

الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال

د. عبد الرحمان بن سانية • & أ. صلاح الدين نعاس • & د. علي بن الضب •

ملخص

تهدف هذه الورقة إلى تسليط الضوء على الانحرافات الظاهرة في أسواق رأس المال التي فشلت النماذج المالية التقليدية في تفسيرها، وكذا معرفة مدى قدرة النظرية المالية السلوكية في شرح وفهم ما يحدث في أسواق رأس المال، حيث تقدم هذه النظرية تفسيراً علمياً جديداً، يعتمد على وجود تحيزات سلوكية تؤثر على سلوك المستثمرين وتدفعهم إلى اتخاذ قرارات استثمارية لا تتسم بالرشد وتنعكس سلباً على أدائهم الاستثماري، خلصت الدراسة أن النظرية المالية السلوكية قدمت تفسيرات أكثر منطقية للانحرافات في التسعير، وفهم أكثر عمقاً لعمليات الاستثمار والتداول في أسواق رأس المال، غير أنه بالرغم من كل النتائج والتفسيرات التي قدمتها المالية السلوكية حول أسواق رأس المال، إلا أنه لا توجد نظرية موحدة حقيقية للمالية السلوكية فهي تحتاج إلى مزيد من الأدلة تجريبية ورياضية.

الكلمات المفتاحية: كفاءة أسواق رأس المال، المالية السلوكية، سلوك المستثمرين، تشوهات سعرية، تحيزات سلوكية، تجار ضوضاء، نظرية الاحتمال.

The Theoretical Background of Behavioral Finance and Analysis of Investor's Behavior in capital market

Abderrahmane BENSANIA • & Salah Eddine NAAS & Ali BENDOB

Abstract

This paper highlights on the anomalies in the capital markets, that the traditional financial models have failed to explain, and the extent to which behavioral financial theory (BFT) can explain and understand what is happening in capital markets. The BFT provides a new scientific explanation, on the behavior of investors and pushes them to make investment decisions are not rational and reflected negatively on their investment performance, The study concluded that the BFT provides more reasonable explanations for the anomalies in pricing and a deeper understanding of investment and trading processes in the capital markets. However, despite all the financial behavioral findings and interpretations of capital markets, there is no real uniform theory of behavioral finance, more empirical and mathematical tests.

Keywords: Efficiency of capital markets, behavioral finance, investor behavior, price anomalies, behavioral biases, noise traders, probability theory.

• أستاذ محاضر أ، جامعة غرداية، الجزائر، .abensania@yahoo.fr

• أستاذ مؤقت، جامعة غرداية، الجزائر، .salahnaas92@gmail.com

• أستاذ محاضر أ، المركز الجامعي بلحاج بوشعيب، عين تموشنت، الجزائر، .ali-bendob@hotmail.fr

• Lecturer (Rang A), Faculty of Economics, Commerce and Management Sciences, University of Ghardaia, Algeria, e-mail: abensania@yahoo.fr.

مقدمة:

أظهرت الأزمات المالية والتقلبات العنيفة التي شهدتها العالم في الآونة الأخيرة، أن النموذج التقليدي السائد في النظريات المالية الحديثة منها على وجه الخصوص فرضية كفاءة سوق رأس المال -الآخذة من عقلانية المتعاملين الاقتصاديين- غير قادر على شرح كيفية تسعير الأصول الرأسمالية وتفسير سلوك الأسواق -خاصة بما يعرف بالحالات الشاذة Anomalies والألغاز Puzzles-، وأن هناك حالات كثيرة تؤثر فيها العاطفة والحالة النفسية في اتخاذ القرارات الاستثمارية مما تؤدي إلى التصرف بطرق غير عقلانية، وهو ما أثار جدل في الأوساط الأكاديمية والعملية في نهاية الثمانينات، فانقسم الباحثون إلى مجموعتين، تتضمن المجموعة الأولى الإصلاحيين، والذين يسعون إلى إجراء تعديلات على فرضية كفاءة السوق لتصبح ملائمة أكثر في تسعير الأصول الرأسمالية، ويجعلها قادرة على احتواء التشوهات في أسواق رأس المال، أما المجموعة الثانية فكان لها توجه مختلف تماما وسميت بالمبدعين، ويرون أن المستثمرين غير عقلانيين وغير أكفاء في اتخاذ القرارات، وأن التحيزات العاطفية التي تنتاب المستثمرين تلعب دورا هاما وكبيرا على حركة أسعار الأسهم وتذبذبات مؤشرات الأسواق.

لقد شكلت وجهة نظر هذه الأساس لبروز علم مالية السلوكية الذي يسعى لمحاولة تقديم تفسيرات للحالات غير العادية التي تتعرض لها أسواق رأس المال من التشوهات واللاعقلانية وبقاعات المضاربة، كما يبحث عن أساليب لتفاديها، إضافة إلى شرح ماذا ولماذا، وكيف يتم الاستثمار والتمويل في أسواق رأس المال من منظور سلوك الإنساني؟ ومن بين الباحثين الاقتصاديين الرواد في هذا المجال نجد ¹Richard Thaler، ²Robert Shiller، ³Werner De Bondt، ⁴Andrei Shleifer، ⁵Meir Statman، إلا أن الفضل يعود إلى رواد علم النفس ⁶Daniel Kahnmen، ⁷Amos Tversky، ⁸Paul Andreassen من خلال وضعهم للأسس الأولى لهذا المولود الجديد في علم المالية.

وعلى ضوء ذلك، يمكن طرح وصياغة إشكالية هذا البحث على النحو التالي:

ما مدى قدرة المالية السلوكية على تفسير سلوك المستثمر في سوق الأسهم في ظل انتقادات نظرية الكفاءة ووجود تشوهات؟

تتطرق هذه الورقة إلى الحالات الشاذة الملاحظة في أسواق رأس المال؛ والتي عجزت المالية التقليدية في تفسيرها وذلك في القسم الثاني، في القسم الثالث نعمل على عرض ومناقشة المبادئ الأساسية لنظرية المالية السلوكية، كما نركز على نظرية التوقع لاتخاذ القرار في القسم الرابع، بينما يستعرض القسم الخامس مساهمة المالية السلوكية في تفسير بعض الظواهر الشاذة والبقاعات في أسواق رأس المال، في القسم السادس نقدم الخلاصة ونتائج هذه الدراسة.

I. الحالات الشاذة في أسواق رأس المال والتفكير في البديل

قدّم Eugene Fama (1970)⁴ فرضية السوق الكفوءة القائمة على أدلة تجريبية قوية محدثاً بذلك ثورة في الدراسات المالية، كما ظهرت العديد من الدراسات التي هي على النقيض تماماً لما جاءت به هذه الفرضية، وقدمت أدلة قوية على وجود مجموعة من التشوهات Anomalies الظاهرة في أسعار الأوراق المالية لم تستطع نماذج تسعير الأصول المستخدمة تفسيرها، وتمثل هذه الانحرافات سلوكاً يتناقض مع فرضية السوق الكفاء وعقلانية المستثمرين، لأن ظهور مثل هذه الانحرافات بصفة منتظمة وموثوقة ينطوي على درجة من القدرة على التنبؤ بعوائد الأصول المالية والتغلب على السوق، كما أن حقيقة مثل هذه الأنماط أصبحت معروفة على نطاق واسع مما يعني أن المستثمرين قد يتمكنون من الاستفادة منها⁵.

تُعبّر التشوهات عن الحالة التي يكون فيها أداء الأسهم مخالفاً لما جاءت به فرضية السوق الكفوءة، ويصف (Tversky & Kahneman (1986) التشوهات في أسواق رأس المال بأنها "انحراف عن النماذج المقبولة في الوقت الحاضر، وهي واسعة الانتشار بحيث لا يمكن تجاهلها، ومنتظمة جداً بحيث لا يمكن وصفها بأنها خطأ عشوائي، وجوهريّة جداً ليتم استيعابها عن طريق التخفيف من النظام المعياري"⁶.

هذا السلوك غير المفسّر الذي تتبعه الأوراق المالية إما أن يكون تبعاً لفترات زمنية معينة أو تبعاً لخصائص المؤسسات المسعرة، وقد تظهر مرة واحدة وتختفي، كما قد تستمر في الظهور، حيث حاولت العديد من الدراسات تقديم الشروحات لهذه التشوهات، فأرجعها Fama (1998) إلى الصدفة، بينما يشير باحثون آخرون إلى أن التشوهات ظهرت نتيجة التحيز في فحص البيانات والنماذج⁷ Data Snooping.

لم تقدم هذه التفسيرات شروحات مقنعة حول التشوهات، مما دفع بالعديد من الاقتصاديين إلى البحث عن بديل جديد لفرضية السوق الكفاء، يكون قادر على تفسير هذه المشاكل من جهة وإيجاد حلول لها من جهة ثانية، والجدول التالي يعرض بعض التشوهات السعرية الملاحظة في أسواق رأس المال:

الجدول رقم (1): التشوهات السعرية الملاحظة في أسواق رأس المال

تأثيرات الظاهرة	الباحث/ السنة	نوع الظاهرة	
ميل العوائد الأسهم إلى الانخفاض يوم الإثنين وقد تكون سالبة أو أقل من عوائد باقي أيام الأسبوع في حين تميل عوائد في يوم الجمعة إلى الارتفاع.	Smirlock & Starks (1986)	أثر نهاية الأسبوع The Weekend Effect	التشوهات الموسمية
العوائد ترتفع في بداية السنة إلى مستويات تفوق المستويات عوائد باقي الأشهر.	Rozeff & Kinney (1976)	أثر جانفي January Effect	
ميل العوائد إلى الانخفاض في شهر رمضان مقارنة ببقية الأشهر في الدول الإسلامية.	Jedrzej Bialkowski (2010)	أثر رمضان Ramadan Effect	
المؤسسات ذات مضاعف الربحية (نسبة السعر إلى ربح السهم) منخفض هي الأكثر ارتفاعاً في العوائد مقارنة بالمؤسسات ذات مضاعف الربحية المرتفع.	Goodman & Peavy (1983)	أثر القيمة Book to Market (B/M) Value	التشوهات المتعلقة بخصوصية المؤسسات
المؤسسات ذات رأس المال الصغير تحقق عوائد أكبر من تلك المؤسسات ذات رأس المال الكبير.	BANZ (1981)	أثر الحجم Size Effect	
استمرار الأسهم الرابحة بالتفوق على بقية الأسهم، واستمرار الأسهم الخاسرة بنفس الأداء.	Jegadeesh & Titman (1993)	أثر الزخم Momentum Effect	تشوهات أخرى
الأسهم الأقل عوائد في ثلاث إلى خمس سنوات الماضية تميل إلى تحقيق عوائد أكبر في ثلاث إلى خمس سنوات المقبلة.	Debondt & Thaler (1985)	أثر الارتداد طويل الأجل Reversal and Momentum	
الأيام التي طقسها جيد تكون فيها عوائد مرتفعة.	Hirshleifer & Shumway (2003)	أثر الطقس Weather Effect	
الفائز في المزاد غالباً هو الخاسر الحقيقي.	Richard Thriller (1988)	لعنة الفائز Winner's Curse	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على المراجع التالية:

- Cuthbertson, K., & Nitzsche, D. (2005). *Quantitative financial economics: stocks, bonds and foreign exchange*: John Wiley & Sons, pp. 433-435.
- Chikhi, M. (2005). *Etude économétrique de l'efficience informationnelle face aux anomalies sur les marchés boursiers*. *EL- Bahith Review*, 3(3). pp. 07-09.
- Latif, M., Arshad, S., Fatima, M., & Farooq, S. (2011), *Op. Cit*, pp. 03-09.

توجد العديد من الظواهر الغريبة أو الانحرافات في أسواق رأس المال والتي سميت بالأغاز Puzzles من أهمها⁸:

- الاستجابة المبالغية والضعيفة لأسعار الأصول المالية Overreaction؛
- لغز الذعر المالي والتداول المكثف؛
- لغز علاوة الملكية equity premium: وجود مستويات عالية وغير واقعية في علاوة الأصول المالية؛
- لغز الربح/ الخاسر Winner/ loser: يقصد به قيام المستثمرين ببيع الأصول الرابحة بسرعة والاحتفاظ بالأصول الخاسرة لفترة طويلة.

يوجد في أسواق رأس المال إضافة إلى ذلك عدة أنواع من المتعاملين، وفي كثير من الأحيان نجد متعاملين غير عقلانيين وليس لديهم الخبرة الكافية في هذا المجال (ذوي السداجة الاستثمارية)، مما يجعلهم يتبعون تصرفات آخرين (سلوك القطيع Herd Behavior)، وبينون توقعاتهم على أساس معلومات زائفة، وهذا ما وضعه Andrei Shleifer في كتابه Inefficient Markets ووصف هؤلاء المتعاملين

بالتجار الضوضاء Noise Traders حيث يتبعون نصائح ذوي الخبرة في السوق، ويفشلون في إجراء التنويع اللازم، ويحركون محافظهم بعنف، ويبيعون الأسهم الرباحة ويحتفظون بالأسهم الخاسرة، بما يؤدي إلى زيادة التزاماتهم الضريبية، ويتاجرون في الأسهم بنشاط ويديرون صناديق استثمارية بتكاليف مرتفعة⁹.

تجار الضوضاء هم المستثمرين الذين يفتقدون للمعايير والأسس السليمة لاتخاذ قرار الاستثمار، يعني ذلك أن قراراتهم تكون معتمدة على الخبرات الشخصية والمتأثرة أساساً بقرارات المحيطين بهم من المستثمرين والناشرين للشائعات والمعلومات والأخبار التي لا يمكن الوثوق فيها، وأيضاً على توقعات المستثمر والحالة النفسية له، هؤلاء المستثمرين عموماً لديهم سوء توقيت، إتباع الاتجاهات، والمبالغة في ردة الفعل على الأخبار الجيدة والسيئة، حيث أثبتت العديد من الدراسات إلى أن هؤلاء المستثمرين سبب في ظهور فقاعات الأسواق المالية وتكرارها عبر التاريخ.

نتيجة لظهور عدة أدلة تشير إلى وجود تصرفات غير عقلانية يقوم بها المستثمرين عند اتخاذ القرار الاستثماري، والتي لم توفق النظريات المالية التقليدية في تفسيرها - خاصة في ظل تكرار الأزمات والفقاعات المالية-، ظهر علم المالية السلوكية كمحاولة لتقديم تفسيرات لتلك الحالات، وتكمن فلسفته في أن أسواق رأس المال مكونة من أفراد بشرية، وبالتالي فإن سلوكيات هؤلاء وميولهم وطرق تفكيرهم تؤثر على عملية اتخاذ القرار الاستثماري، إذا ما فحوى هذه النظرية وعلى ماذا ترتكز؟

II. المنطلقات الفكرية لعلم المالية السلوكية

تعتبر المالية السلوكية Behavioural Finance فرع من فروع اقتصاد السلوكي Behavioral Economics، يعد هذا الأخير منهج حديث من مناهج التحليل الاقتصادي الذي يدمج التبصر السايكولوجي بسلوكيات الأفراد، بغية وصف وتحليل السوق وإعطاء نتائج تتفق بدرجة أكبر مع الواقع.

انطلقت المالية السلوكية BF من منطلق رئيسي، وهو أن قرار المستثمرين في أسواق رأس المال غير عقلاني ورشيد دائماً، يتجلى ذلك في كثير من التحيزات السلوكية Behavioral Biases كالإفراط في الثقة، النفور من الخسارة، سلوك القطيع، وردود أفعال مبالغ فيها وغيرها ستعكس بالنهاية على أسعار الأوراق المالية، وهذا ما يتناقض مع النظرية المالية التقليدية Traditional Finance¹⁰، وفي هذا الصدد يقول Meir Statman أن سلوك المستثمرين في المالية التقليدية هو سلوك عقلاني، أما المستثمرين في المالية السلوكية هم طبيعيين¹¹، أي أن سلوك المستثمر ومدى إدراكه للمعلومات المتاحة لديه يؤثر على قراراته الاستثمارية وإدارته لمحفظته المالية وتقدير درجة المخاطرة التي تتطوي عليها تلك القرارات.

يشير (Kourtidis and all (2011 أن النظريات المالية التقليدية تفحص كيف يتصرف الأفراد لأجل تعظيم المنفعة، في حين أن المالية السلوكية تدرس كيف يمكن للأفراد في الواقع التصرف في البيئة المالية¹²، بمعنى أن النماذج التي تطورها المالية السلوكية لا تهدف لفهم كيف يجب أن يتصرف الأفراد في أسواق رأس المال، وإنما تهدف إلى فهم كيف يتصرف المستثمرين وكيف تؤثر تلك التصرفات على

الأسواق، وبالتالي فإن مساعي المالية السلوكية هو تقليص الفجوة بين النظريات المالية التقليدية وظروف السوق الفعلية¹³.

من ثمة يمكن القول أن المالية السلوكية هي جانب جديد من العلوم المالية، تدرس الظواهر الاجتماعية والنفسية والعاطفية للمستثمرين في عملية اتخاذ القرارات المالية والاقتصادية، حيث تهتم بتصرفات الأفراد والمؤسسات غير العقلانية وكيفية تجميعهم للمعلومات وآلية استخدامها، وتهدف إلى فهم والتنبؤ بحركة أسواق رأس المال بالاعتماد على الجوانب التطبيقية والنفسية. وبذلك فإن المالية السلوكية تمثل دمج بين العلوم المالية والعلوم الاجتماعية الأخرى (علم الاجتماع، علم النفس) interdisciplinary¹⁴ لأجل التعمق أكثر في فهم وتفسير الظواهر غير العقلانية التي تحدث في أسواق رأس المال.

أشار Bernard Baruch إلى أن هناك فكرة أساسية في نظرية المالية السلوكية هي: "ما هو مهم في تقلبات السوق ليست الأحداث نفسها، وإنما ردود فعل المتعاملين حول تلك الأحداث"¹⁵، ويرى بعض الباحثين أن المالية السلوكية ليست حقلاً من حقول المالية التقليدية، بل أتت لتحل محلها بطريقة أفضل وذلك بإدخال مفهوم الطابع البشري عند اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل، كما يرى باحثين آخرين من بينهم Thaler أن المالية السلوكية تسعى لتكميل النظريات التقليدية من خلال تقديم نماذج مالية في عملية اتخاذ القرار، وبالتالي فهي علم يعمل على تحليل طرق صنع القرارات المالية للأفراد، ويسعى لفهم المضامين النظامية لعملية صنع القرارات النفسية في أسواق رأس المال.

تنقسم النظرية المالية السلوكية إلى مجالين رئيسيين هما¹⁶: علم المالية السلوكية الجزئية Micro Behavioral Finance الذي يدرس التحيزات وسلوك المستثمرين عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، وعلم المالية السلوكية الكلي Macro Behavioral Finance الذي يهتم بفهم وتفسير التشوهات في أسواق رأس المال، وتجيب على سؤال هل الأسواق كفؤة؟ أم أنها تخضع لتأثيرات سلوكية؟

تستند النظرية المالية السلوكية على ثلاث عناصر أساسية لم تأخذهم المالية التقليدية بالحسبان هي: عاطفة المستثمرين، التفضيلات السلوكية، ومحدودية المراجعة¹⁷.

1. عاطفة المستثمرين Sentiment Investor's

تنص المالية السلوكية على أن القرارات الأفراد والمستثمرين غير عقلانية وتتأثر بالعوامل النفسية والعاطفية التي تتناوبهم، مما يؤثر بشكل مباشر على آليات التعامل في أسواق رأس المال، وبالتالي فإن دراسة علم النفس وسلوك الأفراد عند اتخاذ القرارات المالية يعد أمراً ضرورياً، حيث يُمكن من اكتشاف وتكوين فكرة وفهم ما يحدث في الأسواق، وفي هذا الصدد يشير علماء النفس إلى وجود بعض التحيزات في المعتقدات biases in beliefs لدى الأفراد تؤدي إلى أخطاء منهجية في طريقة معالجة المعلومات عند اتخاذ القرارات نلخصها فيما يلي:

1.1. التمثيل Representativeness

يعتبر (Tversky & Kahnman (1971) أول من وصف هذا التحيز، وهو شكل من أشكال التحيز الإدراكي Cognitive Biases يقوم على مبدأ "قانون الأعداد الصغيرة law of small numbers" أي يتصرف الأفراد وكأن الخصائص الإحصائية للعينات الصغيرة تتشابه وتتفق مع خصائص العينات الكبيرة¹⁸، مثلاً يقدر الأفراد احتمال وقوع الحادث الجزئي a من خلال تقدير احتمال تشابه خصائصه مع الحادث الكلي b الذي وقع أو من المرجح أن يقع، فلو كان احتمال وقوع الحادث b قويا مال الأفراد للاستنتاج بقوة احتمال وقوع الحادث الجزئي a ولو كان احتمال حدوثه فعلا ضئيلاً، لمجرد أن هناك تماثل في الخصائص بين الحدثين¹⁹، ويمكن أن ينتج عن هذا التمثيل تحيز يعرف بالإهمال معدل الأساس base rate neglect الذي يقصد به تجاهل المتغيرات الأساسية المتعلقة باتخاذ القرار والاعتماد على متغير واحد لتقييم المشروع الاستثماري²⁰.

1.2. تحيز الإتاحة Availability Bias

يطلق عليه أيضاً بتحيز الأحداث الأخيرة حيث يميل الأفراد إلى إعطاء وزن أكبر للأحداث الأخيرة والحديثة لتقدير احتمالات وقوع حدث معين، راجع ذلك إلى إدراكها من قبل الذهن العقلي وتذكرها بسهولة²¹، وكمثال نفترض أن مستثمر ما فتح على 15 صفقة وكانت آخر 10 صفقات رابحة بعدها يشعر المستثمر بثقة كبيرة، ولكن في حالة ما إذا كانت الصفقات الخمس الأخيرة خاسرة فذلك يؤثر على عقلية المستثمر، وبالتالي على ثقته بسبب الصفقات الخاسرة الأخيرة برغم من أن إستراتيجيته حققت نسبة ربح تفوق 75%، ومنه فإن تلك الحالة السلبية تترك المستثمر عرضة للارتكاب الأخطاء والخوف من فتح صفقات قادمة.

1.3. الإفراط في الثقة Overconfidence

يعد هذا التحيز أحد أكثر التحيزات توثيقاً في أدبيات المالية السلوكية، حيث يقصد بالثقة درجة الاعتقاد المرتبطة بصحة الحكم أو القرار، أما تحيز الثقة المفرطة مشتق من العديد من التجارب في علم النفس الإدراكي ومن الاستطلاعات، ويقصد به أن الأفراد يضعون ثقة زائدة بشأن أحكامهم الخاصة، بمعنى آخر أن المستثمر يؤمن بشدة بقدراته وعند إصداره للأحكام، وفي تقديره لاحتمال وقوع حدث معين حتى وإن لم تكن لديه دراية به، وتزداد الثقة المفرطة لدى المستثمر في حالة شعوره بالسيطرة على أحداث ما، وهي في الأصل لا يمكن السيطرة على الأحداث، وهذا ما يسمى بوهم السيطرة²² illusion of control، وقد يؤدي هذا التحيز إلى اتخاذ قرارات غير مبنية مع أسس منطقية، كالتفسير الخاطئ للدقة المعلومات والمبالغة في تحليل تلك المعلومات، وهذا يؤدي إلى التقليل من قيمة المخاطر، ويمكن أن يؤدي أيضاً إلى الإفراط في التداول وحوادث فقاعات المضاربة. لقد أثبتت العديد من الدراسات التجريبية لهذه الظاهرة في أسواق رأس المال، والتي أوضحت أن الثقة المفرطة مصدر من مصادر عدم الاتفاق

بين المستثمرين في قرارات بيع وشراء الأوراق المالية، كما أوضحت أن معظم المستثمرين يعتبرون أن أدائهم جيد عند سؤالهم عن مستوى استثماراتهم.

يشير كل من (Daniel, Hirshleifer and Subrahmanyam (1998, 2001) إلى أن المستثمرين يعانون من تحيز الإسناد الذاتي self-attribution bias، الذي يعتبر مساهماً في الثقة المفرطة ويمكن أن يؤدي إلى الزخم في أسعار الأصول، حيث أن الأفراد يعلّون النجاح إلى مهاراتهم وخبراتهم الذاتية، في حين يبررون الفشل إلى سوء الحظ أو بعوامل خارجة عن إرادتهم بدل إرجاعها إلى عدم كفاءتهم الاستثمارية²³.

توجد صورة أخرى لتحيز الثقة المفرطة هو تحيز الإدراك المتأخر Hindsight Bias أو خطأ النظرة الاسترجاعية، والذي يتضمن اعتقاد الأفراد لاحقاً -لتأكيد كفاءتهم الاستثمارية- بأن سيناريو ما كان معروفاً طوال الوقت قبل وقوعه، وأن قدرتهم على التنبؤ بحدوثه واحتمال ذلك كانت حاضرة، غير أن ترددهم حال دون ذلك، وثبتت هذه الظاهرة في أعقاب حدوث الانهيار العالمي الأخير، حين اعترف المستثمرون والاقتصاديون بأن دلائل على وجود فقاعة كانت واضحة، وأن انفجارها كان متوقعا، رغم مشاركتهم بفعالية في ارتفاع أسعار الأصول المالية²⁴.

1.4. الترسخ أو الارتكاز Anchoring

هذا التحيز هو أحد أبرز المغالطات الفكرية، والذي يعني الارتكاز على معلومات قليلة جداً وغير مرتبطة بالحدث عند اتخاذ قرار أو تقدير حادث معين، أي ربط الحدث بفكرة أو نقطة مرجعية سابقة²⁵، ومن ثم استخدام هذه النقطة أساساً لعملية اتخاذ القرار، وعلى مستوى الاستثمار، إذا أراد مستثمر ما شراء سهم مؤسسة لأول مرة، فإنه يبحث عن معلومات مبنية بشكل كبير على تجاربه السابقة، كتركيزه على أداء المؤسسة وربحياتها وأسعار أسهمها خلال سنوات الماضية، متجاهل كل الأحداث الجديدة، مما يؤدي به إلى اتخاذ قرارات مالية سيئة، وبالتالي تعرضه إلى خسائر كان بالإمكان تفاديها.

1.5. المبالغة والإقلال في ردة الفعل Overreact and Underreact

يمكن اعتبار هذا التحيز الأكثر شيوعاً وتكراراً وسط المستثمرين في أسواق رأس المال، يظهر عندما يقوم المستثمرين بإتباع سلوك غير عقلاني اتجاه المعلومات الواردة إلى السوق سواء كانت سارة أو غير سارة، محدثون بذلك تباعد بين السعر والقيمة الحقيقية، ويقصد بالإقلال في ردة الفعل بأنه استجابة أسعار الأسهم استجابة بطيئة للمعلومات والأحداث الجديدة في السوق، والعكس بالنسبة للمبالغة في ردة الفعل حيث سترتفع الأسعار إلى مستوى أعلى من المستوى المفترض اتجاه المعلومات السارة، وكذلك الحال بالنسبة للمعلومات غير السارة والتي تنخفض الأسعار إلى مستوى أقل من المستوى المفترض.

تعتبر دراسة (De Bondt and Thaler (1985) من أولى الدراسات التي تطرقت إلى المبالغة في ردة الفعل كإحدى العوامل السلوكية المؤثرة في قرارات المستثمر في السوق رأس المال، وخلصت إلى أن

الأفراد عادة ما يبالغون في ردود أفعالهم تجاه الأخبار غير المتوقعة أو الجديدة -خاصة غير السارة-، مما يؤدي بهم إلى اتخاذ قرارات خاطئة، والتي تؤثر بدرجة كبيرة على أداء السوق²⁶، ويصف Thaler هذا بقصر نظر المستثمر للمعلومات Disaster Myopia.

2. تفضيلات المستثمرين Behavioral Preferences

تشكل تفضيلات المستثمرين العنصر الرئيسي الثاني التي تستند عليها نماذج المالية السلوكية، وفي هذا الصدد هناك عدة نماذج وأطر لتفسير تفضيلات سلوك الأفراد في أسواق رأس المال أشهرها نظرية أفق الاحتمالات Prospect theory (Kahneman and Tversky (1979) والمخالفة لنظرية المنفعة المتوقعة Expected Utility theory²⁷، كما توجد نماذج أخرى منها نظرية SP/A Lopes (1987)، ونظرية تبادل العملية change of process، نظرية الأسف regret theory، نظرية الأثر affect theory، نظرية ضبط النفس self-control theory. وفي ما يلي توضيح أهم ملامح التفضيلات السلوكية:

2.1. النفور من الخسارة Loss aversion

تم اقتراح تحييز كره الخسارة من قبل Tversky and Kahneman (1979) ويشير إلى أن شعور الأفراد بالأسف الشديد نتيجة تعرض للخسارة مبلغ معين، يعادل ضعفي فرحهم بما حققوه من أرباح المبلغ ذاته، كما أن الأفراد يتجنبون المخاطر من أجل حماية الثروة الموجودة، ولكن قد يتحملون المخاطر من أجل تجنب الخسائر²⁸، هذا السلوك غير العقلاني يمكن أن يؤدي إلى اتخاذ قرارات مالية خاطئة، فقد يمتنع الأفراد عن بيع الأسهم الخاسرة عند انخفاض أسعارها، محتفظين بها زمناً طويلاً على أمل تجنب الخسائر الفعلية عند التخلص منها (سلوك البحث عن المخاطرة)، وبيع الأسهم الربحية سريعاً (سلوك تجنب المخاطرة)، هذا السلوك يسبب مخاطر كبيرة على المحفظة الاستثمارية.

2.2. تجنب الغموض Ambiguity Aversion Bias

الاقتصادي Frank H. Knight هو أول من أشار إلى هذا التحيز، ويقصد به تفضيل البدائل ذات الاحتمالات المعروفة على البدائل ذات الاحتمالات غير المعروفة (عدم اليقين)، ويظهر هذا التحيز في مجال أسواق رأس المال، عندما يصعب على المستثمرين عند اتخاذ القرارات تقدير مجموعة الاحتمالات المستقبلية، الأمر الذي يؤدي إلى عدم الدخول في استثمارات يجهلونها خوفاً من النتائج المالية المستقبلية، ليظهر في هذا الصدد تحييز آخر يقع فيه المستثمر يطلق عليه تفضيل المألوف Familiarity Bias أي ميل الأفراد للاستثمار في المؤسسات التي يعملون فيها-أقل غموض-، وعدم الاستفادة من منافع التنوع تجنباً للغموض، وبالتالي يؤدي هذا التحيز إلى تجاهل مبادئ نظرية المحفظة المالية²⁹.

2.3. سلوك القطيع Herd Behavior

نقصد بسلوك القطيع قيام المستثمر باتخاذ قرارات تشابه القرارات الاستثمارية لفئة كبيرة من المستثمرين في السوق، حيث يعتقد الأفراد أن بإمكانهم خفض المخاطر المرتبطة بهم عن طريق إهمال قراراتهم الفردية، وإتباع قرارات الجماعة وذلك باعتبار هذه الأخيرة لديها معلومات أكثر من الفرد، ويمكن أن ينتج سلوك القطيع بسبب مجموعة من العوامل السلوكية مثل التفاؤل والتشاؤم، أو تجنب الشعور بالألم عند الخسارة أو قد تكون مجرد عدوى في المشاعر. كما أن المتغير المهم في هذا السلوك هو ما يطلق عليه "الكلمة من الفم"³⁰.

2.4. المحاسبة العقلية Mental accounting

استخدم Tversky & Kahneman (1981) لأول مرة مصطلح المحاسبة النفسية ثم استبدل بعد ذلك بمصطلح المحاسبة الذهنية، ويقصد به ميل الفرد إلى وضع أحداث معينة في حسابات عقلية مختلفة. ويظهر هذا التحيز جلياً في مجال الاستثمار في أسواق رأس المال عندما يقوم المستثمرون بتجزئة أموالهم إلى حسابات منفصلة لأسباب مختلفة، ويمنحون كل جزء فيها تقييماً مختلفاً اعتماداً على مصدرها³¹، فبدلاً من النظر إلى المشهد كمشهد واحد كما تضمنته نظرية المنفعة المتوقعة، فإنهم ينظرون إلى القرارات الصغيرة الفردية بشكل مستقل (منفصل)، كقيام بعض المستثمرون بإنشاء محافظ منفصلة بناءً على معدلات المخاطر مثلاً (محفظه حذرة ومحفظه مخصصة للمضاربة.. الخ)، فالمحصلة النهائية ستكون مطابقة تماماً لمحفظه كبيرة تشمل جميع الأصول المالية بغض النظر عن نسبة خطورتها، وفي هذا الصدد قدم Shefrin and Statman (2000) نظرية سلوكية في بناء المحفظه الاستثمارية في شكلان هما³²: المحفظه السلوكية بحساب عقلي واحد SMA، والمحفظه السلوكية بحسابات عقلية متعددة MMA.

2.5. الخوف من ضياع الفرص الاستثمارية

وفقاً لهذا التحيز يندفع بعض المستثمرين نحو استغلال الفرص المتاحة أمامهم خوفاً من ضياعها وعدم تكرارها في المستقبل، وكلما سحنت لهم فرصة جديدة تجدهم على استعداد لانتهازها والحصول على الأموال اللازمة للاستثمار فيها -بغض النظر عن نوعية الفرص المتاحة أمامهم ومدى جدواها-، وبالتالي يؤدي هذا التحيز إلى الإسراع في إسراف الأموال وتضييع فرص أفضل في المستقبل ومنه اتخاذ قرارات مالية سيئة.

ينتج عن هذا الخوف تحيز يدعى الشعور بالندم Regret، حيث عند ظهور فرص استثمارية جديدة، ينتاب لدى المستثمرين شعور بالندم في حالة عدم اتخاذ القرار لاستغلال تلك الفرص، وهذا ما يؤثر في صنع القرار في حالات عدم التأكد، ويشجع على تحمل مخاطر أعلى، وبالتالي اتخاذ قرارات غير عقلانية، استخدم كل من Shefrin and Statman (1985) هذا التحيز في شرح تجنب المستثمرين

بيع أوراق المالية الخاسرة، وحسبهم يحتفظ المستثمرين بالأسهم الخاسرة حتى لا يشعرون بالندم لاتخاذ قرارات استثمارية خاطئة³³.

2.6. مغالطة التكاليف الغارقة Sunk Cost

يهتم هذا التحيزّ بالإصرار بالمضي في القرارات الخاطئة والفاشلة، والدافع من وراء ذلك عدم خسارة التكاليف التي وقعت بالفعل في تلك القرارات والتي لا يمكن استعادتها، وكثيراً ما يقع المستثمرين ضحايا "مغالطة التكلفة الغارقة" فغالباً ما يتعلق قرارات البيع بسعر التكلفة، حيث يقومون ببيع السهم إذا زاد سعره عن سعر التكلفة بدلاً من إمكانية تطور السهم مستقبلاً. أما المفارقة الكبيرة في مغالطة تكلفة الغارقة هي كلما فقدت أموالاً بسبب سعر سهم، تمسكت به بصورة أقوى³⁴.

قدّمت العديد من الدراسات أدلة داعمة على وجود التحيزات السلوكية عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، إلا أنها اختلفت في تصنيفها، فهناك من يقوم بتقسيمها إلى تحيزات إدراكية والعاطفية، بينما صنفتها دراسات أخرى إلى الموجّهات واعتمادية الإطار، وفيما يلي توضيح أهم الدراسات:

الجدول رقم (2): تقسيمات التحيزات السلوكية

التحيزات	الباحث/ السنة
1- تحيزات الأحكام: الثقة المفرطة؛ التفاؤل المفرط؛ الإدراك المتأخر؛ المبالغة في ردة الفعل؛ 2- أخطاء التفضيل: الوزن غير الخطي للاحتتمالات؛ شكل وجاذبية المراهانات؛ دالة القيمة؛ 3- سعر الشراء كنقطة مرجعية: التأطير، المقامرة، وجهة نظر قصيرة وطويلة؛ 4- العيش مع عواقب القرار: الندم على الإهمال والارتكاب الأفعال؛ الندم وتقبل المخاطرة.	Kahneman and Riepe (1998)
1- الموجّهات: التمثيل؛ مغالطة المقامرين؛ الثقة المفرطة؛ الارتكاز؛ تجنب الغموض؛ العاطفة والإدراك المعرفي؛ 2- اعتمادية الإطار: تجنب الخسارة؛ المحاسبة الذهنية؛ العاطفة؛ تجنب الندم.	Shefrin (2002)
1- التحيزات الإدراكية: الثقة المفرطة؛ التمثيل، الارتكاز؛ التناظر الإدراكي؛ المتاحة؛ وهم السيطرة؛ المحاسبة الذهنية؛ التأطير؛ تجنب الغموض؛ 2- التحيزات العاطفية: النفور من الخسارة؛ تجنب الندم؛ التفاؤل المفرط؛ ضبط النفس.	Pompian (2006)
1- عاطفة المستثمرين: الارتكاز؛ التمثيل؛ المتاحة؛ الثقة المفرطة؛ 2- تفضيلات المستثمرين: النفور من الخسارة؛ المحاسبة العقلية؛ قصر النظر؛ ضبط النفس؛ تجنب الندم.	De Bondt, Muradoglu, Shefrin & Staikouras (2008)
1- نظرية الاحتمال: تجنب الخسارة؛ التأطير؛ المحاسبة الذهنية؛ 2- الموجّهات: تحيز الألفة؛ تجنب الغموض؛ تحيز الامتلاك؛ تحيز الوضع الراهن؛ التمثيل؛ المتاحة؛ الارتكاز؛ 3- الثقة المفرطة: التفاؤل المفرط؛ وهم السيطرة؛ 4- العناصر العاطفية: الغضب؛ الخوف؛ الحزن؛ الندم؛ السعادة.	Acker and Deaves (2010)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على أدبيات الدراسات

3. محدودية المراجعة limited arbitrage

تنص النظرية المالية التقليدية على أن المستثمرين العقلانيين يصححون دائماً حالات التسعير الخاطئ للأوراق المالية الناجم عن سلوك المستثمرين غير العقلانيين والتي تتسم بالعشوائية، وبالتالي فإن

آلية المراجعة تلعب دوراً هاماً في إعادة السعر إلى مستواه الحقيقي، غير أن النظرية المالية السلوكية ترى بأن سلوك جميع المستثمرين غير عقلاني ومنتظم يتجلى ذلك في النزاعات أو التحيزات السلوكية التي تتتاب المستثمرين عند اتخاذ القرارات، مما يؤدي إلى صعوبة إرجاع السعر إلى قيمته الحقيقية، وبالتالي عدم فعالية المراجعة في التسعير العادل.

يشير (2000) Shleifer إلى أن عملية المراجعة محفوفة بالمخاطر تجعلها محدودة الأثر على غرار مخطر السيولة، والمخطر المتعلق بتجار الضوضاء، فضلاً عن وجود تكاليف عالية مرتبطة بعملية تنفيذ المراجعة تجعلها عملية غير مرغوب فيها من قبل المتعاملين.

يمكن أن نلخص مضمون نظرية المالية السلوكية في ما يلي:

الجدول رقم (3): مضمون نظرية المالية السلوكية

المالية السلوكية = علم المالية + علم النفس (متعدد التخصصات)
الإجابة على التساؤلات (تحدي لنظرية المالية التقليدية): الانحرافات أو التشوهات، اللاعقلانية، الأسواق غير عقلانية، فقاعات، اتخاذ القرارات.
الأساسيات: علم النفس المعرفي؛ محدودية المراجعة نظرية التوقع، نظرية SP/A، نظرية التوقع التراكمية، نظرية تبادل العملية، عاطفة المستثمرين (التمثيل، تحيز الإتاحة، الثقة المفرطة...)، تفضيلات السلوكية (النفور من الخسارة، المحاسبة العقلية...).
الأطراف ذوي العلاقة: المستثمرين (الأفراد، المؤسسات)، المديرين، وكالات التنظيم، الحكومة.
بعض المفاهيم: التصرف، إستراتيجية الزخم، التنويع الساذج، رد فعل مبالغ فيه، عاطفة المستثمرين، عدم عقلانية السوق، فرضية السوق المتكيفة.
مجالات تطبيق المالية السلوكية: المعتقدات والتفضيلات، تسعير الأصول المالية، إدارة المحافظ المالية، تمويل المؤسسات، تنظيم السوق المالي.
مساهمات: المعتقدات (المشاعر، المعرفية)، تأطير Framing، الآثار المترتبة على القرار، ديناميكيات السوق والفقاعات.

Source: Nardy, A., & Fama, R. (2013). *Behavioral Finance from 2001-2012: Concepts, Themes and Academic Production*. International Journal of Humanities and Social Science, 3(19), p. 242.

III. نظرية أفق الاحتمالات Prospect theory واتخاذ القرار في ظل الاتجاه السلوكي

يطلق على هذه النظرية أيضاً نظرية التوقع، حيث تعد من أهم النظريات التي تتعلق بعملية اتخاذ القرار في ظل ظروف عدم التأكد والعوامل النفسية، تم تصميمها من قبل Tversky and Kahneman (1979)، حيث سماها الباحثان بتلك التسمية لأنها تبحث في كيفية تشكيل الأفراد للقرارات وفق الاحتمالات، إذ قدما من خلالها إطار وصفي يساعد الأفراد على اتخاذ قرارات، فهي تفسر اختلاف سلوكيات صانعي القرار الذين يواجهون حالة الاختيار ما بين البدائل، كما ترى هذه النظرية أن عملية اتخاذ القرار في ظل المخاطرة عبارة عن اختيار بين التوقعات أو المقامرات.

تعتبر نظرية التوقع الأساس لظهور فكرة النفور من الخسارة، التي تنص على أن الأفراد هم أكثر حساسية للخسائر بدلاً من الأرباح، كذلك في ظهور أثر التأكد الذي يقصد به ميل الأفراد إلى إعطاء وزن أكبر للنتائج الأكيدة نسبة للنتائج التي تكون محتملة، وأثر التصرف الذي ينص على تجنب المخاطرة فيما يتعلق بالأرباح والبحث عن المخاطرة بخصوص الخسائر³⁵. وتقسم نظرية الاحتمال عملية اتخاذ القرار إلى مرحلتين، الأولى التحرير والأخرى التقييم.

تقوم الصياغة الرياضية لنظرية الأفق بالاختيار بين البدائل المتاحة من خلال "الأوزان" بدلاً من "الاحتمالات" و"دالة القيمة" بدلاً من "دالة المنفعة" المستخدمة في نظرية المنفعة المتوقعة، ويمكن صياغة الدالة كما يلي³⁶:

$$V(a): \sum [v(u(x_i))][\pi(p(x_i))] \dots (1)$$

حيث أن: $V(a)$: دالة القيمة؛
 u : دالة المنفعة؛
 $\pi(\cdot)$: الأوزان (دالة الترجيح)؛
 x_i : البدائل المتاحة؛
 p : الاحتمالات؛
 $V(a)$: دالة الاحتمال.

يتضح من خلال المعادلة أعلاه أن دالة القيمة تختلف عن دالة المنفعة في نظرية المنفعة المتوقعة بسبب النقطة المرجعية، والتي يتم تحديدها من قبل انطباع شخصي للأفراد، إذ أن ميل دالة القيمة يكون صاعد لمستويات الثروة عند النقطة المرجعية وميل نازل لمستويات الثروة بعد النقطة المرجعية، كما يتم تحديد هذه الأخيرة من قبل كل فرد كنقطة مقارنة لمستويات الثروة في إطار هذه النقطة المرجعية، ويعتبر المستثمر محب للمخاطرة عند مستويات الثروة الأقل من النقطة المرجعية، أي يعني أنه مستعد لتحمل مخاطرة وذلك للمحافظة على أعلى مستويات الثروة، أما في حالة مستويات الثروة التي تكون أعلى من النقطة المرجعية فإن المستثمر يكره المخاطرة، ويكون الشكل الرياضي لدالة القيمة كما يلي³⁷:

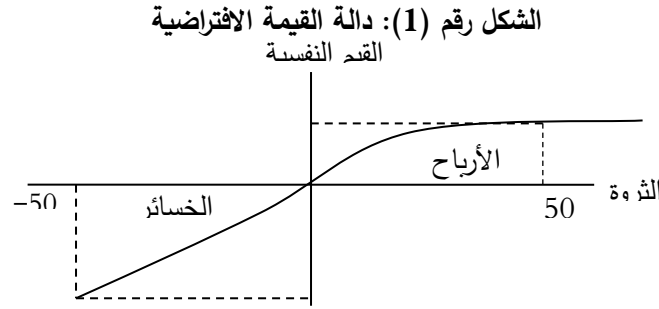
$$v(x) = \begin{cases} \lambda^+ - \lambda^+ l^{-ax}, & \text{if } x \geq 0 \\ \lambda^- l^{ax} - \lambda^-, & \text{if } x < 0 \end{cases} \dots (2)$$

حيث أن: a : معامل تفضيل الخطر؛
 $\lambda^- > \lambda^+ > 0$: تجعل من دالة القيمة في الجانب الإيجابي أو السلبي؛
 x : التغير في الثروة أو الرفاهية.

تبعاً لهذه النظرية فإن المستثمر يكون متجنب للمخاطرة عندما تتعلق بالأرباح، وفي حالة الخسارة يكون باحث عن المخاطرة بسبب خوفه الشديد من الخسارة، ويطلق على هذه الحالة بأثر التصرف disposition effect أي يتصرف المستثمر بشكل مختلف حينما يواجه احتمالات الأرباح والخسائر³⁸، حيث يشعر المستثمرون عند ارتفاع سعر السهم بقدر معين من "السعادة"، ويعتقدون أنه إذا لم يبيعوا السهم، يواجههم احتمال انخفاض السعر وخسارة المكسب، مما يعني أنهم سيعانون "الألم"، لذلك يميل

المستثمرون لبيع السهم، ويمثل هذا النمط سلوك تجنب المخاطر، وفي حالة لو كان لدى المستثمر سهم خاسر فسوف يشعر "بالألم"، غير أن هنالك احتمالاً أن يرتفع السعر، وهذا يمثل شعوراً "بالسعادة"، لذلك يتمسك المستثمر بالسهم الخاسر، وهذا النمط يمثل سلوك البحث عن المخاطر.

كما أكدت النظرية على وجود أثر العزل Isolation Effect الذي يقود لتفضيلات غير متوافقة حينما يقدم السؤال بأشكال مختلفة³⁹، والشكل التالي يوضح القيم النفسية الافتراضية للربح والخسارة لدى المستثمرين في ظل نظرية الأفق:



Source: Kahneman, & Tversky, Op. Cit, p.11.

يمثل الشكل أعلاه وجود حالتين للمستثمرين، الحالة الأولى التي يكون فيها المستثمر متجنب للمخاطرة والحالة الثانية يصبح فيها المستثمر محب للمخاطرة، كما يتضح من خلال دالة القيمة تساوي قيمة كل من الربح والخسارة إلا أن هذه الأخيرة تخلق ألم بقدر أكبر من السعادة بالربح المحقق.

تفترض نظرية التوقع أنه يمكن للمستثمر وضع احتمالات متساوية للبدائل في ظل عدم اليقين، كما تتحدد الأوزان عن طريق دالة من الاحتمالات الحقيقية، بحيث تعطي وزن صفر للاحتتمالات المنخفضة للغاية ووزن واحد للاحتتمالات المرتفعة للغاية، ينظر المستثمرون للأحداث غير المحتمل وقوعها بأنها يستحيل أن تتحقق، أما الأحداث التي من المحتمل للغاية وقوعها تحدث، ويتم تحديد هذه الاحتمالات بواسطة الانطباع الذاتي للمستثمرين، وبعد تحديد الأوزان يتم ضرب قيمة كل نتيجة في الوزن المقرر، والمعادلة التالية توضح دالة الترجيح⁴⁰:

$$\pi(p) = \frac{p^y}{(p^y + (1-p)^y)^{1/y}} \dots (3)$$

$\pi(p)$: دالة الترجيح؛ p : الاحتمالات؛ y : معامل معدل ذاتي ويكون عادة ما بين $0.27 < y < 1$.

IV. تفسير بعض الظواهر الشاذة والفقاعات في أسواق رأس المال وفق المنظور السلوكي

أوضحت العديد من الدراسات في محاولة لتفسير التشوهات أنها عادة ما تكون مرتبطة بتوجه سلوكي للمستثمرين، ويمكن تلخيص ذلك في الجدول التالي:

الجدول رقم (4): تفسير التشوهات السعرية وفق المنظور السلوكي

نوع الظاهرة	تفسير الظاهرة
أثر جانفي	✓ تم تفسير هذا التشوه من خلال مفهوم المحاسبة العقلية، حيث تُصرف المكافآت والتعويضات للعاملين في معظم الدول في نهاية ديسمبر أو نهاية جانفي، وتبعاً لمفهوم المحاسبة العقلية فإن هذه المكافآت والتعويضات تُعامل معاملة مختلفة عن الراتب الاعتيادي، مما يشجع المستثمر على توسيع المحفظة المالية ويقبل المزيد من المخاطرة. ✓ أيضاً تم تفسير هذه الظاهرة بالتفاوت المبالغ فيه، حيث أن تفاؤل المستثمرين يكون أعلى في بداية السنة - وقد تم قياس ذلك بمؤشر يعرف بمؤشر ثقة المستثمر -، لذلك يقبلون على تحمل مخاطر أعلى نتيجة التفاؤل الزائد ولكن ينصدمون باقي العام ويصابون بخيبة أمل.
أثر رمضان	✓ يؤثر شهر رمضان على حالة النفسية والمزاجية للمستثمرين، حيث يكونوا أكثر ارتياحاً، وهو ما يؤدي إلى اتخاذ قرارات أكثر تفاؤلاً تمتد إلى الاستثمار، وذلك من خلال تأثير مزاجهم على طبيعة سلوكهم وعلى القرارات المتخذة فيصبحون أكثر ميلاً لاتخاذ قرارات تحمل مخاطر أكبر.
أثر الزخم	✓ تم تفسير هذه الظاهرة بالتجنب أو النفور من الخسارة، حيث تستمر الأسهم الرابحة في الماضي بمواجهة ضغط شراء زائد على عكس ما تواجهه الأسهم الخاسرة سابقاً، وهذا ما يسبب تفاعل غير كافي مع المعلومات الجديدة المتوفرة ويخلق حالة من الزخم تعكس حالة من سوء التقدير من قبل المستثمرين.
أثر الطقس	✓ يرجع ذلك إلى أن الطقس يؤثر على نفسية المستثمر ومزاجه وهو ما ينعكس على تصرفاته وقراراته، بما يجعله يقبل المخاطر وسعر الخصم غير الملائم.
تباين الربح/ الخاسر	✓ يعتبر تحيز تجنب الخسارة أكثر تفسيراً لهذا اللغز، حيث يجعل تجنب الخسارة الاحتفاظ بالاستثمارات الخاسرة طويلاً على أمل استعادة قيمتها السابقة، وهذا السلوك يسبب مخاطرة كبيرة على المحفظة الاستثمارية لأنه يقلل من عائداتها، ويجعلهم من جانب آخر، يبيعون الأوراق المالية الرابحة مبكراً خوفاً من ضياع الأرباح في حال عدم البيع.
لغز علاوة الأسهم	✓ أن المستثمرين لديهم ما يسمى بتجنب الخسارة قريب المدى، أي يشغلون أنفسهم كثيراً بالتأثيرات السلبية بالمقارنة مع كمية مكافئة من الربح قريب المدى "وجهة النظر قريبة المدى". ✓ كما يعد تحيز تجنب الغموض مفسراً لهذا اللغز، حيث يطلب المستثمرون غير المتأكدين علاوة مخاطرة أعلى كتعويض للغموض في التوزيع الاحتمالي.

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: سيرين خالد، الحموي (2016). تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم، دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق. ص 51-54.

قدم الاقتصادي Robert Shiller في كتابه "الوفرة اللاعقلانية" تعريفاً مفصلاً وواضحاً لظاهرة الفقاعات المالية وفق المنظور السلوكي، ويقول أن "فقاعة المضاربة هي حالة تحدث عندما تتسبب الأنباء عن زيادات في الأسعار في إشعال حماس المستثمرين، والذي ينتشر بفعل العدوى السيكولوجية من شخص لآخر، وفي هذه العملية تتضخم الروايات التي قد تبرر الزيادة في الأسعار، وهذا من شأنه أن يجذب طبقة أكبر وأكثر من المستثمرين الجدد الذين ينجذبون إلى هذا الاستثمار على الرغم من تشككهم حول القيمة الحقيقية، بدافع من حسدهم لنجاحات الآخرين من جهة وبفعل الإثارة التي تنطوي عليها المقامرة من جهة أخرى، وهذا ما يعمل على نشر العدوى أكثر لتتحقق نظرية الأحمق الأكبر، وبعد

انفجار الفقاعة تعمل نفس هذه العدوى على تغذية الانهيار السريع مما يسبب في سقوط الأسعار وخروج المزيد من المستثمرين من الأسواق وتضخيم الأخبار السلبية عن الاقتصاد".

يبدو من خلال تعريف أعلاه أن جوهر معنى كلمة فقاعة يفضي إلى طرح ضمني حول الأسباب وراء الصعوبة التي يواجهها "المال الذكي" في تحقيق الربح من خلال المراهنات على الفقاعات المالية، حيث تعمل العدوى السيكولوجية على زرع اعتقاد نفسي بأن ارتفاع الأسعار له ما يبرره بشكل عادي، وبذلك تصبح المشاركة في الفقاعة شبه عقلانية ولكنها ليست كذلك⁴¹.

وبصفة عامة، يمكن تلخيص مراحل تكون الفقاعة إلى انفجارها حسب منظور المالية السلوكية

فيما يلي:

الجدول (5): تشكل الفقاعة من منظور المالية السلوكية

المرحلة	الموجهات السلوكية	الخصائص
التنبؤ الأولي	التمثيل	في هذه المرحلة يضع المستثمرون تنبؤات أولية لأسعار الأصول معتمدين على استدلالات إحصائية خاطئة.
الثقة المفرطة	الثقة المفرطة والاستقرار المفرط	تصبح التنبؤات المستقبلية مفرطة التفاؤل، وتميل نحو الايجابية اعتماداً على التجارب الايجابية الحالية.
انتقال/تضخيم الجماعة	التكبير الجمعي والاستقطاب الجماعي	انتقال التنبؤات الفردية بشكل واسع بين أعضاء الجماعة، وتحمل مستويات عالية من مخاطرة.
إعادة المقايسة	الاستقطاب الجماعي	تنقض التنبؤات بالتجربة الفعلية للواقع وتنعكس القيم متنازلة بشكل سريع.

Source: Utkus, S. (2011), *Market Bubbles and Investor Psychology*. Vanguard Group Inc, p.3.

رداً على مؤيدي علم المالية السلوكية، أثبت (1998) Fama أن المستثمرين لا يتمتعون جميعاً بالرشد والعقلانية الكاملة، إلا أن السوق يمكن أن يظل كفوفاً في النهاية، وهو ما فسره من خلال الاعتماد على فرضيتين أساسيتين، الأولى أن مجموعة المستثمرين غير العقلانيين لا يستطيعون التأثير على الأسعار، وذلك باتخاذهم قراراتهم غير الرشيدة بصورة فردية، وبالتالي تختلف تلك القرارات من مستثمر لآخر تبعاً لمدى عقلانيته وإدراكه، وتفسير ذلك أن المعاملات تتم في السوق بصورة عشوائية وفردية فتلغي بعضها البعض تاركة السوق كفاء في النهاية، أما الفرضية الثانية فتقوم على أساس عملية المراجعة، حيث أن حدة المنافسة بين المضاربين في سوق الأوراق المالية تؤدي عادة إلى خسارة الطرف الضعيف وهو المستثمر غير الرشيد، وبالتالي خروجه من السوق بعد خسارته لثروته مما يترك السوق للمستثمر العقلاني الرشيد ليتعامل فيه بكفاءة، مما يعيد التوازن للسوق، وهو ما يؤيد فرضية كفاءة السوق.

الخاتمة

حاولت هذه الدراسة تسليط الضوء على الانحرافات الظاهرة في أسواق رأس المال التي فشلت النماذج المالية التقليدية تفسيرها، وكذا معرفة مدى قدرة نظرية المالية السلوكية في شرح وفهم ما يحدث في الأسواق، هذه الأخيرة ظهرت كنظرية مستحدثة في تفسير الانحرافات في التسعير، وتعتبر جانب جديد من العلوم المالية يدرس الظواهر الاجتماعية والنفسية والعاطفية للمستثمرين في عملية اتخاذ القرارات المالية والاقتصادية. ويمكن أن نستخلص الأفكار الأساسية لنظرية المالية السلوكية فيما يلي:

- تعتبر النظرية المالية السلوكية نموذج علمي جديد في المالية، يسعى إلى تكملة النظريات المالية التقليدية عن طريق إدخال الجوانب السلوكية للفرد في اتخاذ القرارات المالية والاقتصادية؛
- تعمل المالية السلوكية على سدّ الفجوة بين النظرية المالية والواقع العملي، فهي تبحث في مجال العوامل الإدراكية cognitive والمشاعر وتأثيرها على الأفراد والمحللين الماليين والمتعاملين بأسواق رأس المال؛
- المالية السلوكية هي العلم يسعى إلى تقديم تفسير وتحسين المعرفة في عملية الحكم من قبل المستثمرين، وتشمل هذه معرفة التحيزات والجوانب العاطفية للمستثمرين ومدى تأثيرها في صنع القرار؛
- تحاول نظرية المالية السلوكية تجاوز القصور الذي ظهر في نظرية المالية التقليدية -بسبب عجزها عن تفسير التشوهات والحالات الغير عادية الملاحظة في الأسواق-، حيث تساعد في تفسير لماذا وكيف يمكن أن تكون الأسواق غير كفؤة، وذلك باستعمال أدبيات ومصطلحات علم النفس كالتمثيل، ارتكاز، الثقة المفرطة؛

- تحاول المالية السلوكية فهم مختلف الظواهر السلوكية في عملية اتخاذ القرار الاستثماري، وفهم كيفية التنبؤ بحركة أسواق رأس المال بالاعتماد على الجوانب التطبيقية والنفسية المتضمنة لقرارات الأفراد.

من خلال ما سبق، وبالرغم من كل النتائج والتفسيرات التي قدمتها المالية السلوكية حول أسواق رأس المال، إلا أنه لا توجد نظرية موحدة حقيقية للمالية السلوكية فهي تحتاج إلى مزيد من الأدلة تجريبية ورياضية، بالمقابل لا تزال النظريات الاقتصادية والمالية الأكثر الدقة في شرح المتغيرات لما قدمته من أدلة رياضية قوية، بالرغم من وجود العديد من الحالات التي لا تكون فيها هذه النظريات قادرة على تفسيرات مرضية، وبالتالي نستخلص أن كلا من المالية السلوكية والمالية التقليدية لا يخلوان من القصور في بعض النقاط، فلا يمكن الاعتماد على نظرية وتجاهل الأخرى بشكل كامل، ولا يمكن وصف إحداهما بأنها قادرة على حل وتحليل جميع الحالات التي تواجه السوق المالي، حيث تعتبر كل منهما مكملة للأخرى، ومنه فإن المالية السلوكية جاءت مكملة للنظرية المالية التقليدية وليست نافية لها، حيث أن ظهورها كان نتيجة لوجود بعض القصور في المالية التقليدية.

الهوامش والمراجع

- ¹ - ريتشارد ثالر من مواليد 12 سبتمبر 1945م حائز على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 2017، وهو خبير اقتصادي وأستاذ في جامعة شيكاغو للدراسات العليا، وعضو في المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية، يرجع إليه الفضل في إدخال الجانب النفسي في مجال المالية، وأهم أبحاثه ومنشوراته تلك المتعلقة بالاقتصاد السلوكي، وبمختلف التحيزات المعرفية وآثارها الاقتصادية.
- ² - روبرت جيمس شيلر من مواليد 29 مارس 1946م اقتصادي أمريكي بارز وأستاذ في جامعة ييل وباحث في المكتب القومي للأبحاث الاقتصادية، يعتبر من أهم 100 اقتصادي تأثيراً في العالم ومن أكبر المؤلفين رواجاً، حصل على جائزة نوبل عام 2013 عن تحليله التجريبي للأصول في الأسواق المالية.
- ³ - دانيال كانيمان عالم نفس أمريكي من مواليد 1934 حائز على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 2002، تتويجاً لأعماله الرائدة مع تفيرسكي في مجال المالية السلوكية، وبذلك تم الاعتراف رسمياً بوجود هذا التيار في علم الاقتصاد.
- ⁴ - يوجين فرانسيس فاما ولد في 14 فيفري 1939م، عالم اقتصادي أمريكي حائز على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 2013، وأول من حصل على الجائزة المالية والاقتصاد من دويتش بنك والتي مُنحت له في عام 2005م، اشتهر بأبحاثه النظرية والتجريبية في نظرية المحفظة وتسعير الأصول، حصل على شهادة جامعية في اللغة الفرنسية من جامعة تافتس سنة 1960م ومن ثم ماجستير في إدارة الأعمال ودكتوراه في الاقتصاد والتمويل من جامعة شيكاغو وعضواً في هيئة التدريس فيها، ويعتبر الأب الروحي للعلم التمويل الحديث، وأكثر ما عُرف عنه تطويره لفرضية كفاءة السوق المالي نظراً لخبرته كمحلل إحصائي لصالح نشرة إخبارية لسوق الأسهم.
- ⁵ - صباح محمد، ديلمي، ومنى ممدوح، المولا. (2013). التأثيرات الموسمية على عائد وتذبذب بورصة عمان: دراسة تطبيقية على المؤشرات القطاعية. المجلة العربية للمحاسبة، المجلد السادس عشر (العدد الأول)، البحرين، ص 113.
- ⁶ . Latif, M., Arshad, S., Fatima, M., & Farooq, S. (2011). Market efficiency, market anomalies, causes, evidences, and some behavioral aspects of market anomalies. Research Journal of Finance and Accounting, 2(9), p. 03.
- ⁷ . Schwert, G. W. (2003). Anomalies and market efficiency. Handbook of the Economics of Finance, 1, 939-974.
- ⁸ . Prast, H. M. (2004). Investor psychology: A behavioural explanation of six finance puzzles. De Nederlandsche Bank Amsterdam, pp. 04-05.
- ⁹ . Shleifer, A. (2000). Inefficient markets: an introduction to behavioral finance. Oxford: Oxford University Press, p. 10.
- ¹⁰ . Elan, S. L., & Goodrich, M. (2010). Behavioral patterns and pitfalls of US investors. Paper presented at the Federal Research Division, Library of Congress, p. 01.
- ¹¹ . Pompian, M. M. (2006). Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases. Hoboken, New Jersey: Wiley, p. 03.
- ¹² . Kourtidis, D., Sevic, Z., & Chatzoglou, P. (2011). Investors trading activity: A behavioural perspective and empirical results. SOCECO Journal of Socio-Economics, 40(5), p. 548.
- ¹³ . Copur, Z. (2015). Handbook of research on behavioral finance and investment strategies: decision making in the financial industry. Business Science Reference, An Imprint of IGI Global, p. 01.
- ¹⁴ . Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2000). What is behavioral finance?. Business, Education and Technology Journal, 2(2), p. 02.
- ¹⁵ . Lee, W. Y., Jiang, C. X., & Indro, D. C. (2002). Stock market volatility, excess returns, and the role of investor sentiment. Journal of banking & Finance, 26(12), p. 2277.
- ¹⁶ . Pompian, M. M. (2006). **Op. Cit**, p. 08.
- ¹⁷ . De Bondt, W., Muradoglu, G., Shefrin, H., & Staikouras, S. K. (2008). Behavioral Finance: Quo Vadis?. JOURNAL OF APPLIED FINANCE, 18(2), p. 09.

¹⁸. Ibid, p. 11.

¹⁹. رفيق، مزاهدية. (2015). الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري. أطروحة دكتوراه غير منشورة، العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، الجزائر، ص 114.

²⁰. Whitfield, I. (2013). Behavioural Finance, Options Markets and Financial Crises: Application to the UK Market 1998-2010. Durham University, p. 29.

²¹. Pompian, M. M. (2006). **Op. Cit**, p. 94.

²². Ibid, pp. 20-21.

²³. De Bondt, W., Muradoglu, G., Shefrin, H., & Staikouras, S. K. (2008). **Op. Cit**, p. 11.

²⁴. محمد السقا عدنان، الحموي. (2009). علم الفقاعات المالية وانفجاراتها. مجلة العلوم الالكترونية، المجلد(25)، مؤسسة الكويت للتقدم العلمي. نقلا من الموقع التالي: <http://www.ooloommagazine.com/articles/ArticleDetails.aspx?ID=2432>.

²⁵. Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (2010). Behavioral finance: investors, corporations, and markets. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, p. 46.

²⁶. De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact?. *THE JOURNAL OF FINANCE*, 40(3), 793-808.

²⁷— تقوم هذه النظرية على اعتبار الفرد كائناً عقلانياً أو ما يصطلح عليه بـ homo oeconomicus، حيث يحوز على جميع المعلومات اللازمة التي تمكنه من اتخاذ قرارات سليمة في كل الأحوال.

²⁸. De Bondt, W., Muradoglu, G., Shefrin, H., & Staikouras, S. K. (2008). **Op. Cit**, p. 11.

²⁹. Pompian, M. M. (2006). **Op. Cit**, pp. 129-133.

³⁰. Hong, H., Kubik, J. D., & Stein, J. C. (2005). Thy Neighbor's Portfolio: Word-of-Mouth Effects in the Holdings and Trades of Money Managers. *J. Financ. Journal of Finance*, 60(6), pp. 2801.

³¹. Clot, S., Ibanez, L., Meral, P., & Andriamahefazafy, F. (2013). How mental accounting could bias PES programs: a natural field in Madagascar. Paper presented at the 30. Journées de la Microéconomie Appliquée (JMA 2013), p. 03.

³². De Bondt, W., Muradoglu, G., Shefrin, H., & Staikouras, S. K. (2008). **Op. Cit**, p. 12.

³³. Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (2010). **Op. Cit**, p. 322.

³⁴. Arkes, H. R., & Ayton, P. (1999). The sunk cost and Concorde effects: Are humans less rational than lower animals?. *Psychological bulletin*, 125(5).

³⁵. Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 47(02), 263-291.

³⁶. موسى، بن منصور، وسهام، مانع. (2016). المالية السلوكية واستخداماتها في المؤسسة الاقتصادية الحديثة. بحث مقدم للملتقى الدولي حول: التوجهات الحديثة للسياسة المالية للمؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مسيلة، يومي 14-15 نوفمبر، ص 05.

³⁷. نفس المرجع والصفحة سابقاً.

³⁸. Shefrin, H. (2008). A Behavioral Approach to Asset Pricing. (Second Edition), Burlington: Academic Press, p. 487.

³⁹. Ibid, p. 398.

⁴⁰. موسى بن منصور، وسهام، مانع. (2016). مرجع سبق ذكره، ص 07.

⁴¹. هشام، غربي، عبد الغني، دادن. (2014). فقاعة هوس الزنبق Tulip Mania في هولندا (الفقاعة المالية الأولى في التاريخ). مجلة رؤى اقتصادية (العدد السابع)، جامعة الشهيد حمه الأخضر— الوادي، الجزائر، ص 156.



المجلد الأول (01) العدد الثاني (02) ديسمبر 2017