D., Sodeinde, G. M., Ayo-Oyebiyi, G. T., & Adeyemi, M. A. (2024). Financial Behavior and SMEs Performance: The Mediating Influence of Financial Literacy and Organizational Culture. *Journal of Business and Technology*, 8(٢)
- 13- Sari, Y., Nugroho, M., & Rahmiyati, N. (2023). The effect of financial knowledge, financial behavior and digital financial capabilities on financial inclusion, financial concern and performance in MSMEs in East Java. *Uncertain Supply Chain Management*, 11.(٤)
- 14- Sohilaui, M. I., Nohong, M., & Sylvana, A. (2020). The relationship between financial literacy, rational financing decision, and financial performance: An empirical study of small and medium enterprises in makassar. *Jurnal Pengurusan*, 59.