

محددات تحيز البلد للاسهم و جائحة كورونا

Homes stock bias and its determinants of the Corona pandemic

أ.م. د. رغد محمد نجم
كلية دجلة الجامعة، بغداد، العراق
Assist. Prof Dr. Raghad
Mohammed Najim
Dijlah University,
Baghdad, Iraq
dr.rm7075@gmail.com

أ.م.د. فهد مغميش الشمري
جامعة وارث الانبياء/كلية الادارة
والاقتصاد، بغداد، العراق
Assist. Prof Dr. Fahad
Mghemish Huzayran
College of Administration and
Economics / University of
Warith Al-Anbiyaa, Karbala,
Iraq
fahad.mg@g.uowa.edu.iq

م.د هبة الله مصطفى السيد علي
جامعة وارث الانبياء/كلية الادارة
والاقتصاد، بغداد، العراق
Hebat Allah Mustafa
College of Administration
and Economics /
University of Warith Al-
Anbiyaa, Karbala, Iraq
Hebatallah.Mu@g.uowa.edu.iq

معلومات البحث:

- تاريخ الاستلام: 12-01-2022
- تاريخ ارسال: 19- 01- 2022
- التعديلات
- تاريخ قبول: 23- 01- 2022
- النشر

المستخلص

عد تحيز البلد للاسهم بمثابة الظاهرة المحيرة في الادبيات المالية، وذلك بسبب زيادته بمرور الزمن فضلا عن عدم وجود اي مبرر لتلك الزيادة. تهدف هذه الدراسة، الى تحليل العوامل المحددة لتحيز البلد للاسهم المحلية ، ولا سيما خلال مدة الدراسة والتي مرت بالعديد من الازمات الاقتصادية والمالية والصحية . وتكمن الجدلية الفكرية في الدراسة في التساؤل الاساسي فيما اذا كان تحيز البلد للاسهم يتأثر خلال جائحة كورونا ، فضلا عن ذلك محاولة معرفة المحددات التي تؤثر في تحيز البلد خلال مدة الدراسة. أجرى تحليل مفصل لمحافظ الاقتصادات خلال المدة (2005 ولغاية 2020) في ضوء البيانات التي تم الحصول عليها لعينة الدراسة المتمثلة في محافظ الاسهم الاجنبية والمحلية والقيم السوقية لتلك المحافظ فضلا عن عدة محددات اخرى. وتكونت عينة الدراسة من (64) محفظة اجنبية. وشملت مدة الدراسة (16) سنة للعينة المدروسة ككل، فبدأت في سنة (2005) ولغاية سنة (2020) . وباستخدام العديد من الاساليب المالية والاحصائية فقد توصلت الدراسة الى العديد من الاستنتاجات والتوصيات ومن اهمها : وفقا لنظرية اختيار المحفظة و تحيز البلد في ظل عدم التأكد اثبتت الدراسة بان تحيز البلد للاسهم يتأثر خلال جائحة كورونا مقارنة بما قبلها ، وكشفت الدراسة بان تحيز البلد ازداد أثناء جائحة كورونا ، فضلا عن ذلك اثبتت الدراسة بان هناك عدة عوامل وليس عاملا واحد لتفسير محددات تحيز البلد والتي منها عوامل مؤسسية واقتصادية تقع على عاتقها مسؤولية تقليل عوائد الاستثمار الاجنبي ، والتي يقودها مدخل الكلفة والعائد مثل الاحتياطي ، وتدفقات التجارة ، والناتج المحلي الاجمالي ، وعدد الشركات المدرجة والرسملة السوقية ، والتفسير الاخر هو متعلق في العوامل السلوكية والذي يركز على سلوك المستثمرين ، مثل الألفة ، والتحفظ، والثقة الزائدة فان هذا الالتياب يؤكد على قبول الفرضية الرئيسية. وخلصت الدراسة في اهم توصيه، وهي ضرورة اهتمام المستثمرين في تنوع استثماراتهم وذلك بغية تقليل تحيز البلد للاسهم المحلية ، والاستفادة من الفرص الخارجية لتحقيق افضل مبادلة كفاءة بين لعائد والمخاطر.

الكلمات المفتاحية : تحيز البلد للاسهم، المحددات ، جائحة كورونا.

Abstract

Homes bias stock is considered a confusing phenomenon in the financial literature, due to its increase over time, as well as the absence of any justification for this increase. This study aims to analyze the determinants of local bias, especially during the study period, which went through many economic, financial and health crises. The intellectual argument from the study lies in the basic question whether the country's bias towards stocks is affected during the Karuna pandemic, as well as an attempt to know the determinants that affect the country's bias during the study period. A portfolio analysis of economies was conducted for the period (2005 to 2020). In light of the data obtained for the study sample, represented by portfolios of foreign and local stocks and the market values of those portfolios, as well as several other determinants. The study sample consisted of (64) foreign portfolios. The duration of the study included (16) years for the sample studied as a whole, and it started in the year (2005) until the year (2020). Using many financial and statistical methods, the study reached many conclusions and recommendations, the most important of which are: According to the theory of portfolio selection and the country's bias in light of uncertainty corona pandemic, In addition, the study proved that there are several factors, not a single factor, to explain the determinants of the country's bias, among which are institutional and economic factors that bear the responsibility of reducing foreign investment returns, which are led

by the cost-benefit input such as reserves, trade flows, gross domestic product, the number of listed companies and market capitalization. The other explanation is related to behavioral factors that focus on investor behavior, such as familiarity, conservatism, and overconfidence. This proof confirms the acceptance of the main hypothesis. The study concluded in the most important recommendation: the need for investors to be interested in diversifying their investments in order to reduce the country's bias towards local stocks. And to take advantage of external opportunities to achieve the best exchange between efficient returns and risks.

Keywords: homes stocks bias, determinants, the Corona pandemic.

المقدمة

في ظل التداخل بين الاقتصادات العالمية وخصوصا حينما تم بناء نظام اقتصادي عالمي متكامل يختلف في خصائصه وسماته عن الأوضاع الاقتصادية التي سادت في المدد السابقة، إذ اسفر هذا النظام عن ظهور نظام تجاري معولم يقوده التحرر المالي والتقدم التكنولوجي التقني، لكل من سرعة تحرك رؤوس الاموال و تخفيف التشريعات فضلا عن التطورات التكنولوجية والمعلوماتية سهلت عملية الدخول والخروج من والى الاسواق وبحرية شبه تامة.

ان كل تلك العوامل ساهمت في بروز ظاهرة العولمة التي أصبحت السمة السائدة في النظام الاقتصادي العالمي الجديد. فالعولمة الاقتصادية لها اثار ايجابية تكمن في اتساع قاعدة الفرص الاستثمارية المتاحة امام المستثمر المحلي، ومن هنا انطلقت جدلية الدراسة وهي تشير في مضمونها ان بظل كل تلك التسهيلات يتوجب على المستثمرين توزيع ثرواتهم نحو جميع انحاء العالم الا ان الادبيات والدراسات السابقة اشارت الى عكس ذلك وهي ان المستثمرين يميلون الى الاستثمار في بلدهم الاصلي. ووفق لذلك قسمت الدراسة الى اربعة اجزاء تناول الجزء الاول لمنهجية الدراسة في حين ان الجزء الثاني ركز للجانب النظري من الدراسة بينما خصص الجزء الثالث للجانب التطبيقي من الدراسة والذي قسم الى قسمين تناول الاول التحليل المالي بينما الثاني خصص للجانب الاحصائي، واخيراً ركز الجزء الرابع لاهم الاستنتاجات والتوصيات.

ثانيا: منهجية الدراسة :

اولا: مشكلة الدراسة :

يتفق الاقتصاديون على ان المستثمر يتصرف بالرشد والعقلانية فمن البديهي فان المستثمر سيستفيد وبالشكل الامثل من توزيع ثروته على الاستثمارات الدولية في ظل التسهيلات المقدمة التي نتجت عن التحرر المالي والتطور التقني فضلا عن زيادة شفافية الاسواق، وتخفيض تكاليف الاستثمار الاجنبي، مما يتوجب على المستثمرين من زيادة توجههم صوب الاستثمار الأجنبي. وبالرغم من كل تلك التسهيلات الا ان الجدلية المحيرة هي ان المستثمرين يميلون الى استثمار اموالهم في موطنهم الاصلي. ومن هنا انطلقت جدلية الدراسة اذ يتوجب على الباحثين الماليين والاقتصاديين بان يبحثوا عن المسببات التي حجت من قدرة تقليل ظاهرة تحيز البلد والذي يعرف على انه تحيز سلوكي بل ينظر له بمثابة لغز عملي. وعلى وفق ذلك يثار تساؤل رئيسي مهم حول محددات تحيز البلد للاسهم وجائحة كورونا وكالاتي:

التساؤل الرئيسي:

هل ان تحيز البلد للاسهم يتأثر خلال جائحة كورونا؟ وينبثق من هذا التساؤل الرئيسي اسئلة فرعية عدة وهي كالاتي.

- 1- هل ان إجمالي الاحتياطي (بما فيه الذهب، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي) يؤثر في تحيز البلد؟
- 2- هل ان ميزان المدفوعات يؤثر في تحيز البلد؟
- 3- هل ان إجمالي الشركات المحلية المدرجة يؤثر في تحيز البلد؟

4- هل ان إجمالي الناتج المحلي يؤثر في تحيز البلد؟

5- هل ان القيمة السوقية (الرسملة) تؤثر في تحيز البلد؟

تم الاعتماد على المحفظة الامريكية وتم اقتراض ان المستثمر المحلي هو الامريكي، وباقي الحالات اعتبرت اجنبيه.

ثانيا: فرضيات الدراسة:

بضوء المشكلة الرئيسية والفرعية فان للدراسة الفرضيات الاتية:

ان تحيز البلد للاسهم لا يتأثر خلال جائحة كورونا؟ وينبثق من هذا التساؤل الرئيسي اسئلة فرعية عدة وهي كالاتي.

- 1- ان إجمالي الاحتياطي (بما فيه الذهب، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي) لا يؤثر في تحيز البلد.
- 2- ان ميزان المدفوعات لا يؤثر في تحيز البلد.
- 3- ان إجمالي الشركات المحلية المدرجة لا يؤثر في تحيز البلد.
- 4- ان إجمالي الناتج المحلي لا يؤثر في تحيز البلد.
- 5- ان القيمة السوقية (الرسملة) لا تؤثر في تحيز البلد

ثالثا: اهمية الدراسة:

1. تكتسب اهمية الدراسة من حداثة موضوعها كونها تقدم اضافة معرفية وفكرية عن واحد من اهم المفاهيم الاستثمارية الحديثة والتي شغلت الفكر والفلسفة المالية لموضوع تحيز البلد، والذي عُذ لغز محير في ضوء العولمة ورفع الحواجز امام الاستثمار الدولي.

2. سلطت الدراسة الضوء اماما الباحثين واصحاب القرار بضرورة البحث المسببات التي حجت من قدرة انتشار الاستثمار الدولي.

رابعا : اهداف الدراسة:

1. تسعى هذه الدراسة إلى محاولة حل الجدلية المعرفية بشأن ظاهرة تفاقم تحيز البلد رغم الانفتاح المالي والاقتصادي وتخفيف القيود والتشريعات، الا ان تحفظ

IMF, International Finance bank , Datastream). وثالثها المراسلة الشخصية الالكترونية للعيبة المختارة .

سابعا: اجراءات واساليب الدراسة:

تبلورت اجراءات واساليب الدراسة بالخطوات الاتية علماً ان ادناه :

1. حساب حصة أسهم الدولة i المستثمرة في الدولة (I*) زوهي نسبة الرسملة السوقية للبلد (j) في رسملة السوق العالمية. وذلك عبر استخدام المعادلة الاتية (Cooper& Vanpée, 2013,290):

$$I*j = MCj/MCworld \quad (1)$$

حيث MCj هي القيمة السوقية للبلد j MCworld هي القيمة السوقية العالمية.

2. باستخدام المعادلة اعلاه يتم حساب درجة التحيز التي يتم فيها ترجيح المحافظ الاسهم المحلية في محفظة استثمارات البلد الأول مقارنةً بالأسهم الأجنبية ، من خلال المعادلة (2) وكالاتي (Zamith 2017:28):

$$EHBi=1- Foreign Equityi \quad (2)$$

3. استخدام البرامج المالية والإحصائية لحساب العلاقة فيما بين المتغيرات.

ثالثا: الجانب النظري : تحيز البلد ومحدداته و جائحة كورونا اشارت العديد من الدراسات الأجنبية والعربية إلى امكانية تحقيق اعلى الأرباح عن طريق الاستثمار الدولي الامثل في المحافظ الدولية (Abid,etal,2014:46). ولان المستثمر يتصف بالرشد والعقلانية فيمكنه الاستفادة القصوى من الاستثمارات الدولية في ظل التسهيلات المقدمة, والتي منها تخفيف الحواجز والقيود على كل من الاستثمار الأجنبي ، وتحرك رؤوس الاموال فضلا عن زيادة شفافية الاسواق، وتخفيض تكاليف الاستثمار الاجنبي, مما يتوجب على المستثمرين من زيادة توجههم صوب الأسهم الأجنبية. الا انهم لم يفعلوا ذلك!! (Kang and Stulz ,1997,8). وذلك لان اغلب المستثمرين وبجميع انحاء العالم امتلكوا تحيز سلوكي جديد والذي يعرف على انه تحيز البلد (Home Bias) (The Economist, 1996,75), اذ ينظر له بمثابة لغز عملي, فالحلول المقترحة لهذا الغز كانت معظمها ناتجة عن الحواجز المتشددة التي من الممكن ان تعوق من عمليات الاستثمار الدولي وكذلك تعزى ايضا للتحيزات السلوكية (Huberman 2001:660). ويعرف التحيز السلوكي على انه الانحراف عن السلوك العقلاني (Gilovich,etal,2002:20). فالمدخل السلوكي لتحيز البلد يستند على عدة جوانب نفسية لسلوك الأفراد . وبالرغم من التوثيق الجيد لفوائد الاستثمار الدولي ، الا ان العديد من محافظ الأسهم ما زلت تركز بشكل كبير على الاسواق المحلية (Cooper& Vanpée, 2013,236).

ان الاعتراف بمسألة المسافة من حيث القرب والبعد هي ظاهرة تدل على وجود تحيز ، اذ ان هذا التحيز يقيس ويقوم لماذا يميل الافراد للاستثمار المحلي. وفي الواقع وبحسب العديد من الدراسات اثبتت ان المستثمر يفضل الاستثمار في المكان الذي ينتمي اليه (Lindblom et,al:2013,3). اذ

المستثمرين في الاتجاه صوب الاسهم الاجنبية مازال محيرا , يظن كل تلك التسهيلات فحجم التوجه كان قليل جداً وأقل بكثير مما كان متوقع بظل غياب هذه الحواجز أمام المستثمر الدولي .

2. بيان فيما اذ كان تحيز البلد للاسهم يتأثر خلال جائحة كورونا .

3. معرفة هل ان إجمالي الاحتياطات (بما فيه الذهب، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي) يؤثر في تحيز البلد.

4. معرفة هل ان ميزان المدفوعات يؤثر في تحيز البلد.

5. بيان هل ان إجمالي الشركات المحلية المدرجة يؤثر في تحيز البلد .

6. تفسير هل ان إجمالي الناتج المحلي يؤثر في تحيز البلد

7. تحديد ما اذ كانت القيمة السوقية(الرسملة) تؤثر في تحيز البلد.

خامسا : مجتمع وعينة الدراسة:

تؤكد الدراسات العلمية على ضرورة اجراء الدراسة مع التوصيف الدقيق للمجتمع الاصلي تمهيدا لتحديد معايير المعاينة والتي تشمل اختيار عينة الدراسة المتمثلة عن هذا المجتمع.

ان مجتمع هذه الدراسة يشتمل على محافظ دول العالم , اما عينة الدراسة فتتمثل في (64) محفظة استثمارية تمثلت بين اقتصادات متباينة. وان اختيار هذه المحافظ جاء ليعبر عن اسواق الدول والمتمثلة بالمحفظة الخطرة المتلى , اذ تم اختيار عينة الدراسة بشكل قصدي ,وذلك عبر الاعتماد على معايير عدة وهي كالآتي:

1. المحافظ المختارة وزنت بالقيمة السوقية .
2. تعد المحافظ المختارة هي الأنشط خلال المدة المدروسة.
3. عدم توقف عمل هذه المحافظ في اسواقها العالمية خلال المدة المدروسة .

سادسا : بيانات الدراسة ومدتها:

ان مدة الدراسة غطت في سنة (2005) ولغاية سنة (2020) . اذ بلغ عدد المشاهدات للمحافظ الدولية الاستثمار الاجنبي المباشر (1024) مشاهدة للمحافظ الاجنبية, لذا اما لبقية المتغيرات المستقلة فكانت (5120)¹ مشاهدة لكل من الاتي:

1. القيم السوقية للمحافظ الدول المختارة.
2. إجمالي الاحتياطات (بما فيه الذهب، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي).
3. ميزان المدفوعات بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)
4. إجمالي حجم التداول الشركات المحلية المدرجة،
5. إجمالي الناتج المحلي (القيمة الحالية بالدولار الأمريكي) .

وقد تم الحصول على البيانات عن طريق استخدام طرائق عدة للتقصي والبحث عنها اولها الدخول الى الموقع مباشرة وثانيها الاشتراك في المواقع الرسمية (data .world

¹ ان عدد المشاهدات للمحافظ ناتج عن ضرب مدة الدراسة بعدد المحافظ (16*64=1024) وان ضرب الناتج بعدد المتغيرات الأخرى (5) ينتج عنه 5120.

يدل ذلك على وجود تحيز كامل للاسهم المحلية مقابل الاجنبيه. اما في حالة كون مقياس تحيز البلد مساوي للصفر فهو يدل ذلك على عدم وجود تحيز للاسهم المحلية مقابل الاجنبيه (Bodie,etal,2009:386).
الا ان هذه ظاهرة التحيز وبحسب دراسة اجريت (Bodie, et al,2014,) بدت بالتضاؤل بمرور الزمن بحسب الدراسة المعروضة وكما في الجدول (1)

ان تحيز البلد (Home Bias) يشير إلى الميل المشترك للمستثمرين في تخصيص اقل الاوزان للاسهم الاجنبية في محافظهم الخطرة (Eun& Resnick,2012:390).
ان مقياس التحيز للاسهم المحلية يعرف على انه المؤشر الاكثر استخداما لقياس التحيز وبحسب من خلال الفرق بين الموجودات الاجنبية مقسومة على محفظة الاسهم العالمية (Cooper & Kaplanis, 1994:41).
وتتراوح قيمة مؤشر التحيز ما بين الواحد الصحيح والصفر , فعندما يكون مقياس تحيز البلد مساوي للواحد الصحيح فهو

جدول (1) تخصيص المبالغ الممسوكة للمستثمرين المحليين والاجانب

Year	U.S. Investor Holdings Abroad ^a	Foreign Investor Holdings in U.S. ^b
2001	2,170	3,932
2011	6,481	11,870

^aBillions of dollars.
^bAbout 2/3 of these holding are in equities.

Sours: Bodie, Zvi,& Kane, Marcus,& Alan J., Investments,,10th By Mcgraw-Hill Education ,886:2014.

الدول تمر بمشاكل خطيرة . فعملة البلد واسواق اسهمها مصيرهما مرتبطان بالحالة الاقتصادية والسياسية للبلد , وارتباطهما طردي وقوي (Abidin et al,2004: 54-55).
وبالتالي , فان المستثمرين الاجانب سيتأثرون عند انخفاض قيمة عملة البلد: فالمستثمرون سيخسرون ليس فقط تحويل العملة الى عملتهم المحلية (عملة البلد الام) ولكن الانخفاض ايضا بقيمة اسهمهم بالعملة المحلية وبمعنى التأثير سيكون مضاعف (Solnik&Mcleavey,2009 :142). وعلى سبيل المثال وبالنظر الى المستثمر الامريكي الذي يمتلك حصص من اسهم الشركة السويسرية . ويفترض بانه حدث انخفاض مفاجئ في قيمة الفرنك السويسري (FC) مما نتج عنه خسائر كبيرة من ذلك الانخفاض, فتحسس سعر سهم الشركة السويسرية بالأنماط المختلفة لتحركات سعر الصرف والسيناريوهات المختلفة لارتباط سعر سهم الشركة السويسرية مع الدولار الامريكي / السويسري لسعر الفرنك. وكالاتي (solnik&Mcleavey,2004:162-163):

- ✓ اذ كان الارتباط صفري بين العائد على الاسهم بالعملة المحلية وتحركات سعر الصرف: ويعني عدم وجود ردة فعل للمخاطرة النظامية لتعديلات اسعار الصرف . فمعدل العائد الفوري لسهم السويسري يميل الى ان يكون صفرًا للمستثمرين السويسريين (لان الفرنك السويسري لم يتحرك). وان الخسارة كانت نتيجة لتحويل العملة للمستثمرين الامريكان في الدولار الامريكي.
- ✓ اذ كان الارتباط سلبي بين سعر الاسهم بالعملة المحلية وتحركات سعر الصرف: يعني ان سعر السهم المحلي سيستفيد من انخفاض العملة المحلية . وبمعنى اخر فان انخفاض العملة السويسرية سيعوض جزئياً من المكاسب الرسمية للفرنك السويسري على اسعار الاسهم . وسيمثل تحويط كاملاً لمخاطرة العملة اذ تحرك سعر السهم بالفرنك السويسري بنفس مقدار الانخفاض .
- ✓ اذ كان الارتباط موجب بين العائد على الاسهم بالعملة المحلية وتحركات سعر الصرف: يعني ان سعر السهم المحلي انخفض كرد فعل للانخفاض في العملة المحلية .

ان الجدول اعلاه يوضح بان المستثمرين خصصوا لاستثمارهم بالاسهم الدولية بما يتناسب مع الاسهم المتداولة في بلدهم , فخصص المستثمرون الامريكان لعام 2011 حوالي (36.4%) فقط من الاسهم في شركاتهم المحلية والمتبقي (63.6%) خصصوها في مسك الاسهم بالاسواق الاجنبية. فالمستثمرون مسكوا أكبر حصة من الاسهم الاجنبية مقارنة بالاسهم المحلية. وفي الواقع, اظهر ذلك بان اغلب المستثمرين امتلكوا تحيز واضح نحو مسكهم للاسهم مقارنة في عام 2001 (Bodie,2014:886) ويلاحظ مما ذكر ان تحيز البلد كان اعلى بكثير ما قبل عشرة سنوات من (2001 الى 2011) مما يدل على انه بمرور الزمن قد انخفضت ظاهرة تحيز البلد.
وعلى الرغم من أن كل سوق دولية يمكن ان تكون كقوة، الا ان هناك عوامل قد تحول دون تدفق رؤوس الاموال الدولية, وبالتالي تحول من عملية الاستثمار الدولي , وبالتالي تحول من التخصيص الامثل للموجودات في المحفظة الدولية في كل من الاسواق (Eun& Resnick,2004:160). . اذ تم تقسيم هذه العوامل ما بين الرئيسية والسلوكية وكالاتي:

اولاً:- العوامل الرئيسية:

1- مخاطر العملة currency Risk

ان مخاطر العملة هي مخاطر بقيمة الاستثمار والتي قد تنخفض بسبب التحويل العملة من عملة إلى أخرى (meketagroup,2010:6). ويعرف سعر الصرف بانه سعر احد العملات في بلد اخر (Arnold,2005:601) . وبالرغم من ان المدخل التقليدي للتداول يوحى بأن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي يميل الى الحد من القدرة التنافسية للاقتصاد المحلي, وبالتالي سيخفض من النشاط المحلي , الا ان مدخل الطلب على النقود يقود الى تأثير عكسي, فالزيادة في النمو الاقتصادي المحلي يقود الى ارتفاع في قيمة العملة الحقيقية . ومن المهم التأكيد بخصوص حالة في الاسواق الناشئة لانها غالباً ما تكون غير متنوعة بالشكل الكافي , او انها تعتمد بشكل كبير على الاستثمار الاجنبي . فالانخفاض في قيمة العملة للدولة الناشئة غالباً مايكون اشارة الى ان هذه

(COUR,2010). وبالمقابل فان المعفي من الضريبة المحلية اصلاً لن يحصل على اعفاء لانه معفى اصلاً لكن دخله من الاستثمار الاجنبي سيخضع للضريبة وبالتالي سينخفض دخله. فتعد هذه الضريبة ضريبة كبح (withholding) تخفض من العائد على الاستثمار الاجنبي , وتقرضها الحكومات المحلية بهدف الحد من بعض الانشطة الاجنبية (Elton, et al,2014 271). ومنها من يطبق ذلك على بعض المستثمرين الاجانب بالرغم من ان هذا الامر اصبح استثنائياً (solnik&Mcleavey,2009:414).

4- القيود القانونية: ان المستثمرون بالمؤسسات غالباً ما يتقيدون عندما يرغبون في الاستثمار الاجنبي. وبعض الأسواق الوطنية تقيد الاستثمارات الأجنبية الداخلة والخارجة في اسواقها. فضلاً عن انها وفي بعض الاحيان تقيد التملك الأجنبي لتفادي فقدان السيطرة الوطنية (123, Elton, et al,2009).

5- تكاليف المعاملات : وهي من الحالات التي تعوق عمليات الاستثمار الدولي لانها وبدورها تسبب عوائد اقل على الاستثمارات الاجنبية مقارنة بالاستثمارات المحلية لعموم المستثمرين (271: Elton, et al, 2014).

ان كل هذه العوامل قد تحد من قدرة تدفقات راس المال الدولية وتقود الى تجزئة السوق. وبالرغم من كل تلك المشاكل هي متواجدة في الاقتصادات النامية، والتي سينتج عنها مخاطر استثمارية عالية ، الا ان هذه الأسواق تعد اسواق جذابة بشأن فرصة تخصيص الموجودات . ومجدداً ، الفكرة هي يجب ان يكون المستثمرين على استعداد للاستثمار في الأسواق الدولية المختلفة، التي بطبيعتها هي متقلبة جداً، وذلك لأنه من المحتمل أن ينتج عنها عوائد عالية جداً. فيلاحظ من ان مساهمة في الأسواق إلى المخاطرة الكلية للمحفظة العالمية ليست كبيرة جداً، بسبب الارتباط المنخفض بين الأسواق (solnik&McLeavey,2004: 491).

ثالثاً: العوامل السلوكية

تستند هذه العوامل الى التفسيرات السلوكية والتي تنطلق من مبدأ مفاده أن المستثمرين ليسوا عقلانيين تماماً عند اتخاذ قرار الاستثمار (Ricciardi,2008) ويذكر منها الاتي:

1- الحواجز السيكولوجية : ان عدم الإلمام في الأسواق الاجنبية من حيث اللغة، ومصادر المعلومات، وغير ذلك، يمكن ان يقلل من الاستثمار الأجنبي. فالمستثمرون هم اكثر الماماً في اسواقهم المحلية من الاسواق الاجنبية . وبالتالي فهم يشعرون بعدم الارتياح بشكل ما حول استثمار اموالهم في دولة بعيدة او بعملة غير معروفة (solnik&Mcleavey,2004:157).

2- الألفة (Familiarity)

يعتقد كل من (Grinblatt and Keloharju؛ 2005؛ Chan et al؛ 2001) على ان تحيز الألفة يرتبط باحساس العام بالراحة للشئ المعلوم في البلد الاصلي وبالعكس منه يكون عدم الراحة بل وحتى النفور والخوف من المجهول في البلد الأجنبي (Huberman,2001). وقد أثبتت (Seasholes and Zhu (2010) بأن الألفة (الراحة) ترتبط عموماً بالمستثمرين الأقل خبرة حيث يُنظر إليها على

وفي هذه الحالة فان مخاطرة تعرض المستثمر ستكون من الانخفاض الحاصل في قيمة العملة والانخفاض في المكاسب الرسالية ومخاطرة العملة للمستثمر هي حساسية سعر السهم (المقاس بالعملة المحلية) الى التغيير في قيمة العملة المحلية .

2- المخاطرة السياسية: من حيث المبدأ، فان تحليل الأوراق المالية في الاقتصاد الكلي، والصناعة، وعلى مستوى الشركات الخاصة هو مماثل لجميع البلدان. فيهدف هذا التحليل إلى توفير تقديرات عن العوائد المتوقعة والمخاطر للمحافظ وللموجودات الفردية. و من أجل الوصول الى نفس جودة المعلومات حول الموجودات في الدولة الأجنبية فهو أكثر صعوبة وتكلفة. فضلاً عن ذلك، فان المخاطرة المتأتبة من المعلومات الخاطئة أو المضللة هي أكبر (891: 2014 Bodie et al). وفي العقود اللاحقة اكتسبت المخاطر السياسية أهمية كبيرة جداً ، اذ بدأت العديد من المؤسسات في تطوير منهجيات محددة بغية تقويمها، لمواكبة القوى المحركة للتغيير السريع في كل من التدويل التجارة والاستثمار (Sottiotta, 2013:1). وبنهاية الاستعمار اشير الى المخاطر السياسية، أيضاً باسم "المخاطرة غير الاقتصادية"، واعتبرت على انها بالغالب سمة من سمات البلدان "المتأخرة النمو" أو البلدان المحدثة "modernizing" (Zink 1973, Green 1974, Green and Korth 1974). وكما اشار (Jodice 1985)، في بداية الامر كان القلق سائد من قبل محلي المخاطر السياسية بشأن منازعات الاستثمار المنبثقة عما يسمى بالقومية الاقتصادية، أي ما يعرف في الاتجاه النموذجي للبلدان النامية، بشأن المصادرة أو الاستيلاء للممتلكات الأجنبية والتي تعرف باسم المصلحة العامة (Jodice 1985: 9). وبصفة عامة، يمكن القول أن المخاطر السياسية هي مصطلح لتحديد عنصر مخاطرة البلد، وهذا الأخير يعرف بأنه "القدرة واستعداد البلد في تأدية التزاماتها المالية" (Hoti & McAleer 2004:1). ومع ذلك، فتجدر الإشارة أيضاً إلى أن "المخاطر القطرية او مخاطر البلد تصف معنى اوسع مما ذكر فتشير إلى المخاطر العامة ، وليست فقط المخاطرة المالية وانما ايضا تعرف على انها "مخاطرة البلد ذات النطاق الاوسع ، فتتضمن الخصائص الاقتصادية والمالية للبلد، بجانب المخاطرة السياسية والاجتماعية (Howell 2007:7).

3- الضرائب التمييزية والتكاليف الاخرى

discriminatory taxes:

يمكن ان يخضع الاستثمار الاجنبي للضرائب بصورة اكبر من الاستثمار المحلي. فاذا فرضت الحكومات ضريبة على الاستثمارات الاجنبية فانها تختلف عن تلك المفروضه على الاستثمارات المحلية فيمكن ان يشاهد ذلك في سلوك العائد بعد الضريبة . فالتباين في معدلات الضريبة المفروضة على النوعين من الاستثمارات حصل في الماضي ومستمر الى اليوم ومن المحتمل ان يستمر للمستقبل (solnik&Mcleavey,2009:413). فالكثير من الدول تفرض ضريبه على مقسوم الارباح , فضلاً عن ان هناك من يخضع للضريبة لكنه يحصل على اعفاء فلا يتأثر دخله , والمقصود هنا تخضع الضريبة على استثماره الاجنبي لكنه يعفى من ضريبة استثماره المحلي (20 LA

التركيز على اسواقهم المحلية (235، 2011 ؛ Forbes and Warnock).

جائحة كورونا Corona pandemic :

نظرا لتباين الدول في تعرضها المستمر لازمات مختلفة متكررة وباختلاف درجة مخاطر واسباب كل ازمة. اذ عرفت الازمة على انها حالة يحصل فيها انخفاض سريع في قيمة المؤسسات أو موجودات تلك المؤسسة. أو يمكن أن تحدث نتيجة للمبالغة في تقييم موجودات تلك المؤسسات ، أو بسبب تنافس سلوك المستثمرين (Bhatia, 2011:4). و بسبب تفشي فيروس كورونا كوفيد-19 سبب ذلك أزمة صحية وإنسانية عالمية لم يسبق لها مثيل مصحوبة في اضطرابات اجتماعية واقتصادية واسعة النطاق شملت بقاع العالم. وقد سجلت أول بؤرة لنفسي هذا المرض في مدينة ووهان الصيني، في يوم 29 ديسمبر 2019. ومنذ ذلك الحين، انتشر إلى 119 دولة وإقليم حول العالم، أعلنت منظمة الصحة العالمية، في يوم 11 مارس 2020، تصنيف فيروس كوفيد-19 جائحة عالمية (IMF, 2021).

ان هشاشة الأسواق المالية والناشئة عن تحمل المخاطرة العالية و بسبب السلوكيات المتبعة غير الصحية حينها وبسبب الثقة المفرطة في المبالغة بالتقدير وتحديد الأوزان الاستثمارية جراء أحداث غير المسنفة، ومن ثم يؤدي ذلك إلى توقعات الخاطئة غير متوقعة ومن ثم إلى القرارات غير الصحيحة ، وبالتالي وبسبب تلك الأحداث فان متخذ القرار سيكون أكثر احتمالاً للتأثر بالثقة المفرطة والتي تقوده في الحصول على نتائج سلبية (Nelson et al, 2000:3).

تعرضت للاقتصادات العالمية بسبب جائحة كورونا وتحورات الفيروس الى صدمات متتابة نتيجة الاغلاق الجزئي والكلي نجم عنها مخاطر كبيرة تمثلت بالضغط المالية وسط اعباء الديون الكبيرة، فالتحولات والتقلبات التي عصفت بالأسواق المالية في شتى انحاء العالم، سببت انهيارات، وازمات متكررة في الأسواق المالية (Brunnermeier & Oehmke, 2014:4). وكانت القطاعات الأكثر تضرراً هي قطاعات الطيران والنفط والغاز والسياحة والترفيه والمطاعم وتجارة التجزئة ، مع كل الازمات التي اوجدها كوفيد 19 الا انها تختلف عن ازمة عامي 2007 و 2008 والتي كان النظام المصرفي سبباً رئيساً لها . وكان للاقتصاد الصيني التأثير الاقوى من جائحة كورونا تليه الأسواق الناشئة في آسيا، والاقتصاد الأمريكي والأوروبي ، وكانت اليابان أقل الدول تأثراً بتلك التداعيات (ifc, 2020:1).

و مما يجدر اليه الى حالات الانكماش التي شهدتها الاقتصادات العربية والاجنبية كنتيجة للصدمات التي شهدتها جانبي العرض والطلب الكلي في غالبية الدول العربية (world bank group , 2021 : 16). وعلى وفق ذلك يواجه صانعو السياسات صعوبة في الموازنة ما بين اعتبارات استمرار إجراءات تعزيز التعافي من خلال الدعم المالي ، واعتبارات الحفاظ على استقرار الأسعار والاستدامة المالية . ويمكن لوضع السياسات أيضاً المساعدة في ترسيخ التعافي الدائم من خلال الإصلاحات المعززة للنمو وتوجيه مسارات التعافي نحو الأنشطة صديقة البيئة، وزيادة مستويات مرونة وديناميكية الاستجابة الاقتصادية.

أنها عنصر معرفي مركزي للتعلق بالمكان (Seasholes and Zhu (2010).

3- الثقة المفرطة Overconfidence

ان للثقة الكثير من المزايا الضرورية للفرد والمجتمع وعند التحدث عن الثقة يشار عادة الى درجة التأكد في صحة الحالات الفكرية أو الذهنية. اذ إن العديد من الباحثين يرون الكثير من المزايا للثقة في تحقيق الانجازات الشخصية وهذه العوامل تزيد من احتمالية النجاح (Johnson & Fowler, 2011:1). ولكن الثقة المفرطة ممكن أن تقود الى المبالغة بالتقدير وتحديد الأوزان والاحتمالات، والى التوقعات الخاطئة والقرارات غير الصائبة التي تقود متخذ القرار الى نتائج غير مرغوبة (Pool et al. 2012:386). اما بالنسبة للاستثمار فالثقة المفرطة تجعل المستثمرين يبالغون في تقدير معارفهم ويقفلون من قيمة المخاطر الملازمة لاستثماراتهم، ويغالون في تقدير إمكاناتهم للسيطرة على الأحداث (Hirschey & Nofsinger, 2010:236). اذ يعتقد اغلب المستثمرون بأن لديهم معرفة كاملة فيما يتعلق باستثمار المحلي وهم يعتقدون بانهم أكثر دراية بتلك الموجودات المحلية ولديهم تصور كامل بانهم يمتلكون ميزة معلوماتية ، مما يؤدي إلى زيادة وزن الأسهم المحلية مقابل الاسهم الأجنبية (Cooper et al. 2013, 65).

3- حب الوطن (patriotism)

وجد (Morse and Shive (2011) أن الدول الأكثر وطنية (استناداً إلى استبيانات مسح القيم العالمية) ، هي أكثر تحيزاً للوطن حتى بعد ازالة وتخفيف العديد من الحواجز .

4- المعتقدات والتحفيز

بالنظر إلى المعلومات المتاحة ، يميل المستثمرون الى إعطاء أهمية أكبر لما يؤكد معتقداتهم حتى وان كان غير صحيح، بل وحتى عند حصولهم على معلومات جديدة ، فإنهم يكونون أكثر تحفظاً على تغييرها (Sharma (2002 و (Das and Uppal (2004

5- تغيير الوقت

وضح (Belallah & Sendi (2010) أن المناطق الزمنية المختلفة في جميع أنحاء العالم يمكن أن تكون حاجزاً نفسياً أمام الاستثمار الدولي لأن الكفاءة تنتضاء مع الأسواق البعيدة جغرافياً. ان هذا الاعتقاد يكون مدعوم بفكرة وفي أي وقت ، توجد أسواق مالية مغلقة خلال اليوم ، ويعتقد المستثمر على انه سيواجه صعوبة في الحصول على المعلومات حول الموجودات ، وبوجهة نظرهم فمن الصعوبة إدارة المحفظة العالمية بل ان الاحتفاظ بها سيصبح أكثر صعوبة ولا يمكن ادارتها على النحو الأمثل (Belallah & Send, 2010 : 78).

6- الانكماش

في ظل وجود الصدمات في الاقتصاد ، فان هناك حالة من عدم التأكد الإضافية التي ينبغي أن تؤدي إلى زيادة تحيز البلد (Heath and Tversky, 1961، Ellsberg, 1991). وهذا النهج موجود أيضاً في الأدبيات الحديثة والمتقدمة في مسألة تخفيض النفقات ، والى تلخص في ان المستثمرون يميلون إلى الخروج من الأسواق الأجنبية و

- حساب وتحليل معدلات التحيز السنوية لمحافظ الدول عينة الدراسة :
بالاستناد الى بيانات الدراسة الموصوفة في منهجية الدراسة وباستخدام معادلة (1) و (2), تم حساب معدلات التحيز السنوية (كل محفظة بعملة بلدها) وباعتبار ان المحفظة الأمريكية هي المحفظة المحلية المفترضة في الدراسة فضلا عن ذلك تم حساب المتوسطات لتلك المحافظ خلال مدة الدراسة والنتائج ظاهرة في الجدول الاتي:

بالإشارة الى ما ذكر فهناك جدلية فكرية حول تحديد محددات تحيز البلد وتأثير جائحة كورونا ومن منطلق هذه الجدلية جاءت مشكلة الدراسة التي تحاول معرفة الجواب الدقيق .
رابعاً الجانب التطبيقي: سيتم تقسيم الجانب العملي الى جزئين , جزء مالي وجزء احصائي من اجل اختبار فرضيات الدراسة.
اولاً: الجانب المالي

الجدول (2) معدلات ومتوسط التحيز السنوية لمحافظ الدول عينة الدراسة من 2005 - 2020

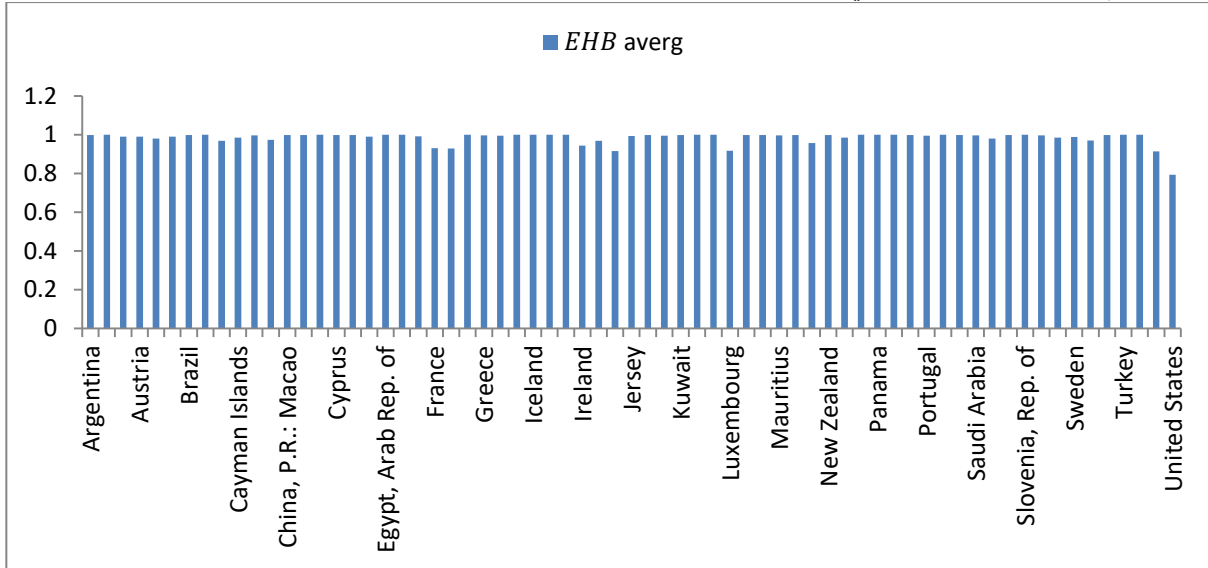
EHBi2012	EHBi2011	EHBi2010	EHBi2009	EHBi2008	EHBi2007	EHBi2006	EHBi2005	Countries
0.999482	0.999449	0.999474	0.999422	0.999372	0.99938	0.999372	0.999313	Argentina
0.999985	0.999985	0.999984	0.999986	0.999986	0.999986	0.999984	0.999983	Netherlands
0.984966	0.985475	0.986645	0.988266	0.990593	0.989013	0.990844	0.991643	Australia
0.991379	0.990752	0.990156	0.989307	0.988239	0.988774	0.988427	0.988003	Austria
0.982556	0.980625	0.979744	0.976763	0.973375	0.976996	0.977782	0.976748	Belgium
0.988649	0.986565	0.984658	0.985916	0.985478	0.984074	0.985266	0.983445	Bermuda
0.999429	0.999169	0.998952	0.99948	0.999501	0.99949	0.999652	0.999731	Brazil
0.999846	0.999901	0.999905	0.999923	0.999942	0.999957	0.999959	0.999967	Bulgaria
0.976661	0.97824	0.979298	0.981662	0.982444	0.978601	0.979261	0.980149	Canada
0.99865	0.998508	0.998346	0.998315	0.998165	0.997501	0.997205	0.996948	Cayman Islands
0.996772	0.996958	0.996753	0.9973	0.997874	0.997684	0.998151	0.998939	Chile
0.974505	0.975901	0.974122	0.975763	0.979572	0.978387	0.980935	0.981568	China Hong Kong
0.999152	0.999385	0.999563	0.999565	0.999623	0.99965	0.999659	0.99965	China Macao
0.999571	0.999551	0.99961	0.99963	0.99959	0.999681	0.999704	0.999762	Colombia
0.999974	0.999966	0.999962	0.999955	0.999965	0.999959	0.999957	0.999966	Costa Rica
0.999097	0.998903	0.998616	0.998143	0.998548	0.999259	0.999112	0.999422	Cyprus
0.999335	0.99934	0.999327	0.999258	0.999043	0.99905	0.999163	0.999197	Czech Rep.
0.990481	0.990915	0.990963	0.991141	0.991442	0.991636	0.991728	0.991695	Denmark
0.999914	0.999902	0.999731	0.999877	0.999929	0.999923	0.99992	0.999909	Egypt, Arab . of
0.999841	0.999842	0.999851	0.99985	0.99986	0.999822	0.999842	0.999875	Estonia, Rep. of
0.991825	0.992127	0.99211	0.99282	0.993375	0.99289	0.992906	0.993491	Finland
0.933628	0.930939	0.921886	0.914023	0.906382	0.917694	0.919084	0.920917	France
0.92872	0.930533	0.928845	0.925096	0.921202	0.927137	0.925573	0.934445	Germany
0.999784	0.999931	0.999936	0.999908	0.999919	0.999954	0.999963	0.999942	Gibraltar
0.996178	0.997586	0.997327	0.996125	0.995499	0.996451	0.997094	0.997046	Greece
0.99473	0.993745	0.993717	0.994234	0.993757	0.993333	0.993966	0.994207	Guernsey
0.999794	0.999768	0.999654	0.999648	0.999691	0.999726	0.999803	0.999894	Hungary
0.999782	0.999781	0.999802	0.999792	0.999719	0.999142	0.999388	0.999531	Iceland
0.999967	0.999965	0.999956	0.999959	0.999965	0.999969	0.999991	0.999997	India
0.999652	0.999766	0.99981	0.999875	0.999842	0.999928	0.99995	0.999951	Indonesia
0.945931	0.945918	0.945748	0.941801	0.935482	0.945301	0.946792	0.950091	Ireland
0.972997	0.969922	0.967853	0.966653	0.964926	0.965518	0.962542	0.95854	Italy
0.908961	0.901498	0.906846	0.915	0.912863	0.929948	0.923041	0.910716	Japan
0.994551	0.993597	0.992902	0.992749	0.989929	0.988762	0.988253	0.987032	Jersey
0.998376	0.998627	0.999054	0.99916	0.998844	0.999311	0.99934	0.999537	Kazakhstan, Rep.
0.996444	0.996981	0.996875	0.996979	0.997246	0.995597	0.996789	0.997799	Korea, Rep. of
0.999106	0.99898	0.998968	0.998893	0.998529	0.999108	0.99924	0.999355	Kuwait
0.999872	0.99989	0.99991	0.99991	0.999895	0.999922	0.999933	1	Latvia
0.999825	0.999785	0.999825	0.999843	0.999837	0.999891	0.999921	0.999914	Lebanon

0.92067	0.921562	0.920052	0.919324	0.92119	0.919981	0.920169	0.922282	Luxembourg	
0.998694	0.998824	0.999001	0.999192	0.999408	0.999641	0.999764	0.99984	Malaysia	
0.999317	0.999352	0.99942	0.999465	0.99948	0.999563	0.99951	0.999499	Malta	
0.997383	0.996966	0.995073	0.996126	0.995194	0.995707	0.997322	0.997685	Mauritius	
0.998915	0.998949	0.998871	0.998935	0.998164	0.99845	0.998582	0.999632	Mexico	
0.956892	0.957995	0.958456	0.955046	0.954828	0.95649	0.956227	0.950968	Netherlands, The	
0.998541	0.998593	0.998669	0.998869	0.999044	0.999012	0.999028	0.998825	New Zealand	
0.976836	0.978359	0.97965	0.980584	0.980812	0.984886	0.985726	0.988152	Norway	
0.99999	0.999994	0.999995	0.999996	0.999996	0.999985	0.999992	0.999984	Pakistan	
0.999777	0.999773	0.999804	0.99982	0.999815	0.999852	0.999809	0.99978	Panama	
0.999825	0.99984	0.99984	0.99985	0.999831	0.999819	0.999765	0.999754	Philippines	
0.999658	0.999688	0.999605	0.999627	0.999606	0.999394	0.999546	0.99963	Poland, Rep. of	
0.996312	0.995687	0.994576	0.993707	0.993534	0.994709	0.994735	0.994312	Portugal	
0.99993	0.999939	0.999941	0.999949	0.999945	0.999953	0.999945	0.999969	Romania	
0.998753	0.99871	0.998962	0.998862	0.999113	0.999448	0.999597	0.99925	Russian	
0.995523	1	1	1	1	1	1	1	Saudi Arabia	
0.979289	0.982179	0.983603	0.986103	0.986448	0.985877	0.987592	0.988046	Singapore	
0.999296	0.999123	0.999196	0.999223	0.99981	0.999833	0.99986	0.999855	Slovak Rep.	
0.999596	0.999562	0.999555	0.999511	1	1	1	1	Slovenia, Rep. of	
0.995874	0.996045	0.996349	0.997116	0.997629	0.997885	0.99768	0.997269	South Africa	
0.989193	0.988279	0.986445	0.981135	0.978506	0.979383	0.978107	0.975466	Spain	
0.987379	0.987177	0.986277	0.987271	0.988162	0.986644	0.987043	0.987326	Sweden	
0.969437	0.968357	0.968886	0.967865	0.966647	0.969953	0.970563	0.968615	Switzerland	
0.999244	0.999393	0.999367	0.9993	0.999506	0.999577	0.999841	0.999855	Thailand	
0.999966	0.999949	0.999938	0.999943	0.999928	0.999944	0.999897	0.99997	Turkey	
0.999997	0.999998	0.999998	0.999999	0.999999	0.999997	0.999998	0.999998	Ukraine	
0.908276	0.906333	0.909761	0.909328	0.911043	0.905801	0.896867	0.89978	United Kingdom	
0.795527	0.801095	0.812401	0.822201	0.843521	0.800361	0.803869	0.806177	United States	
<i>EHB averg</i>	<i>EHBi2020</i>	<i>EHBi2019</i>	<i>EHBi2018</i>	<i>EHBi2017</i>	<i>EHBi2016</i>	<i>EHBi2015</i>	<i>EHBi2014</i>	<i>EHBi2013</i>	Countries
0.999428	0.999471	0.999392	0.999439	0.999488	0.999458	0.999458	0.99945	0.999428	Argentina
0.999984	0.999982	0.999982	0.999983	0.999984	0.999984	0.999985	0.999986	0.999986	Netherlands
0.989883	0.99168	0.991868	0.992378	0.985483	0.992131	0.992531	0.992398	0.992216	Australia
0.9911	0.993551	0.993597	0.993463	0.993262	0.992845	0.992774	0.991793	0.991273	Austria
0.981237	0.985356	0.985686	0.985111	0.984484	0.984007	0.985035	0.98308	0.982446	Belgium
0.989697	0.993118	0.993632	0.99404	0.994023	0.99375	0.994161	0.994019	0.99436	Bermuda
0.999348	0.999288	0.999182	0.9992	0.999309	0.9993	0.999258	0.999256	0.999373	Brazil
0.99988	0.999783	0.999814	0.999828	0.999838	0.999862	0.999875	0.99984	0.999836	Bulgaria
0.968617	0.966614	0.966654	0.968416	0.869522	0.970861	0.972118	0.972972	0.974403	Canada
0.984828	0.954306	0.959011	0.958583	0.963995	0.960042	0.979845	0.999021	0.998803	Cayman Islands
0.997135	0.9969	0.996784	0.996715	0.996709	0.996551	0.996699	0.996659	0.996704	Chile
0.973707	0.966989	0.968444	0.968184	0.968993	0.969689	0.969759	0.973281	0.973224	China Kong
0.999023	0.997981	0.998108	0.998374	0.998525	0.998688	0.998731	0.998818	0.998889	China Macao
0.999499	0.99928	0.999275	0.99927	0.999306	0.99933	0.99933	0.99939	0.999697	Colombia
0.999962	0.999941	0.999949	0.99995	0.999967	0.999966	0.99997	0.999971	0.999974	Costa Rica
0.999245	0.999546	0.999515	0.999581	0.999605	0.999668	0.999701	0.999635	0.999562	Cyprus
0.999289	0.999435	0.999413	0.99937	0.99933	0.999329	0.999331	0.999348	0.999358	Czech Rep.
0.99083	0.989899	0.99034	0.990587	0.990811	0.990498	0.99075	0.990266	0.990125	Denmark
0.99993	0.999982	0.999983	0.999977	0.999968	0.99997	0.99996	0.999969	0.999962	Egypt, Rep. of
0.999805	0.999643	0.999724	0.999721	0.999743	0.999786	0.999837	0.999818	0.999828	Estonia, Rep. of

0.992631	0.993458	0.993186	0.992891	0.992919	0.992259	0.99247	0.991696	0.991673	Finland
0.931096	0.949985	0.948556	0.94586	0.94408	0.941021	0.940086	0.932802	0.930592	France
0.92972	0.934506	0.935198	0.935025	0.934563	0.930699	0.932383	0.926233	0.92536	Germany
0.999925	0.999964	0.999954	0.999855	0.999939	0.999917	0.999986	0.999905	0.999945	Gibraltar
0.996882	0.99701	0.997609	0.997707	0.997459	0.99701	0.997113	0.996582	0.996317	Greece
0.995855	0.997682	0.998005	0.99798	0.998127	0.997881	0.997327	0.997693	0.9973	Guernsey
0.999758	0.999764	0.999753	0.999749	0.999738	0.999768	0.999786	0.999782	0.999807	Hungary
0.999696	0.999743	0.999758	0.999781	0.999802	0.99982	0.999796	0.999747	0.999748	Iceland
0.999955	0.999878	0.99992	0.999917	0.999944	0.999952	0.999965	0.999962	0.999979	India
0.999752	0.999636	0.999615	0.999599	0.99969	0.9997	0.9997	0.999682	0.999632	Indonesia
0.944294	0.933336	0.936478	0.938336	0.941977	0.970547	0.944351	0.943409	0.943201	Ireland
0.968323	0.969762	0.970379	0.96888	0.968712	0.969676	0.971951	0.97265	0.972207	Italy
0.916396	0.920942	0.920955	0.921385	0.92273	0.911939	0.920058	0.919621	0.91583	Japan
0.99441	0.997421	0.997326	0.997751	0.998136	0.998565	0.998038	0.998075	0.99747	Jersey
0.998805	0.998947	0.998799	0.998816	0.998754	0.998492	0.99842	0.998178	0.998224	Kazakhstan
0.994832	0.989463	0.990184	0.991124	0.992373	0.993459	0.994611	0.995378	0.996009	Korea, Repf
0.999315	0.999695	0.99966	0.999687	0.999685	0.999627	0.999628	0.999629	0.999255	Kuwait
0.99982	0.99966	0.999701	0.999691	0.999678	0.999678	0.999733	0.999779	0.999865	Latvia
0.999881	0.999979	0.999954	0.99993	0.999917	0.999895	0.99988	0.999854	0.999841	Lebanon
0.917094	0.912282	0.913173	0.912225	0.913399	0.914198	0.913985	0.913483	0.915524	Luxembourg
0.998821	0.998069	0.998221	0.998345	0.998447	0.998344	0.998361	0.998449	0.998542	Malaysia
0.998558	0.997607	0.997626	0.997453	0.997484	0.997354	0.997382	0.997107	0.999307	Malta
0.996946	0.997938	0.997632	0.997265	0.997424	0.99734	0.997189	0.997319	0.99757	Mauritius
0.998843	0.998882	0.998928	0.998836	0.998871	0.998964	0.998876	0.998803	0.998824	Mexico
0.958017	0.962815	0.962603	0.962362	0.962015	0.958899	0.960342	0.956245	0.956084	Netherlands, The
0.998529	0.997977	0.998024	0.998088	0.99814	0.998079	0.998236	0.998189	0.999156	New Zealand
0.984827	0.987251	0.987775	0.98892	0.987996	0.987873	0.988117	0.987677	0.986621	Norway
0.999991	0.999995	0.999993	0.999991	0.999992	0.999991	0.999992	0.99999	0.999988	Pakistan
0.999784	0.999773	0.999764	0.999736	0.999752	0.999729	0.999716	0.999764	0.999883	Panama
0.99978	0.99965	0.999665	0.999709	0.999758	0.999724	0.999763	0.999832	0.999848	Philippines
0.999497	0.999405	0.999338	0.999302	0.999343	0.99934	0.999361	0.999501	0.999609	Poland, Rep. of
0.995762	0.997051	0.997123	0.996802	0.996965	0.997017	0.996944	0.996451	0.996273	Portugal
0.999931	0.999895	0.999888	0.999911	0.999916	0.999927	0.999935	0.99993	0.99992	Romania
0.998812	0.998398	0.998643	0.998671	0.998505	0.998328	0.998501	0.998627	0.99863	Russian
0.997423	0.99485	0.995137	0.995549	0.995852	0.995616	0.995201	0.995535	0.995541	Saudi Arabia
0.980764	0.975826	0.975023	0.975962	0.976732	0.976837	0.977394	0.97727	0.978036	Singapore
0.999427	0.999198	0.999259	0.999268	0.999343	0.999386	0.999506	0.999366	0.999314	Slovak Rep.
0.999683	0.999571	0.999566	0.999547	0.999556	0.999586	0.999633	0.999637	0.999602	Slovenia, Rep. of
0.996804	0.9973	0.997001	0.996981	0.996601	0.996477	0.996554	0.996171	0.995939	South Africa
0.984837	0.985304	0.986012	0.985842	0.986549	0.987421	0.987638	0.988117	0.993992	Spain
0.988353	0.988265	0.988507	0.98846	0.988354	0.988299	0.987775	0.993725	0.992987	Sweden
0.970427	0.974413	0.97454	0.97418	0.973389	0.9711	0.970828	0.969797	0.968266	Switzerland
0.999274	0.998819	0.998881	0.998992	0.999037	0.999097	0.999071	0.999157	0.999253	Thailand
0.999956	0.999973	0.999969	0.999973	0.999976	0.999969	0.999965	0.999967	0.999976	Turkey
0.999997	0.99999	0.999994	0.999998	0.999998	0.999997	0.999996	0.999996	0.999996	Ukraine
0.914472	0.94098	0.937183	0.937121	0.93233	0.917611	0.911228	0.907398	0.900529	United Kingdom
0.793676	0.784998	0.775294	0.774464	0.773868	0.77811	0.77437	0.773139	0.779415	United States

الربح رغم تخفيف القيود ورفع الحواجز التي تعيق من عمليات الاستثمار وهذا يتنافى مع مبدئ تنويع المحافظ الاستثمارية، إذ ينص مبدأ التنويع على توزيع الثروات في عدة استثمارات مع مراعاة لمعامل الارتباط والملحق (1) يعرض مصفوفة الارتباط بين جميع المحافظ . ومن جهة اخرى يلاحظ ان (United States) امتلكت اقل تحيز خلال مدة الدراسة من (2005 ولغاية 2020) , تلتها كل من (Japan ,United Kingdom) خلال مدة الدراسة والشكل ادناه يبين ذلك،

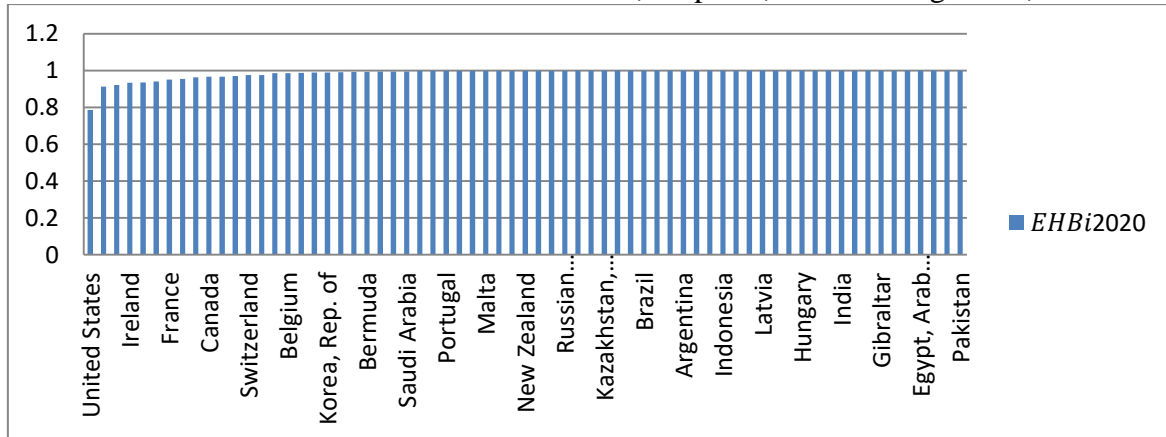
ومن الجدول اعلاه يتضح لنا بان جميع الدول تمتلك تحيزا عالي جدا إذ يلاحظ ان اعلى تحيز كان في (Ukraine) إذ بلغ تحيزا كاملاً للسنوات (2005 ولغاية 2020)، تلتها (Saudi Arabia) إذ بلغت هي الاخرى تحيزا كاملاً ولكن للمدد (2005 ولغاية 2011)، تلتها (Slovenia) للمدد من (2005 ولغاية 2008) ، تلتها (Latvia) لسنة (2005). ان هذا يدل على ان المستثمرين المحليين في تلك الدول وفي تلك المدة لم يتوجه صوب الاستثمار الدولي بل ركزوا جل استثماراتهم صوب الاستثمار المحلي ، مما يقلل من فرص



الشكل (1) متوسط التحيز السنوية لمحافظ الدول عينة الدراسة من 2005 - 2020

,Ireland ,France ,Germany ,Luxembourg (Canada,Italy ,Netherlands, The ,0.916395783 ,0.914471875 ,0.793675726) ,0.931095855 , 0.92971997 , 0.917093668 ,0.968323148 ,0.958016767 ,0.944293715 ,0.968617362) على التوالي . ويبدو جلياً من قيم الجدول اعلاه ان الدول التي تأثرت اثناء جائحة كورونا هي جميعها الا ان اكثرها تأثر هي موضحة بالشكل الاتي:

اما على المستوى الاجمالي فيلاحظ من الجدول(2) والشكل (1) ان كل من (Egypt ,Gibraltar ,Lebanon ,Costa Rica , Turkey , India , Romania Pakistan , Aruba, Kingdom of the Netherlands Ukraine) حققت اعلى معدلات التحيز وكادت تقترب من الواحد الصحيح (0.999925092 ,0.999880661 ,0.999929769 , 0.999930797 , 0.99995539 ,0.999956462 ,0.99996208 ,0.999984402 ,0.999991494 ,0.999996725) على التوالي . اما ادنى مستويات التحيز كانت من نصيب كل من (Japan ,United Kingdom ,United States)



الشكل (2) متوسط التحيز السنوية لمحافظ الدول عينة الدراسة لعام 2020

, Canada ,Netherlands, The , Cayman Islands
(Singapore , Switzerland , Italy ,China Hong
اذ حققت (0.91228173 , 0.78499811)
, 0.934506109 , 0.933335547 , 0.920941621
, 0.954305959 , 0.949984592 , 0.9409595
, 0.966989269 0.966614382 , 0.962815487
(0.97582636 , 0.974412965 , 0.969761604
على التوالي.

اذ يتضح جليا مما ذكر ان جميع الدول تأثرت في جائحة
كورونا ولغرض التمعن اكثر تم تركيز النظر على اخر
ثلاث سنوات قبل الجائحة كمثال معبر عن كل العينة ,
والجدول (3) يعرض متوسط التحيز لمحافظ الدول عينة
الدراسة من 2017 لغاية 2020 وكالاتي:

وهي كل من (Hungary , Iceland , Kuwait , Latvia
Costa ,Romania , India , Bulgaria , Panama ,
, Egypt ,Lebanon ,Turkey , Gibraltar ,Rica
اذ حققت (Pakistan , Ukraine ,Netherlands
, 0.999743222 , 0.999694522 , 0.999660135)
, 0.999783271 , 0.999772838 , 0.999763751
, 0.999941336 , 0.999894673 , 0.999878125
, 0.999979105 , 0.999973496 , 0.999964244
, 0.999990184 , 0.999982438 , 0.99998202
(0.99999461 على التوالي .

اما ادنى تحيز وهو بذات الوقت عالي جداً كان في كل من
(Ireland ,Japan , Luxembourg ,United States)
, France , United Kingdom , Germany

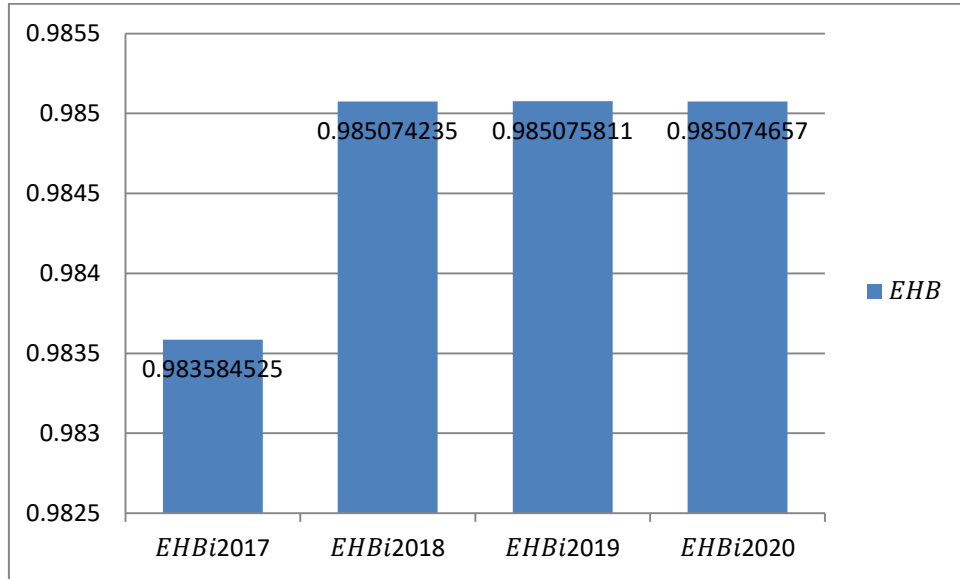
الجدول(3) متوسط التحيز لمحافظ الدول عينة الدراسة من 2017 - 2020

<i>EHBi</i> 2020	<i>EHBi</i> 2019	<i>EHBi</i> 2018	<i>EHBi</i> 2017	Countries
0.999471	0.999392	0.999439	0.999488	Argentina
0.999982	0.999982	0.999983	0.999984	Netherlands
0.99168	0.991868	0.992378	0.985483	Australia
0.993551	0.993597	0.993463	0.993262	Austria
0.985356	0.985686	0.985111	0.984484	Belgium
0.993118	0.993632	0.99404	0.994023	Bermuda
0.999288	0.999182	0.9992	0.999309	Brazil
0.999783	0.999814	0.999828	0.999838	Bulgaria
0.966614	0.966654	0.968416	0.869522	Canada
0.954306	0.959011	0.958583	0.963995	Cayman Islands
0.9969	0.996784	0.996715	0.996709	Chile
0.966989	0.968444	0.968184	0.968993	China, P.R.: Hong Kong
0.997981	0.998108	0.998374	0.998525	China, P.R.: Macao
0.99928	0.999275	0.99927	0.999306	Colombia
0.999941	0.999949	0.99995	0.999967	Costa Rica
0.999546	0.999515	0.999581	0.999605	Cyprus
0.999435	0.999413	0.99937	0.99933	Czech Rep.
0.989899	0.99034	0.990587	0.990811	Denmark
0.999982	0.999983	0.999977	0.999968	Egypt, Arab Rep. of
0.999645	0.999724	0.999721	0.999743	Estonia, Rep. of
0.993458	0.993186	0.9928	0.992919	Finland
0.949985	0.948556	0.94586	0.94408	France
0.934506	0.935198	0.935025	0.934563	Germany
0.999964	0.999954	0.999855	0.999939	Gibraltar
0.99701	0.997609	0.997707	0.997459	Greece
0.997682	0.998005	0.99798	0.998127	Guernsey
0.999764	0.999753	0.999749	0.999738	Hungary
0.999743	0.999758	0.999781	0.999802	Iceland
0.999878	0.99992	0.99991	0.999944	India
0.999636	0.999615	0.999591	0.99969	Indonesia
0.933336	0.936478	0.938336	0.941977	Ireland
0.969762	0.970379	0.96888	0.968712	Italy
0.920942	0.920955	0.921385	0.92273	Japan
0.997421	0.997326	0.997751	0.998136	Jersey

0.998947	0.998799	0.998816	0.998754	Kazakhstan, Rep. of
0.989463	0.990184	0.991124	0.992373	Korea, Rep. of
0.999695	0.999666	0.999687	0.999685	Kuwait
0.99966	0.999701	0.999691	0.999678	Latvia
0.999979	0.999954	0.99993	0.999917	Lebanon
0.912282	0.913173	0.912225	0.913399	Luxembourg
0.998069	0.998221	0.998345	0.998447	Malaysia
0.997607	0.997626	0.997453	0.997484	Malta
0.997938	0.997632	0.997265	0.997424	Mauritius
0.998882	0.998928	0.998836	0.998871	Mexico
0.962815	0.962603	0.962362	0.962015	Netherlands, The
0.997977	0.998024	0.998088	0.99814	New Zealand
0.987251	0.987775	0.98892	0.987996	Norway
0.999995	0.999993	0.999991	0.999992	Pakistan
0.999773	0.999764	0.999736	0.999752	Panama
0.99965	0.999665	0.999709	0.999758	Philippines
0.999405	0.999338	0.999302	0.999343	Poland, Rep. of
0.997051	0.997123	0.996802	0.996965	Portugal
0.999895	0.999888	0.999911	0.999916	Romania
0.998398	0.998943	0.998671	0.998505	Russian Federation
0.99482	0.99485	0.995549	0.995852	Saudi Arabia
0.975826	0.975024	0.975962	0.976732	Singapore
0.999198	0.999259	0.999263	0.999343	Slovak Rep.
0.999571	0.999566	0.999544	0.999556	Slovenia, Rep. of
0.9973	0.997001	0.996981	0.996601	South Africa
0.985304	0.986012	0.985842	0.986549	Spain
0.988265	0.988507	0.98846	0.988354	Sweden
0.974413	0.97454	0.97418	0.973389	Switzerland
0.998819	0.998881	0.998992	0.999037	Thailand
0.999973	0.999929	0.999973	0.999976	Turkey
0.99999	0.999994	0.999995	0.999998	Ukraine
0.94096	0.937183	0.937121	0.93233	United Kingdom
0.784998	0.775296	0.774464	0.773868	United States
0.985075	0.985076	0.985074	0.983585	المتوسط

ومثال اخر على ذلك ان كل من (United Kingdom , South , Slovenia ,Singapore ,Saudi Arabia ,Indonesia , Lebanon ,Latvia , Kuwait, Africa ,France ,Finland , Estonia ,Egypt ,Hungary ,Germany ,Gibraltar) تأثرت في الجائحة مقارنة لما قبلها اما باقي دول العينة فتباينت بين تلك الحالات التي ذكرت. ولتوضيح ذلك بشكل ادق يعرض الشكل(3) لمقدار ذلك التفاوت:

وبصورة عامة وكما يلاحظ من العينة المطروحة في الجدول (3) ان جميع الدول تأثرت في جائحة كورونا فكان ادنى تحيز في (United States) طوال مدة الدراسة , ويلاحظ ان في سنة (2017,2018,2019) حقق (0.773868), الجائحة حققت (0.78499811) ويلاحظ هناك تأثر ملحوظ . ويلاحظ ان المستثمر المحلي الامريكي تفوق على جميع المستثمرين بخصوص توزيع جزء من اموالها على المحافظ الدولية الاخرى ,اي انه املك تحيز متدني نوعا ما مقارنة مع المستثمرين الاخرين.



الشكل (3) متوسط التحيز لمحافظة الدول عينة الدراسة من 2017 - 2020

ومن الاشكال والجدول اعلاه تتضح الفوارق جلية بان تحيز البلد للاسهم ويلاحظ أن جميع المحافظ وبما فيها المحفظة الامريكية التي كانت تمتلك اقل تحيز اذ امتلكت قبل الجائحة 77% تقريبا واثناء الجائحة (78%) من الأسهم الأمريكية. ومن ذلك يتضح بان المستثمرون بالعموم والأمريكيون بالخصوص يتمتعون بتفضيلات للأسهم المحلية ؛ إي انهم يميلون إلى الاستثمار على المستوى الدولي بدرجة أقل مما هو متوقع نظريًا ، والمشاركة الأجنبية الحقيقية أقل من الجزء الأمل من الموجودات الدولية ضمن محافظ المستثمرين. ومما ذكر اعلاه يتضح التباين بين تحيز البلد للاسهم قبل واثناء جائحة كورونا وان ذلك يدعو الى رفض الى رفض فرضية الدراسة الرئيسية . اما بخصوص اثبات او رفض الفرضيات الثانوية فيستم ذلك في الجزء الاحصائي من الدراسة .

ثانيا : الجانب الاحصائي:

يعرض الشكل (4) بيانات متغيري (متوسطات إجمالي الاحتياطيّات) و (متوسطات تحيز البلد) طوال مدة المعاينة. وبالاستناد لهذه البيانات السنوية فقد تم تحليل الانحدار بين المتغيرين والنتائج ظاهرة في الجدول (4).

غاية هذا الجزء من الدراسة هو الاختبار التجريبي لتأثير المحددات المختلفة المؤثرة على تحيز البلد وهي معروضة في الملحق (2) .

1- اختبار وتحليل العلاقة بين متوسطات إجمالي الاحتياطيّات ومتوسطات تحيز البلد

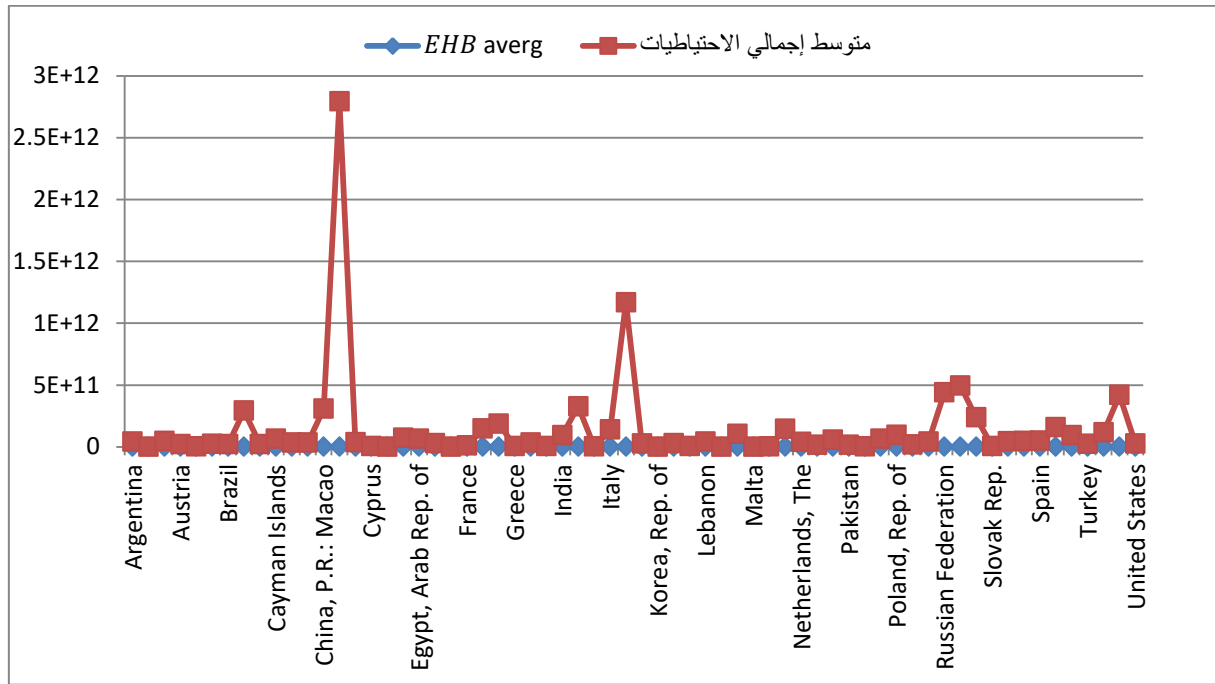
الجدول (4) نتائج تحليل العلاقة بين متوسطات إجمالي الاحتياطيّات ومتوسطات تحيز البلد خلال مدة المعاينة

P-Value	Beta	R ²	R
0.7007038889	1.05447E-91	0.002399	0.048983

البيتا. ويعرض الشكل (4) كل من متوسطات إجمالي الاحتياطيّات و متوسطات تحيز البلد اذ يظهر ان التقلب الكبير في الاخيرة ولا يغير من منحى تحيز البلد إلا قليلاً جداً .

ان كل ذلك يؤكد قبول الفرضية الفرعية الأولى للدراسة. وهذا يعني انه ليس متوسطات إجمالي الاحتياطيّات تأثير في متوسطات تحيز البلد وما يدل على ذلك عدم تأثيرها في تحيز البلد ضمن مستوى ثقة 95%.

ويتضح من الجدول بأن العلاقة بين المتغيرين طردية لكنها ضعيفة جدا , إذ بلغ معامل الارتباط (0.048983) ويكشف معامل التحديد عن قدرة مستوى متوسطات إجمالي الاحتياطيّات على تفسير ما مقداره (0.003) فقط من التغير متوسطات تحيز البلد وهي علاقة ليست معنوية لان قيمة (P-Value) اكبر من مستوى المعنوية البالغ (5%). كما ان حساسية متوسطات تحيز البلد للتغيرات بحالة متوسطات إجمالي الاحتياطيّات ضعيفة للغاية كما يتضح ذلك من قيمة



الشكل (4) إجمالي الاحتياطات ومتوسطات تحيز البلد طوال فترة المعاينة

لهذه البيانات السنوية فقد تم تحليل الانحدار بين المتغيرين والنتائج ظاهرة في الجدول (5).

2- اختبار وتحليل العلاقة بين متوسطات صافي التدفقات الوافدة ومتوسطات تحيز البلد

يعرض الشكل (5) بيانات (متوسطات صافي التدفقات الوافدة) و (متوسطات تحيز البلد) طوال مدة المعاينة. وبالاستناد

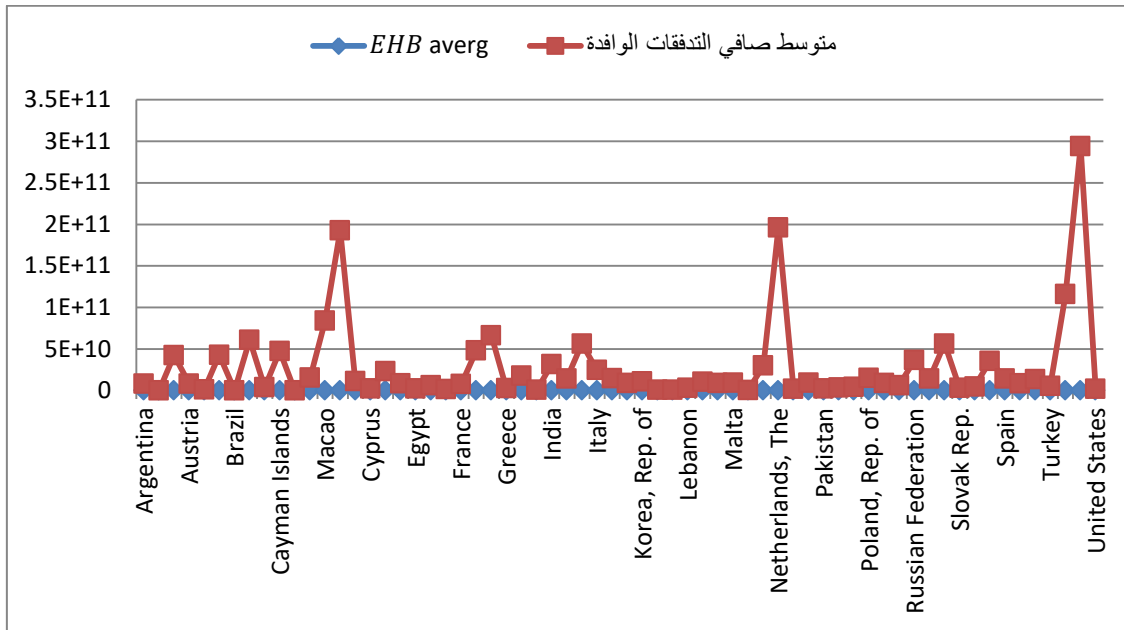
الجدول (5) نتائج تحليل العلاقة بين متوسطات صافي التدفقات الوافدة ومتوسطات تحيز البلد خلال مدة المعاينة

P-Value	Beta	R ²	R
0.1196041109	1.91373E-90	0.038622	0.196525

البيتا. ويعرض الشكل (5) كل من متوسطات صافي التدفقات الوافدة ومتوسطات تحيز البلد اذ يظهر ان التقلب الكبير في الاخيرة ولايتغير من منحى تحيز البلد إلا قليلاً جداً.

وكل ذلك يؤكد قبول الفرضية الفرعية الثانية للدراسة. وهذا يعني انه ليس متوسطات صافي التدفقات الوافدة تأثير في متوسطات تحيز البلد وما يدل على ذلك عدم تأثيرها على تحيز البلد ضمن مستوى ثقة 95%.

وينضح من الجدول بأن العلاقة بين المتغيرين طردية لكنها ضعيفة جداً, إذ بلغ معامل الارتباط (0.196525) ويكشف معامل التحديد عن قدرة مستوى متوسطات صافي التدفقات الوافدة على تفسير ما مقداره (0.004) فقط من التغير متوسطات تحيز البلد وهي علاقة ليست معنوية لان قيمة (P-Value) اكبر من مستوى المعنوية البالغ (5%). كما ان حساسية متوسطات تحيز البلد للتغيرات بحالة متوسطات صافي التدفقات الوافدة ضعيفة للغاية كما يتضح ذلك من قيمة



الشكل (5) متوسط صافي التدفقات الوافدة و متوسطات تحيز البلد طوال فترة المعاينة

وبالاستناد لهذه البيانات السنوية فقد تم تحليل الانحدار بين المتغيرين والنتائج ظاهرة في الجدول (6).

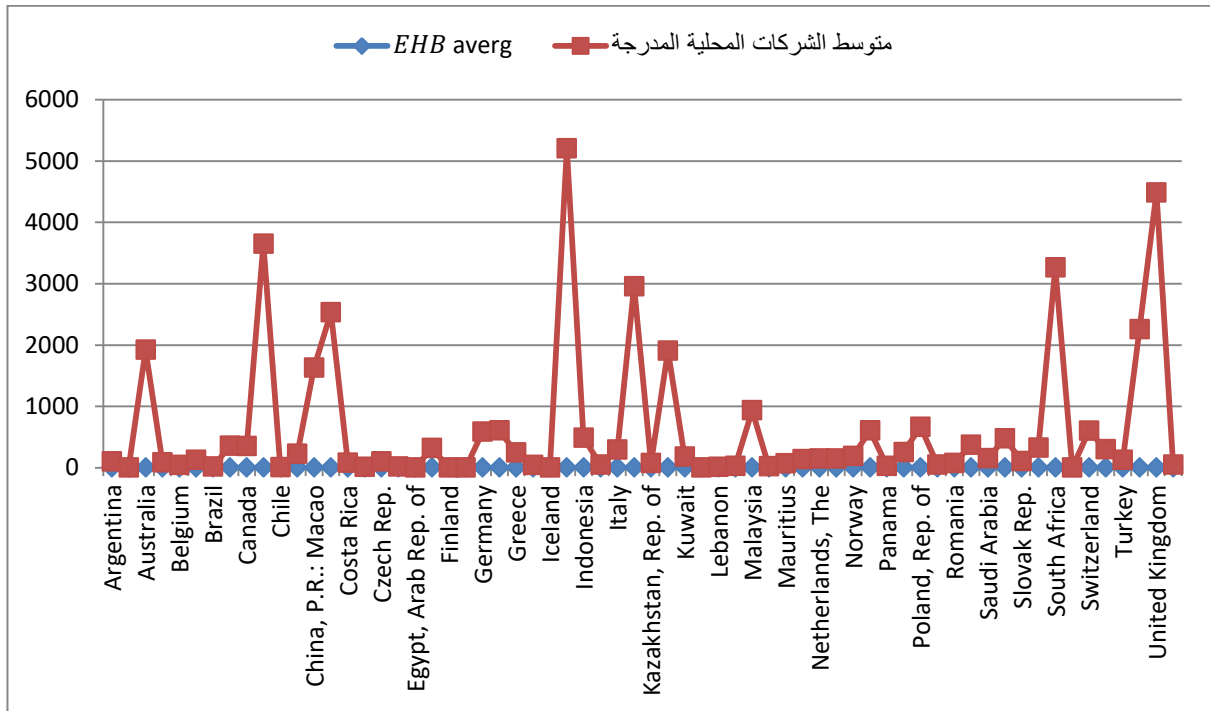
3- اختبار وتحليل العلاقة بين متوسطات الشركات المحلية المدرجة ومتوسطات تحيز البلد يعرض الشكل (6) بيانات (متوسطات الشركات المحلية المدرجة) و (متوسطات تحيز البلد) طوال مدة المعاينة.

الجدول (6) نتائج تحليل العلاقة بين متوسطات الشركات المحلية المدرجة ومتوسطات تحيز البلد خلال مدة المعاينة

P-Value	Beta	R ²	R
0.42409246	6.27501E-90	0.010335	0.101662

يتضح ذلك من قيمة البيتا. ويعرض الشكل (6) كل من متوسطات الشركات المحلية المدرجة ومتوسطات تحيز البلد اذ يظهر ان التقلب الكبير في الاخيرة وكون ان منحى تحيز البلد لا يتغير إلا قليلاً جداً. وكل ذلك يؤكد قبول الفرضية الفرعية الثالثة للدراسة. وهذا يعني انه ليس متوسطات الشركات المحلية المدرجة متأثر في متوسطات تحيز البلد وما يدل على ذلك هو عدم تأثيرها على تحيز البلد ضمن مستوى ثقة 95%.

ويتضح من الجدول بأن العلاقة بين المتغيرين طردية لكنها ضعيفة جدا , إذ بلغ معامل الارتباط (0.101662) وكشف معامل التحديد عن قدرة مستوى متوسطات الشركات المحلية المدرجة على تفسير ما مقداره (0.010335) فقط من التغير متوسطات تحيز البلد وهي علاقة ليست معنوية لان قيمة (P-Value) هي اكبر من مستوى المعنوية البالغ (5%). كما ان حساسية متوسطات تحيز البلد للتغير في متوسطات الشركات المحلية المدرجة ضعيفة للغاية كما



الشكل (6) متوسط الشركات المحلية المدرجة ومتوسطات تحيز البلد طوال فترة المعاينة

وبالاستناد للبيانات السنوية فقد تم تحليل الانحدار بين المتغيرين والنتائج ظاهرة بالجدول (7).

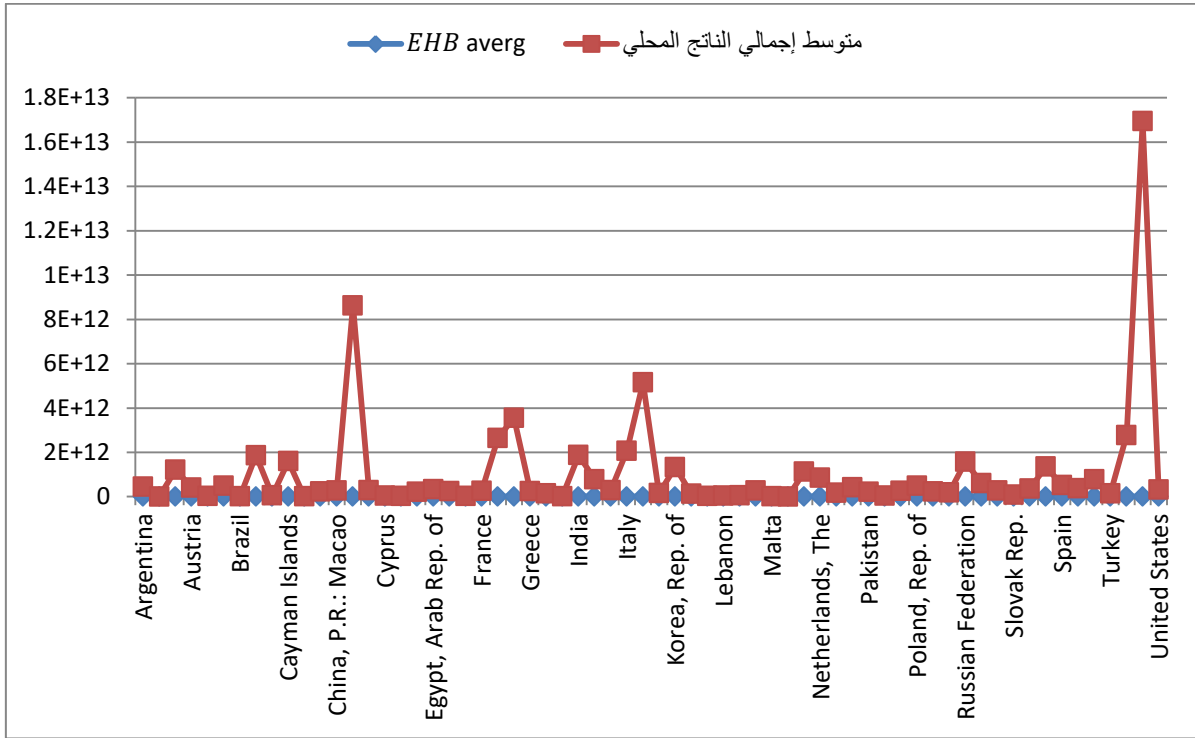
4- اختبار وتحليل العلاقة بين متوسط إجمالي الناتج المحلي ومتوسطات تحيز البلد يعرض الشكل (7) بيانات متغيري (متوسط إجمالي الناتج المحلي) و (متوسطات تحيز البلد) طوال مدة المعاينة.

الجدول (7) نتائج تحليل العلاقة بين متوسط إجمالي الناتج المحلي ومتوسطات تحيز البلد خلال مدة المعاينة

P-Value	Beta	R ²	R
0.030809905	0.270222	0.0730199	0.270222

كما يتضح ذلك من قيمة البيتا. ويعرض الشكل (7) كل من متوسط إجمالي الناتج المحلي و متوسطات تحيز البلد اذ يظهر ان التقلب ولا يتغير من منحى تحيز البلد إلا قليلاً. ان كل ذلك يؤكد على رفض الفرضية الفرعية الرابعة للدراسة. وهذا يعني ان لمتوسط إجمالي الناتج المحلي تأثير في متوسطات تحيز البلد وما يدل على ذلك تأثيرها على تحيز البلد ضمن مستوى ثقة 95%.

ويتضح من الجدول اعلاه بأن العلاقة بين المتغيرين هي طردية , إذ بلغ معامل الارتباط (0.27) وكشف معامل التحديد عن قدرة مستوى متوسط إجمالي الناتج المحلي على تفسير ما مقداره (0.073) فقط من التغير متوسطات تحيز البلد وهي علاقة معنوية لان قيمة (P-Value) اقل من مستوى المعنوية البالغ (5%). كما ان حساسية متوسطات تحيز البلد للتغيرات متوسط إجمالي الناتج المحلي ضعيفة



الشكل (7) متوسط إجمالي الناتج المحلي ومتوسطات تحيز البلد طوال فترة المعاينة

وبالاستناد لهذه البيانات السنوية فقد تم تحليل الانحدار بين المتغيرين والنتائج ظاهرة في الجدول (8).

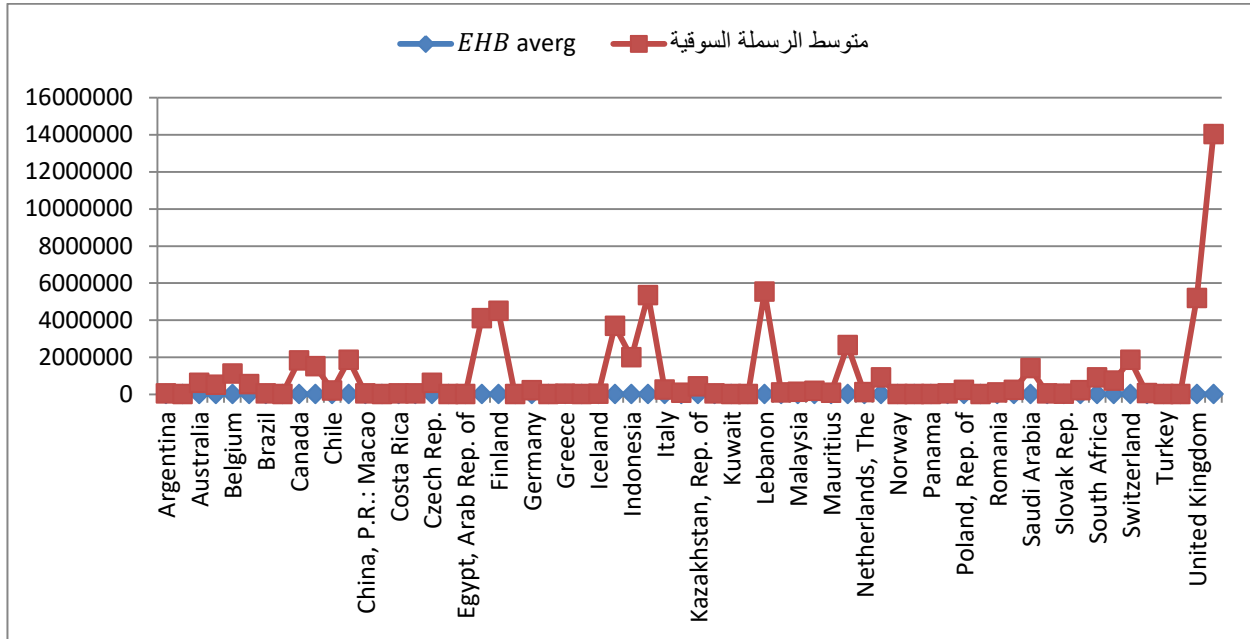
5- اختبار وتحليل العلاقة بين متوسط الرسملة السوقية ومتوسطات تحيز البلد يعرض الشكل (8) بيانات متغيري (متوسط الرسملة السوقية) و (متوسطات تحيز البلد) طوال مدة المعاينة.

الجدول (8) نتائج تحليل العلاقة بين متوسط الرسملة السوقية ومتوسطات تحيز البلد خلال مدة المعاينة

P-Value	Beta	R ²	R
4.37201E-09	1.55E-98	0.4287581	0.654796

من قيمة البيتا. ويعرض الشكل (8) كل متوسط الرسملة السوقية و متوسطات تحيز البلد اذ يظهر ان التقلب الكبير في الاخيرة ولايتغير من منحني تحيز البلد إلا قليلاً. وكل ذلك يؤكد رفض الفرضية الفرعية الخامسة للدراسة. وهذا يعني ان متوسط الرسملة السوقية له تأثير في متوسطات تحيز البلد وما يدل على ذلك على تأثيرها في تحيز البلد ضمن مستوى ثقة 95%.

ويتضح من الجدول بأن العلاقة بين المتغيرين طردية، إذ بلغ معامل الارتباط (0.654796) وكشف معامل التحديد عن قدرة مستوى متوسط الرسملة السوقية على تفسير ما مقداره (0.429) فقط من التغير متوسط الرسملة السوقية وهي علاقة معنوية لان قيمة (P-Value) اقل من مستوى المعنوية البالغ (5%). كما ان حساسية متوسطات تحيز البلد للتغيرات متوسط الرسملة السوقية ضعيفة كما يتضح ذلك



الشكل (8) متوسط الرسملة السوقية ومتوسطات تحيز البلد طوال فترة المعاينة

وبالاستناد لهذه البيانات السنوية فقد تم تحليل الانحدار المتعدد بين المتغيرين والنتائج ظاهرة في الجدول (9).

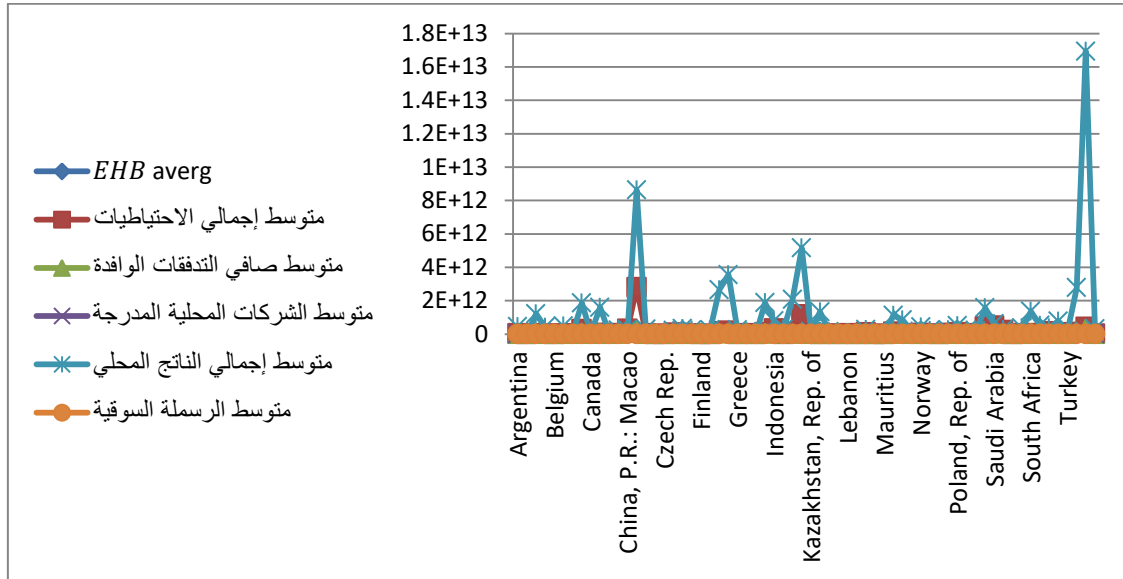
4 اختبار وتحليل العلاقة بين متوسطات المحددات ومتوسطات تحيز البلد يعرض الجدول والشكل (9) بيانات بين متوسطات المحددات ومتوسطات تحيز البلد طوال مدة المعاينة.

الجدول (9) تحليل العلاقة بين متغيرات متوسطات المحددات ومتوسط تحيز البلد طوال مدة المعاينة

Significance	R ²	Multiple R	P-Value	Beta	Variables
3.73823E-07	0.4727	0.687540	0.876235351	1.58748E-15	متوسط إجمالي الاحتياطات
			0.9334469	8.961E-15	متوسط صافي التدفقات الوافدة
			0.226483584	4.44359E-06	متوسط الشركات المحلية المدرجة
			0.134119582	-3.98243E-15	متوسط إجمالي الناتج المحلي
			2.76001E-08	-9.53442E-09	متوسط الرسملة السوقية

لمتغيرات متوسطات المحددات تأثير في متوسط تحيز البلد طوال مدة المعاينة وما يدل على ذلك على تأثيرها تحيز البلد ضمن مستوى ثقة 95%. وهنا لا بد من الإشارة انه وعلى الرغم من ان متغيرات متوسطات المحددات مجتمعة لها تأثير ذات دلالة احصائية على تحيز البلد الا انه على المستوى الفردي يوجد عدم تأثير ذو اهمية احصائية لكل من (متوسط إجمالي الاحتياطات , متوسط صافي التدفقات الوافدة , متوسط الشركات المحلية المدرجة) على تحيز البلد.

ويتضح من الجدول اعلاه بأن العلاقة بين متغيرات متوسطات المحددات ومتوسط تحيز البلد طردية, إذ بلغ معامل الارتباط (0.687540) ويكشف معامل التحديد عن أن متوسطات المحددات تفسر حوالي (0.4727) فقط من التغير في متوسط التحيز وهي علاقة معنوية كما يتضح ذلك من قيمة معنوية النموذج البالغة (3.73823E-07). كما ان حساسية متوسط التحيز للمتغيرات في متوسطات المحددات ضعيفة للغاية كما يتضح ذلك من قيم البيتا والشكل (9) وذلك يؤكد رفض الفرضية الرئيسية للدراسة . وهذا يعني انه



الشكل (9) بيانات متوسطات المحددات و متوسط تحيز البلد طوال مدة المعاينة

خامساً: الاستنتاجات والتوصيات:

اولاً: الاستنتاجات

- 1- وفق لنظرية اختيار المحفظة و تحيز البلد في ظل عدم التأكد اثبتت الدراسة بان تحيز البلد للاسهم يتأثر خلال جائحة كورونا مقارنة بما في قبلها , وكشفت الدارسة بان تحيز البلد ازداد أثناء جائحة كورونا وذلك بسبب قلة الثقة في المؤسسات المالية والحكومات الدولية مما خلق اتجاهًا هبوطيًا في الثقة بالأعمال الاجنبية.
- 2 - اثبتت الدراسة بان هنالك عدة عوامل وليس عاملا واحد لتفسير محددات تحيز البلد والتي منها عوامل مؤسسية واقتصادية وهي التي تقع على عاتقها مسؤولية تقليل عوائد الاستثمار الاجنبية وهي التي حددت من قدرة المستثمرين على الاحتفاظ بأسهم الأجنبية، والتي يقودها مدخل الكلفة والعائد مثل الاحتياطيات ، وتدفقات التجارة ، وتكاليف المعلومات ، والناتج المحلي الاجمالي ، وعدد الشركات المدرجة والرسملة السوقية ، والتفسير الاخر هو متعلق في العوامل السلوكية والذي يركز على سلوك المستثمرين ، مثل الألفة ، والتحفظ، والثقة الزائدة وان هذا الاثبات يؤكد على قبول الفرضية الرئيسية والفرعية من الدراسة وقد اثبت ذلك في تحليل الانحدار المتعدد.
- 3- اثبتت الدراسة بان كلما كانت الصناعة متنوعة اكثر في بلد ما (البلد المحلي امريكا انموذجا) ، كلما انخفض استعدادها للتنوع الدولي مقارنة مع باقي الدول. وهذا يعني أن الشركات الكبيرة هي اكثر شفافية ، مما يعني أن تكاليف جمع المعلومات وعدم التناسق سيكون أقل فضلا عن ذلك فانها ستكون اكثر سيولة من الشركات الصغيرة (بشكل عام) مما يقلل من تكاليف المعاملات .
- 4- اثبتت الدراسة بان القيمة السوقية(الرسملة) تؤثر في تحيز البلد ، اذ ينبغي على المستثمرين التنوع وفقاً لحصة بلدهم من رأس المال العالمي ، الا ان النتائج التجريبية اظهرت أن الدول الأكبر تتمتع بفرص تنوع أفضل في

الداخل فكلما كانت هناك زيادة في حصة البلد الأم في الرسملة العالمية ، فإن المستثمر سيستغل ذلك في تقليل استثماراته الخارجية.

5- اثبتت الدراسة ان تحيز البلد يزداد اثناء الازمات ، وهو يكشف على أنه في فترات عدم التأكد يكون المستثمرون أكثر عزوفاً عن الاستثمار في الأسواق الاجنبية.

التوصيات:

- 1- اوصت الدراسة بضرورة اهتمام المستثمرين في تنوع استثماراتهم وذلك بغية تقليل تحيز البلد للاسهم .كون ان المستثمر المحلي سينتقل من البيئة المحلية الى البيئة الدولية للاستثمار وسيترتب على ذلك جدوى اكبر منعكسة بمبادلة كفاءة للعائد والمخاطر .
- 2- يتوجب على المستثمر المحلي ان يتوجه للاستثمار الدولي وذلك لما له من مزايا واثبت ذلك من خلال معاملات الارتباط المتباينة فيما بينها والتي من خلالها سيتمكن المستثمر المحلي من جني فوائد الاستثمار الدولي.
- 3- ضرورة فهم وادراك ان معدلات التحيز المرتفعة تدل على تركيز الاستثمار المحلي دون الاستثمار الاجنبي اذ يتوجب على المستثمرين بان يأخذوا بعين الاعتبار معرفة الظروف الاقتصادية للدول الاخرى ، والانتقال صوب الاستثمار الدولي لما له من مزايا جمة.
- 4- حث الجهات المختصة على تشجيع اتباع سياسة عدم تركيز الاستثمار الداخلي فقط والانتقال صوب الاستثمار الدولي لما له من مزايا في ظل تخفيف الحواجز ورفع القيود.
- 5- عقد الدورات والورش لطرح ومناقشة الاسس المالية والرياضية لأساسيات الاستثمار الدولي والمحافظة الدولية وكيفية اختيار الاستثمارات بما يضمن من قاعدة واسعة تحقق اقصى عائد عند ادنى مستوى ممكن من المخاطرة .
- 6- اوصت الدراسة بضرورة اجراء المزيد من الدراسات المستقبلية لتغطية محددات التحيز البلد وذلك لان تلك

4. Cooper, I., Sercu, P., & Vanpée, R. (2013). "The equity home bias puzzle: A survey." *Foundations and Trends in Finance*, 7(4), 289-416.
5. Cooper, Ian, & Kaplanis, Evi, The Implications Of The Home Bias In Equity Portfolios, Business Strategy Review Summer, Vol. 5, No. 2, 1994.
6. Das, S. R., & Uppal, R. (2004). "Systemic risk and international portfolio choice." *The Journal of Finance*, 59(6), 2809-2834.
7. Ellsberg, D. (1961). "Risk, ambiguity, and the Savage axioms." *The quarterly journal of economics*, 643-669.
8. Forbes, K. J., & Warnock, F. E. (2012). "Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment." *Journal of International Economics*, 88(2), 235-251.
9. Goel, , Deepika, & Chaudhary, Monika Singh, Advantages Of International Portfolio Diversification., *International Journal Of Marketing, Financial Services & Management Research*, Issn 2277-3622 Vol.2, No. 4, April (2013) Online Available At
10. Green, Robert T. (1974) Political Structures a a Predictor of Radical Political Change, *Columbia Journal of World Business*, Spring: 28-36 Green, Robert T. and Korth, Christopher M. (1974) Political Instability and the Foreign Investor, *California Management Review*, Fall 18 (1):23-31.
11. Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2001). "How distance, language, and culture influence stockholdings and trades." *The Journal of Finance*, 56(3), 1053-1073.
12. Heath, C., & Tversky, A. (1991). "Preference and belief: Ambiguity and competence in choice under uncertainty." *Journal of risk and uncertainty*, 4(1), 5-28.
13. Hoti, Suhejla and McAleer, Michael, (2004) An Empirical Assessment of Country Risk Ratings and Associated Models, *Journal of Economic Surveys*, Wiley Blackwell, vol. 18(4), pages 539-588, 09.
14. Hoti, Suhejla and McAleer, Michael, (2004) An Empirical Assessment of

المحددات كثيرة ولا يمكن حصرها متمثلة بعوامل الاقتصاد الكلي والجزئي فضلا عن العوامل السلوكية.

قائمة المصادر

A-BOOK

1. Bodie, Zvi, & Kane, Marcus, Alan J., Investments, 10th Edition, Mcgraw-Hill, USA, 2014.
2. Bodie, Zvi, & Merton, Robert C., Cleeton, David L., Financial Economics, 2nd Ed, N.J, Prentice Hall, 2009.
3. Elton, Edwin J. & Gruber, Martin J., & Brown, Stephen J., Goetzmann, William N. , Modern Portfolio Theory And Investment Analysis, 9th Edition, Printed In The United States Of America, 2014.
4. Elton, Edwin J. And Martin J. Gruber, Modern Portfolio Theory And Investment Analysis, 5th Ed., N.Y., John Wiley & Sons, Inc., 1995.
5. Eun, Cheol S. , & Resnick Bruce G. , & Sabherwal Sanjiv : International Financial Management, 6th Edition, Front Matter Preface , The Mcgraw-Hill Companies, 2012.
6. Eun, Cheol S. , & Resnick Bruce G.: International Financial Management, 3rd Edition , Front Matter Preface , The Mcgraw -Hill Companies, 2004.
7. Solnik Bruno & Mcleavy Dennis - Global Investment 6th Ed, Pearson Education, Inc., 2009.
8. Solnik, Bruno & Mcleavy, International Investments, 5th ed, Pearson Education, Inc., 2004.

B- journal

1. Abid, Fathi, Pui Lam Leung, Mourad Mroua And Wing Keung Wong, International Diversification J 2, *Journal Of Risk And Financial Management* Issn , 2014.
2. Chan, K., Covrig, V., & Ng, L. (2005). "What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide." *The Journal of Finance*, 60(3), 1495-1534.
3. Cooper, I., Sercu, P., & Vanpée, R. (2013). "The equity home bias puzzle: A survey." *Foundations and Trends in Finance*, 7(4), 289-416.

26. Sendi, I., & Bellalah, M. (2010). "The equity home bias: Explanations and financial anomalies." *International Journal of Economics and Finance*, 2(2), 78.
27. Sottilotta, Cecilia Emma, POLITICAL RISK: CONCEPTS, DEFINITIONS, CHALLENGES, Working Paper Series, SOG-WP6/2013 ISSN: 2282-4189. Printed in Italy, April 2013 LUISS School of Government Via di Villa Emiliani, 14 00197 Rome ITALY email: sog@luiss.it web: www.sog.luiss.it

C- Periodical

- 1- Jodice, David A. Political Risk Assessment: An Annotated Bibliography, Bibliographies and indexes in law and political science, no. 3 Westport, Conn. : Greenwood Press, 1985.
- 2- Abidin, Sazali Zainal& Mohamed Ariff , Annuar Md. Nassir , Shamsheer Mohamad, International Portfolio Diversification: A Malaysian Perspective, Investment Management and Financial Innovations, 2004.
- 3- Andreja, Cirman& Pahor Marko, Verbic Miroslav, Determinants of Time on the Market in a Thin Real Estate Market, . Engineering Economics, 26(2015), 1, p. 4-11. 2015.
- 4- Bhatia, Vivudh , UNDERSTANDING THE FINANCIAL CRISIS, POST CRISIS POLICY IMPLICATIONS AND ANALYSIS OF PUBLIC (MTEC) Submitted To ETH Zurich ,April 2011.
- 5- Brunnermeier, Markus K. & Oehmke, Martin, Bubbles, Financial Crises, And Systemic Risk , JEL G00, G01, G20, 2014.
- 6- datastream-macroeconomic.
- 7- Gilovich, Thomas& Griffin, Dale& Kahneman, Daniel, " Heuristics And Biases: The Psychology Of Intuitive Judgment", Cambridge University Press, 2002.

- Country Risk Ratings and Associated Models, *Journal of Economic Surveys*, Wiley Blackwell, vol. 18(4), pages 539-588, 09.
15. Huberman, G. (2001). "Familiarity breeds investment." *Review of financial Studies*, 14(3), 659-680.
16. Huberman, Gur. "Familiarity Breeds Investment," *Review Of Financial Studies*, 14, No. 3, 2001.
17. Kang, Jun -Koo. And Rene M. Stulz, "Why Is There A Home Bias? An Analysis Of Foreign Portfolio Equity Ownership In Japan," *Journal Of Financial Economics*, 1997.
18. Morse, A., & Shive, S. (2011). "Patriotism in your portfolio." *Journal of financial markets*, 14(2), 411-440.
19. Morse, A., & Shive, S. (2011). "Patriotism in your portfolio." *Journal of financial markets*, 14(2), 411-440.
20. Pool, V. K., Stoffman, N., & Yonker, S. E. (2012). "No place like home: Familiarity in mutual fund manager portfolio choice." *Review of Financial Studies*, 25(8), 2563-2599.
21. Ratanapakorn, O., & Sharma, S. C. (2002). "Interrelationships among regional stock indices." *Review of Financial Economics*, 11(2), 91-108.
22. Ratanapakorn, O., & Sharma, S. C. (2002). "Interrelationships among regional stock indices." *Review of Financial Economics*, 11(2), 91-108.
23. Redman, Arnold L., & N.S. Gullett & Herman Manakyan, THE PERFORMANCE OF GLOBAL AND INTERNATIONAL MUTUAL FUNDS, *Journal of Financial and Strategic Decisions* ,Volume 13 Number 1 Spring 2000.
24. Seasholes, M. S., & Zhu, N. (2010). "Individual investors and local bias." *The Journal of Finance*, 65(5), 1987-2010.
25. Sendi, I., & Bellalah, M. (2010). "The equity home bias: Explanations and financial anomalies." *International Journal of Economics and Finance*, 2(2), 78.

- Kaiser Strass 29 60311 [Www.Ecb.europa.eu](http://www.Ecb.europa.eu).
- 14- Ricciardi, V). “The psychology of risk: The behavioral finance perspective.” Handbook of finance. (2008).
- 15- Sottilotta, Cecilia Emma, POLITICAL RISK: CONCEPTS, DEFINITIONS, CHALLENGES, Working Paper Series, SOG-WP6/2013 ISSN: 2282-4189. Printed In Italy, April 2013 LUISS School Of Government Via Di Villa Emiliani, 14 00197 Rome ITALY Email: Sog@Luiss.It Web: [Www.Sog.Luiss.it](http://www.Sog.Luiss.it).
- 16- The Economist, “Stay-At-Home Shareholders,” February 17, 1996. www.meketagroup.com
- 8- Howell, Llewellyn D., International Country Risk Guide Methodology, Reproduction , Inc. is strictly prohibited 2016.
- 9- <https://data.imf.org/cpis>.
- 10- <https://data.worldbank.org>.
- 11- https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate
- 12- . Lindblom, Ted& Taylan Mavruk, Stefan Sjogren, Individual Investors’ Portfolio Choice and Birthplace Bias, March 15, 2013. E-mail: ted.lindblom@handels.gu.se.
- 13- Mauro, Filippo Di., The Changing Role Of The Exchange Rate In A Globalised Economy, Occasional Paper ,Series No 94 / September 2008. European Central Bank, 2008 Address