

## أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية

## The importance of the use of behavioral finance in the interpretation of price distortions of financial assets

د. فخاري فاروق<sup>1</sup>، د. زيري نورة<sup>2</sup><sup>1</sup> جامعة محمد بوضياف، المسيلة، [Farouk\\_fakhari@yahoo.fr](mailto:Farouk_fakhari@yahoo.fr)<sup>2</sup> جامعة آكلي محمد أولحاج، البويرة، [zebiri.nora@yahoo.fr](mailto:zebiri.nora@yahoo.fr)

تاريخ القبول: 2019/12/31

تاريخ المراجعة: 2019/12/02

تاريخ الاستلام: 2019/10/06

## ملخص:

يهدف هذا المقال إلى إبراز أهمية الاعتماد على نظريات المالية السلوكية عند الاستثمار في سوق رأس المال، خصوصاً بعد تمكنها من تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية من خلال ربطها بالسلوك النفسي والاجتماعي للمستثمرين، الأمر الذي عجزت عن تفسيره مختلف نظريات المالية التقليدية ذات العلاقة بنماذج تسعير الأصول المالية ونظرية الكفاءة.

خلصت الدراسة إلى عدة نتائج، من أهمها، ضرورة الاعتماد على نظرية المالية السلوكية قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الأصول المالية بألية مكتملة لبقية نظريات المالية التقليدية.

**كلمات مفتاحية:** مالية سلوكية، مالية تقليدية، سوق مالية، تشوهات سعرية، أصول مالية.

**تصنيف JEL :** B5, G1, G4.

**Abstract:**

This article aims to highlight the importance of relying on theories of behavioral finance when investing in the capital market, especially after it was able to explain the price distortions of financial assets by linking them to the psychological and social behavior of investors, which failed to explain the various traditional financial theories related to models of financial asset pricing and efficiency theory.

The study concludes with several results, the most important of which is the need to rely on the theory of behavioral finance before making a decision to invest in financial assets with a mechanism that complements the rest of traditional financial theories.

**Keywords:** Behavioral finance, financial market, price distortions, financial assets.

**Jel Classification Codes:** B5, G1, G4.

المؤلف المرسل: د. فخاري فاروق، الإيميل: [Farouk\\_fakhari@yahoo.fr](mailto:Farouk_fakhari@yahoo.fr)

## 1. مقدمة:

لقد كان للنظريات المفسرة للسلوك المالي للمستثمر الدور الكبير في تطور الفكر المالي، وكذلك تفسير مختلف الظواهر التي كانت سائدة في الأسواق المالية، حيث تعتبر جُل هذه النظريات أن كل المستثمرين يتمتعون بمبدأ الرشادة والعقلانية عند الإقدام على اتخاذ القرارات الإستثمارية في الأصول المالية، وبالتالي استبعاد عنصر العشوائية في اتخاذ قرار شراء أو بيع أصل مالي، كما أن هذه النظريات قد طورت إلى ما يعرف بنظرية السوق المالي الكفاءة لـ Fama 1965 ونموذج تسعير الأصول المالية CAPM لـ Sharpe سنة 1964، وكذلك نموذج Markowitz سنة 1952 وغيرها من النماذج. غير أن ظهور الأزمات المالية التي جاءت بعد تلك النظريات على غرار أزمة الإثنين الأسود 1987 وغيرها، وكذلك بروز حالات شاذة عديدة في الأسواق المالية والتي لم تتمكن فرضيات كفاءة أسواق رأس المال من تفسيرها، جعل كثيرا من الباحثين يهتمون بدراسة التشوهات الموجودة لعوائد الأسهم المدرجة في البورصة، وربطها بالقصور الموجود في نظرية كفاءة الأسواق، حيث اهتم كل من Vishny، Black، Thaler و Robert Shiller، وغيرهم بدراسة الجانب النفسي والسلوك الإنساني للمستثمر ودراسة مدى تأثيره على اتخاذ القرار الاستثماري للأصول المالية، وهو ما أصبح يسمى في الأدبيات الاقتصادية المعاصرة بالمالية السلوكية.

1.1. إشكالية البحث: مما سبق يمكن صياغة إشكالية هذا البحث في التساؤل الرئيسي الآتي:

كيف تعمل المالية السلوكية على تفسير السلوك غير العقلاني للمستثمر في سوق الأوراق المالية؟

2.1. الإشكاليات الفرعية: من أجل الإجابة على إشكالية البحث سنحاول معالجة الأسئلة الفرعية الآتية:

- ما مفهوم ما يسمى بالمالية السلوكية؟
- فيما تتمثل أهم نماذج المالية السلوكية؟
- ما هي الحالات الشاذة المسجلة في الأسواق المالية تبعا للنظريات المالية التقليدية؟
- هل يمكن أن تكون المالية السلوكية بديلا في حل المشاكل المسجلة في السوق المالية نتيجة اتباع نظريات المالية التقليدية؟

3.1. فرضية البحث: تستطيع نظرية المالية السلوكية من تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية، من خلال تحليل الجانب النفسي والاجتماعي للمستثمرين وربطه بقرار الإستثمار.

4.1. أهمية البحث: تبرز أهمية هذا البحث في الكشف عن التشوهات الملاحظة في الأسواق المالية نتيجة السلوك غير العقلاني للمستثمر، والذي تعمل نظريات المالية السلوكية على تفسيره، والتي بدورها كانت كنتيجة للقصور الذي عرفته نظرية كفاءة الأسواق وغيرها من نماذج النظريات المالية التقليدية.

5.1. أهداف البحث: جاءت هذه الدراسة لتحقيق الأهداف الآتية:

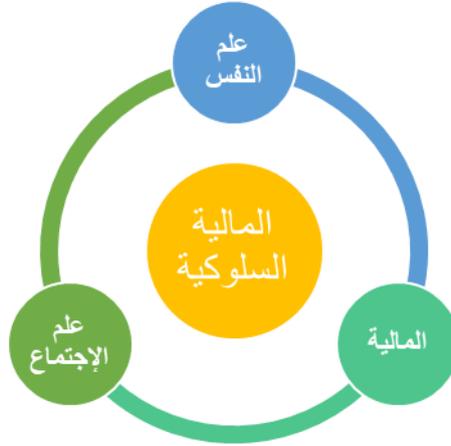
- توضيح وتعميق المفاهيم المتعلقة بالمالية السلوكية.
- توضيح كيفية تفسير المالية السلوكية للتشوهات الحاصلة في الأسواق المالية.
- التطرق إلى النقاط السلبية لنظرية السوق المالية الكفاءة وغيرها من نماذج النظريات المالية التقليدية.
- محاولة تقييم الدور الذي تقدمه المالية السلوكية في ترشيد اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسواق المالية.

6.1. المنهج المستخدم: من أجل الوصول إلى تحقيق جملة الأهداف المذكورة سابقاً، وللإجابة على إشكالية البحث، تم الإعتماد على المنهج الوصفي، وذلك باستخلاص الجانب النظري لأهم الأدبيات الاقتصادية ذات العلاقة بالمالية السلوكية وكفاءة سوق رأس المال.

## 2. مدخل نظري للمالية السلوكية

1.2. مفهوم المالية السلوكية: تعد المالية السلوكية المجال الجديد والمتنامي في علوم الاقتصاد والمالية، إذ تمثل نمط تفكير Paradigm إضافي لقرارات التمويل والإستثمار، إذ يسعى الباحثين من خلالها إلى استكمال النظريات القياسية عن طريق إدخال الجوانب السلوكية في عملية صنع القرار المالي. (حسن شاكر الشمري، حيدر حمودي علي، 2017)، وتمثل المالية السلوكية في ذلك الاتجاه الجديد في علم المالية و الذي يحاول إعطاء تفسير لحالات التشوه الملاحظ في الأسواق المالية، و ذلك عند ملاحظة أن أسعار الأصول المالية في السوق تتحدد بعيداً عن افتراضات النظرية المالية التقليدية (نظرية كفاءة الأسواق المالية)، وذلك نتيجة ممارسات وسلوكيات الأفراد في الأسواق المالية والمنشآت المصدرة للأصول المالية على حد سواء. (بن زايد مبارك، بن زايد عبد الوهاب، 2017)، كما تعتبر المالية السلوكية فرع من فروع الاقتصاد السلوكي، ويعد هذا الأخير منهج حديث من مناهج التحليل الاقتصادي الذي يدمج التبصر السيكولوجي بسلوكيات الأفراد، بغية وصف وتحليل السوق وإعطاء نتائج تتفق بدرجة أكبر من الواقع. (عبد الرحمان بن سانية وآخرون، 2017).

الشكل رقم (01): مفهوم المالية السلوكية



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على المرجع الآتي:  
(حسن شاكر الشمري، حيدر حمودي علي، 2018).

انطلاقاً من الشكل رقم (01) يمكن الوصول إلى بناء مفهوم عام للمالية السلوكية على أنه علم يوضح التصرفات غير العقلانية في السلوك المالي للمستثمر في الأسواق المالية وذلك بدمج النظريات المالية والاقتصادية التقليدية مع النظريات المتعلقة بدراسة السلوك النفسي للأفراد في علم النفس.

## 3. أسباب ظهور المالية السلوكية وتطورها التاريخي

1.3. أسباب ظهور المالية السلوكية ونشأتها: تعتبر كل من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ونظرية المراجعة APT من النماذج الكمية التي ظهرت في إطار نظرية الكفاءة التي تدعم التوقعات العقلانية، حيث أكدت العديد من الدراسات أن

أسواق رأس المال تعرف العديد من التشوهات التي أثبتت وجود ضعف وقصور في نظرية الكفاءة (كأثر بداية ونهاية الأسبوع، أثر الحجم، أثر إضافة ورقة مالية جديدة إلى مؤشر السوق...)، كما أنها لم تتمكن من تفسير هذه التشوهات، إضافة إلى عدم قدرتها على تفسير سلوك المتعاملين (المستثمرين)، وهي الدافع الذي حفز الإقتصاديين على البحث عن تيار جديد يكون قادر على تفسير هذه التشوهات من جهة وإيجاد حلول لها من جهة ثانية، وتمثل هذا التيار في المالية السلوكية، وتعد هذه الأخيرة كمجال للدراسات الأكاديمية في الولايات المتحدة الأمريكية مع بداية سنة 1980 كمساهمة أولى لمجموعة من الأساتذة المختصين في المالية والمهتمين بدراسة سلوك المستثمرين وحركية السوق نذكر منهم Thaler, Shiller, Shefrin، بالتعاون مع باحثين في علم النفس أهمهم Kahneman وTversky المختصين في دراسة سلوك الفرد في ظل وجود الخطر، حيث قاما بتفسير سلوك المستثمرين عند تقييم المخاطر في ظل حالات عدم التأكد. وعليه فإن المالية السلوكية تنطلق من ملاحظة ما يحدث في سوق المال من إختلالات، ثم تحاول تفسيرها ومحاولة نمذجتها من منظور سلوكي.

جذب هذا الحقل المعرفي الحديث، إهتمام باحثين آخرين منهم Andrei Shleifer، ويشترك هؤلاء الباحثون في وصفهم للمالية السلوكية على أنها حقل معرفي يقوم على توظيف نتائج أبحاث علم النفس الخاصة بالسلوك الإستثماري للأفراد لأغراض فهم وتفسير سلوك الأسعار في الأسواق المالية، والتحيزات والتشوهات التي تكتنفها، ودور القوى النفسية في إحداثها، كما تبحث عن أنجع السبل لتفاديها. وقد أشار "أندي أورليان" في مقاله 2004 إلى أن مصطلح التشوهات يستعمل للدلالة على بعض الوضعيات التي يلاحظ فيها خرق لنظرية الكفاءة، كما عرفها "أكتاس" بأنها فروق معتبرة ومستمرة بين العوائد الملاحظة والعوائد النظرية المحسوبة بالاعتماد على نموذج CAPM. وترتبط هذه التشوهات بوجود علاقة إرتباط بين الحالة المزاجية للمستثمرين بسبب الطقس، العمل، المناسبات... الخ، لذا فإن السؤال هو ما إذا كانت هناك إختلافات يمكن أن تؤدي للتأثير على التوازن وعلى طريقة تقييم الأسهم المدرجة في السوق؟، لذلك فإن الأخذ بعين الإعتبار تكاليف المعاملات، الضرائب الاحتكاكات في عملية التداول يساعد كثيرا في فهم الحالات الشاذة في معدلات عوائد الأسهم. (برارمة ريمة، حاج صحراوي حمودي، 2017).

**2.3. التطور التاريخي للمالية السلوكية:** عند تتبع التاريخ لموضوع المالية السلوكية يتبين لنا انه ليس حديث عهد في تاريخ المالية، فقد حاول تقديمه كمنهج علمي في أكثر من حقبة تاريخية لكنه لم يجد القبول العلمي لإفتقاره إلى النموذج العلمي لوصف سلوك الأفراد، فقد أشار Zola سنة 1891 في كتابه النقود الذي أوضح العلاقة بين السلوك والمالية، والذي ركز من خلاله على نوبات الهلع الجماعية التي تنتاب المستثمرين عند قدوم معلومات جديدة لم تكن سوى إشاعات لا أساس لها من الصحة، وفي سنة 1947 قدم كلا من Von Numen و Movgenstern نظريتهما المنفعة المتوقعة التي مثلت وصفا لسلوك الأفراد، فقامت النظرية على الإفتراض الآتي (يتمتع الأفراد بإدراك واضح، وهم واعون بتفضيلاتهم، ويقومون في كل من الظروف بحساب دقيق للعوائد المالية المحتملة مقابل الخط المحتمل) وفي عقد الثمانيات بدأ التيار السلوكي بالظهور وقد تم الإعتراف به كتيار جديد منافس لنظرية السوق الكفؤة وبعدها قررت الأكاديمية الملكية للعلوم في السويد منح جائزة نوبل للإقتصاد لعالم النفس Daniel Kahneman والذي يعد أحد مؤسسي هذا التيار الجديد. (حسن شاكر الشمري، حيدر حمودي علي، 2018).

**4. فرضيات المالية السلوكية:** جاءت المالية السلوكية لأجل دراسة ما يشوب عملية اتخاذ القرار من سلوكيات غير عقلانية، وهي تقوم على فرضيتين أساسيتين هما:

1.4 **عدم رشادة المستثمرين:** تقرر المالية السلوكية بوجود ما يطلق عليهم "المستثمرين الجاهلين أو العامة" Noice traders والذين يعرفهم أندري أوليان في مقاله بأنهم أولئك المستثمرين الذين يقومون ببناء توقعاتهم بطريقة غير عقلانية سواء بالإعتماد على إشارات خاطئة أو بإتباع إستراتيجيات غير عقلانية على غرار أصحاب التحليل الفني.

2.4 **محدودية التحكيم:** ثبت أنصار الكفاءة عقلانية الأفراد بوجود فئة المحكمين التي تلغي أثر المستثمرين غير العقلانيين، إلا أن الواقع أثبت بأن سلوكيات هذا النوع الأخير ليست عشوائية وإنما هي مرتبطة، إذ عوض أن تلغي أثر بعضها البعض كما كان يعتقد نجد أنها تتراكم في نفس الإتجاه بفعل التقليد (سلوك القطيع)، مكونة بذلك اتجاهها سعرياً، كما لوحظ أيضاً بأن عملية التحكيم تصاحبها في الواقع عدة أخطار تجعلها محدودة الأثر على غرار خطر السيولة، فقد لا يمتلك المحكمون السيولة اللازمة لشراء الأوراق المالية والعودة بالأسعار إلى مستواها الحقيقي، وقد يدفعهم إلى الإقتراض وما يرتبط به من أخطار، إلى جانب الخطر التنافسي الذي قد يؤدي بالمحكم إلى تحمل عدة خسائر عند معاكسته للإتجاه السعري في الوقت الذي يحقق فيه جميع المستثمرين، الذين ساروا مع التيار عدة أرباح مما قد يخرجهم من السوق. (صفية صديقي وآخرون، 2015).

#### 5. أهم نماذج المالية السلوكية والتقليدية

##### 1.5 نماذج النظرية المالية التقليدية بالتركيز على أهمية نماذج تسعير الأصول المالية:

عرف Eugene FAMA السوق الكفؤة بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت الأوراق، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأوراق المالية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على أداء الشركة والقيمة السوقية لأوراقها المالية. وينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل في الأسعار بسرعة بما يعكس ما تحمله المعلومات الجديدة من أنباء سارة أو غير سارة، بعد قيام المستثمرين بتقييم كل المعلومات، حيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول إلى نتائج بخصوص سعر السهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتيجة وحصول كافة المستثمرين عليها. (يوسف مسعداوي، 2014).

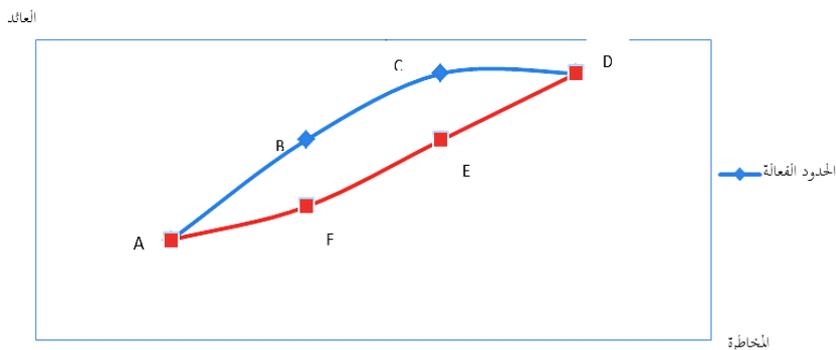
##### 2.1.5 نظرية ماركويتز 1954: تقوم نظرية ماركويتز على بعض المفاهيم الأساسية التي سيتم توضيحها فيما يلي:

- **توزيع وارتباط الاستثمارات ومفهوم المخاطر السوقية:** منذ القرن الثامن عشر اشتهر سانشو بانشا بمقولته "إنه من غير الحكمة أن يجمع إنسان عاقل كل البيض في سلة واحدة، والذي يمكن التعبير عنه بصورة أخرى بأن التوزيع يقلل المخاطر. يرى ماركويتز بأنه وبسبب الأثار المتداخلة للاقتصاد العالمي، ترتبط المخاطر المتعلقة بالإستثمارات إلى درجة معينة، بالتالي فإن قيام المستثمرين بتوزيع استثماراتهم على أصول رأسمالية مختلفة متنوعة سوف لن يعدم المخاطر المتعلقة بها وذلك بسبب ارتباطها ببعضها إلى درجة معينة، حيث يستطرد ماركويتز ويقول " إن الفرضية التي تقول بأن قانون الأعداد الكبيرة يمكن تطبيقها على محفظة من الأصول الرأسمالية غير مقبولة، وذلك بسبب ارتباط عوائد هذه الأصول بعضها ببعض، أي أن التوزيع قد يخفف المخاطر ولا يمكن أن يقلل المخاطر إلى العدم".
- **مفهوم الحدود الفعالة للمحافظ الاستثمارية لدى ماركويتز:** انطلق ماركويتز من المفاهيم السابقة ليصل إلى المفهوم الرئيسي الذي بنى نموذجه عليه وهو ما يدعى "الحدود الفعالة للمحافظ الإستثمارية"، فإنطلاقاً من مفهوم الإرتباط بين عوائد الأصول المالية وأثر توزيع الإستثمارات بين أصول مختلفة، رأى ماركويتز بأن الإرتباط غير التام بين عوائد الأصول

سوف يؤثر على قرار المستثمرين بالمفاضلة بين رغبتهم بتحقيق عوائد أكثر على حساب مستويات مختلفة من المخاطر المرتبطة بهذه الإستثمارات. فبافتراض قيام أحد المستثمرين بالإستثمار بأصلين ماليين لديهما نفس العوائد والمخاطر المرتبطة بكل منهما والمتمثلة بالإنحراف المعياري لعوائد الأسهم عن متوسطاتها، فإن عائد الإستثمار يمكن قياسه بالمتوسط المرجح لعوائد الأصول المستثمر بها والتي يمكن استبدالها فيما بينها مع الحفاظ على نفس العائد للإستثمار ولكن مخاطر الإستثمار سوف تكون أقل من مخاطر الإستثمار في كل أصل من الأصول، وذلك لأن توزيع الإستثمارات يقود إلى تقليل المخاطر المرتبطة بالإستثمار كاملاً دون التضحية بعوائد هذه الإستثمارات، الأمر الذي يقود إلى إمكانية تشكيل العديد من المحافظ الإستثمارية من خلال الإستثمار ونسب متفاوتة في أصول متاحة تحقق نفس العائد لهذه المحافظ ولكن بنسب مخاطرة مختلفة، أو إلى إمكانية تشكيل محافظ إستثمارية تملك نفس نسب المخاطرة ولكن بعوائد إستثمارية مختلفة للمحافظ. وهكذا صاغ ماركويتز مفهوم الحدود الفعالة لكل مستوى من مستويات العوائد المتوقعة للمحافظ الإستثمارية والتي تمثل المحافظ الإستثمارية التي تعمل على تعظيم العوائد المتوقعة بأقل مستوى مخاطرة ممكن، أو يمكن القول بأنه ولكل مستوى من مستويات المخاطرة، يمكن تشكيل محافظ إستثمارية بنسب متفاوتة من الأصول والتي تحقق أعلى مستوى عائد متوقع للمحافظ أي أن الحدود الفعالة للمحافظ الإستثمارية تتكون من مجموعة المحافظ الإستثمارية المثالية والتي يكون للمستثمر إمكانية الإستثمار فيها بحسب درجة المخاطرة التي يمكن أن يقبلها.

يمثل الشكل رقم (02) المنحنى (A,B,C,D,E,F) مجموعة من المحافظ الإستثمارية المتاحة للمستثمر، حيث يلاحظ بأن المحفظة (F) والمحفظة (B) يقعان عند نفس المستوى من المخاطرة كما هي الحال بالنسبة للمحافظ (E) و (C)، وبالتالي وكون المستثمر العقلاني يميل إلى تجنب المخاطرة وتعظيم الإنفاق على الإستثمار، فإن المحفظة (B) تعبر عن المحفظة التي تحقق أعلى عائد ممكن عند نفس مستوى درجة المخاطرة، وبنفس المنطق فإن المنحنى (A, B, C, D) يعبر عن كافة المحافظ الإستثمارية المتاحة التي تحقق أعلى عائد ممكن عند كافة مستويات المخاطرة والتي أطلق عليها ماركويتز "منحنى الحدود الفعالة". (بهاء غازي عرنوق، 2015).

الشكل رقم (02): منحنى الحدود الفعالة



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على المرجع الآتي:

(بهاء غازي عرنوق، 2015).

وقد اعتمد هاري ماركويتز عند بناء نموذج على الافتراضات الآتية :

- إن مخاطر المحفظة الإستثمارية تقوم على أساس التغيرات في عوائد مكونات هذه المحفظة الإستثمارية.
- يسعى المستثمر بطبيعته إلى تجنب المخاطرة.
- يفضل المستثمر زيادة الإنفاق وخاصة على الإستثمار.
- إن منحى المنفعة للمستثمر مقعرة ومتزايدة دائماً، وذلك نتيجة سعي المستثمر لتجنب المخاطر مقابل زيادة الإنفاق على الإستثمار.
- إن هذا النموذج يعتمد على تحليل فترة واحدة من الإستثمار.
- إن المستثمر عادة ما يسعى إلى تعظيم عوائد محفظته الإستثمارية عند مستوى معين من المخاطرة، أو يسعى إلى تعظيم عوائده عند أقل مستوى ممكن من المخاطرة.
- إن المستثمر هو عقلاني بطبيعته. (بهاء غازي عرنوق، 2015).

3.1.5. نموذج تسعير الأصول المالية CAPM: لقد خطت نظريات التمويل والإستثمار خطوات كبيرة خلال العقود الماضية، نحو كيفية التعامل مع المخاطر Risk عند اختيار الإستثمارات المناسبة. فخلال هذه الفترة الزمنية أجريت العديد من الدراسات للتوصل إلى نماذج كمية تحدد المقياس الملائم لمخاطر أي أصل استثماري Capital Asset. وقد كان ماركويتز (Markowitz 1952) أول من ناقش مفهوم المخاطر Risk وارتباطها بتقلبات العائد، واقترح كنتيجة لهذه العلاقة وسيلة لقياس المخاطر تمثلت بالإنحراف المعياري. وبعدها نادى في عام 1959 بضرورة ربط المخاطر بالعائد بحيث يتم اختيار الإستثمارات ذات المخاطر الأقل في حالة تساوي عوائدها.

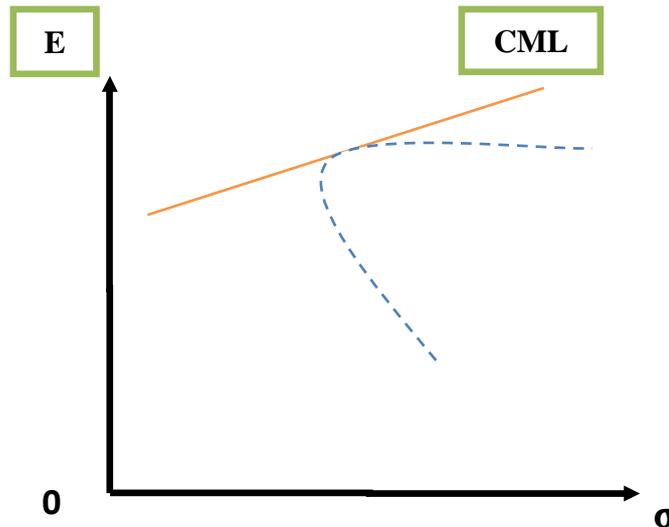
وقد طورت فكرة ماركويتز من قبل شارب (Sharpe 1964) حيث أضاف افتراضه بإمكانية المستثمر الإقتراض بمعدل عائد يساوي المعدل الخالي من المخاطر وهي الأذونات الحكومية وشهادات الإيداع. وبعدها طورت الفكرة من قبل عدد من الباحثين 1965 Lintner، 1966 Mossin، 1972 Hamada حيث توصلوا بالنهاية إلى نموذج يعرف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model) والذي يمكن استخدامه ليس في سوق الأوراق المالية فقط وإنما في تقييم جميع الأصول الإستثمارية على اختلاف أنواعها وأصبح يعرف هذا النموذج بأنه نظرية للموازنة بين العائد والمخاطر. (قاسم نليف علوانن، ابراهيم محمد الزعلوك، 2005). حيث بني نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عدة افتراضات Assumptions حول المستثمرين وفرص المحفظة يمكن إجمالها بالآتي:

- يتجنب المستثمرون المخاطرة لذلك فإنهم يختارون الاستثمارات ذات المخاطر المنخفضة.
- يمكن تقسيم الموجودات الفردية (الأوراق المالية) بصورة غير محدد هذا يعني أن المستثمر يستطيع شراء أي كمية من الأسهم التي يرغب فيها.
- هناك معدل خال من المخاطرة يستطيع المستثمرون من خلاله الإقراض والإقتراض للأموال.
- عدم وجود ضرائب أو تكاليف للمعاملات المالية.
- الفترة الزمنية هي واحدة لعموم المستثمرين.
- معدل العائد الخالي من المخاطرة واحد.

- المعلومات مجانية ومتاحة لجميع المستثمرين.
- تجانس توقعات المستثمرين هذا يعني أن جميع المستثمرين يتوقعون نفس العائد المتوقع للانحراف المعياري والتباين المشترك للإستثمارات.

بالرغم من هذه الافتراضات غير الواقعية فقط خضع معظمها لتغيرات طفيفة من دون التأثير على الخواص الأصلية لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. كما الافتراضات الأربعة الأخيرة قد أضيفت من قبل شارب والكسندر. وبالعودة إلى فرضية تجانس التوقعات، يمكن القول بأن جميع المستثمرين سيصلون إلى اكتشاف ومعرفة المحفظة المثلى غير أن التوزيع بينها وبين الأصول بدون مخاطر سيرتبط بموقف كل مستثمر من الخطر، وعليه فإن محافظ جميع المستثمرين ستضم جميع الأوراق المالية الخطرة (في الشق الخاص بالمحفظة الكفؤة) وبنفس النسب (في المحفظة الخطرة)، إذن فلا بد أن تكون هذه الأوراق مرجحة حسب رسمتها البورصية، وهذا ما يثبت أن المحفظة المثلى ليست إلا محفظة السوق وهذا التطابق ليس في واقع الأمر إلا نتيجة للتوازن الحاصل في سوق المال بين العرض والطلب. فمن جانب العرض، تشكل جميع الأوراق المالية المتداولة في السوق "محفظة السوق" ومن جانب الطلب يحوز جميع المستثمرين على المحفظة المثلى. (محمد علي ابراهيم العامري، 2010).

الشكل رقم (03): خط سوق رأس المال



المصدر: من إعداد الباحثين، بالإعتماد على المرجع:

(غازي فلاح المؤمني، 2009).

سعي الخط المبين في الشكل رقم (03) بخط السوق أو خط الاستثمار CML-CAPITAL MARKET LINE تتكون كل محفظة تقع على هذا الخط من نسبة  $X$  من محفظة السوق، وما تبقى أي  $(X-1)$  مخصصة للأصل بدون مخاطر، يقصد بخط سوق الأوراق المالية Securities Market Line بأنه الخط المستقيم الذي يوضح توازن العلاقة بين المخاطرة النظامية ومعدل العائد المتوقع للورقة المالية (السهم)، وطبقاً لهذا المفهوم فإن العائد الزائد على الموجودات ذات المخاطرة مساوياً إلى العائد الزائد على محفظة سوق الأوراق المالية مضروباً بمعامل بيتا السهم. (عدنان تايه النعيمي، أرشيد فؤاد التميمي، 2009). إن مردودية هذه المحفظة هي:

$$E [ R_{x.CML} ] = (1-x) r_f + x E[R_M]$$

$$= r_f + x [(E(R_M) - r_f)]$$

$$R_{x.CML} = x \sigma_{rm} \sigma$$

ويشمل نموذج CAPM على نوعين من العلاقات، وهي خط سوق رأس المال CML The Capital Market Line، والذي يوضح العلاقة التوازنية بين العائد المتوقع لمحفظه الأوراق المالية والخطر الكلي (منتظم وغير منتظم). خط سوق الأوراق المالية Sml The security Market Line، والذي يوضح العلاقة بين العائد المتوقع للسهم الواحد والخط المنتظم (خطر السوق). علاقة النموذج كالتالي: (محمد علي ابراهيم العامري، 2010).

$$\text{Rate of Required Return} = R_f + (E_{RM} - R_f) \beta$$

يتبين من هذه المعادلة بأن هذا النموذج يتكون من جزئين هما:

معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطرة  $R_f$ ، وعلاوة المخاطرة Risk Premium التي تساوي  $\beta (E_{RM} - R_f)$ ، ويمثل الجزء  $(E_{RM} - R_f)$  علاوة مخاطرة السوق ويسمى أيضا بسعر المخاطرة Risk Price.

أما معامل  $\beta$  فهو معامل المخاطر النظامية، وبناء على ما تقدم فإن استخدام هذه المعادلة يتطلب التقدير أو الحساب لثلاثة معالم أو مؤشرات هي: معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطرة  $R_f$ ، والذي عادة ما يكون مساويا لمعدل الفائدة على حوالات الخزينة التي لا تزيد مدة استحقاقها عن سنة (Short-term Treasury Bills Rate) وهذا ما تدعو إليه النظرية المالية. ومتوسط معدل العائد لمحفظه السوق  $E_{RM}$  وكذلك معامل بيتا  $\beta$  (المعامل للمخاطرة النظامية).

**4.1.5. نظرية التسعير المرجح APT:** الإمتداد المعرفي الآخر الذي حصل في نظرية المحفظه هو النظرية أو النموذج البديل لتقييم أو تسعير العائد على الموجودات والذي يطلق عليه نظرية التسعير المرجح APT Arbitrage Pricing Theory، ويعد هذا النموذج في أدبيات الإدارة المالية المعاصرة أحد النموذجين الرئيسيين لنظرية التوازن ويعد روس Ross عام 1976، الأساس لهذا النموذج، إذ افترض روس أن معدل عائد محفظه السوق ليس هو العامل الوحيد. ويفترض نموذج APT الافتراضات الثلاثة الآتية:

- الأسواق المالية هي أسواق منافسة تامة.
- يفضل المستثمرون دائما مزيد من الثروة على أن تكون أقل في حال عدم التأكد.
- يمكن أن يعبر عن عوائد الموجودات كدالة خطية لمجموعة عوامل المخاطرة. (محمد علي ابراهيم العامري، 2010).

**2.5. تحليل الآراء المعارضة لنظريات المالية التقليدية:** تعرضت مختلف نظريات المالية التقليدية لانتقادات عديدة نذكر منها:

**1.2.5. انتقادات رول Roll:** في العام 1977 قدم Roll ورقة شهيرة وجه من خلالها انتقادات مهمة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وقد مثلت هذه الانتقادات تحديا مهما للنموذج، وهو ما أصبح يعرف في أدبيات النظرية المالية بانتقادات رول، وبحسبه:

- هناك فرضية واحدة فقط قابلة للاختبار، وهي أن محفظة السوق ذات كفاءة من حيث الوسط – التباين وجميع تطبيقات النموذج الأخرى، وبالتحديد العلاقة الخطية بين العوائد المتوقعة وقيم بيتا هي تابعة لكفاءة محفظة السوق، وغير قابلة للاختبار بشكل مستقل؛
- إن الاختبارات تتم باستخدام عينة من بيانات السوق، ويتم تقدير قيم بيتا من خلال علاقة عوائد الأسهم مع عوائد محفظة السوق المفترضة، وعند اختبار خطية العلاقة بين قيم بيتا المقدرة فإنه يتم استخدام بيانات نفس العينة، وهذا يعني أن العلاقة خطية بغض النظر عن مدى كفاءة محفظة السوق الحقيقية؛
- إن استخدام ممثل لمحفظة السوق (Proxy) يخضع لصعوبتين، أولهما أن المحفظة الممثلة بحد ذاتها قد يكون له كفاءة وسط – تباين، في حين أن محفظة السوق الحقيقية ليس لها مثل هذه الكفاءة، وثانيهما أنه قد يتم اختيار محفظة غير ذات كفاءة لتمثيل محفظة السوق.
- وتتخلص الفكرة الأساسية في هذه الانتقادات أنه لا يمكن اختبار نموذج CAPM ما لم يتم تحديد محفظة السوق بشكل دقيق، ولا يمكن الاعتماد على محفظة بديلة كممثل لمحفظة السوق التي تحتوي على كل الأصول الاستثمارية. (سليمة حشايشي، 2018).

### 2.2.5. الانتقادات الموجبة لنموذج التسعير بالمراجعة : الانتقادات الموجبة لنموذج التسعير بالمراجعة :

- اعتمادها على عدد قليل من الفرضيات الموضوعية عكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية؛
- سهولة تطبيقها من ناحية العملية، وكذلك اعتمادها على عدة عوامل في تفسير عائدات الأصول المالية الفردية بدلا من عامل واحد كما يفترض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وهو محفظة السوق.
- إلا أنها لا تخلو من الإنتقادات ولعل أهمها هو عدم تحديدها للعوامل المؤثرة على عائدات الأسهم وكذلك أوزانها النسبية. (سليمة حشايشي، 2018).

### 3.5. تحليل نماذج المالية السلوكية:

- 1.3.5. نموذج ROY 1952: ويعرف هذا النموذج أيضا باسم نموذج المستوى الأدنى للعائد، طور من طرف روي سنة 1952، يركز هذا النموذج لاختيار المحفظة الاستثمارية على فكرة أساسية مفادها أن كل مستثمر يراعى عدم انخفاض ثروته عن مستوى معين يطلق عليه الحد الأدنى للعائد وبالتالي فهو يهدف وفقا لهذه النظرية إلى تدنية احتمال تحقيق ثروة أقل من المستوى الأدنى للعائد. (سليمة حشايشي، 2018).

بمعنى :

$$P (Y \leq S)$$

حيث:

Y: يمثل حجم الثروة النهائية المتأتية من الاستثمار في المحفظة X.

S: للعائد الأدنى الحد.

وبالتالي فإن روي يعتبر أول من استخدم الانحرافات السالبة بالنسبة لمؤشر مرجعي، من أجل قياس المخاطرة. إن من مآخذ هذا النموذج هو أن روي لم يحدد ما الذي يجب فعله بالثروة المتبقية في حالة تجاوز الثروة الحد الأدنى للعائد بمعنى:

$$(Y > S)$$

2.3.5. نموذج Arzac & Bawa 1977: من أجل تدارك نقطة ضعف نموذج Roy قدم كل من Arzac & Bawa هذا النموذج سنة 1977 حيث أضافا من خلاله معيارا آخر يسهل عملية المفاضلة بين المحافظ في حالة تساوي احتمالات العوائد. هذا النموذج مقدر بالمعادلة التالية:

$$\text{Max } (\pi, \mu)$$

حيث:

$$\pi = I - p \text{ (Y} \leq S) \leq \alpha$$

$$\pi = I - p \text{ إذا لم تتحقق المعادلة السابقة}$$

$$\mu = E(y) \text{ مع}$$

حيث:

$\mu$ : ويساوي النهائية الثروة توقع يمثل  $E(y)$ ؛

$S$ : يمثل الحد الأدنى للعائد؛

$\alpha$ : يمثل احتمال الإفلاس.

3.3.5. نظرية الإحتمال 1977: تم تصميم نظرية الاحتمال من قبل عالمي النفس "D. Kahneman" و "A. Tversky" وذلك عام 1979، أين وضحا أن المستثمرين يتمكون نظرية المنفعة المتوقعة بصورة منهجية، ولقد تم تطوير هذه النظرية لكي يتمكن المستثمرين من إدارة المخاطر وعدم اليقين، وهي في جوهرها تفسر عدم الانتظام الواضح في السلوك البشري عند تقييم المخاطر في ظل عدم اليقين، وتمر نظرية الاحتمال بمرحلتين: المرحلة المبكرة من التأطير (أو التحرير) والمرحلة اللاحقة من التقييم.

ترى نظرية المنفعة المتوقعة أن المستثمرين دائمي النفور من المخاطرة وذلك على عكس نظرية الاحتمال التي ترى بأن المستثمرين ليسوا دائمي النفور من المخاطرة، بل هم يكرهون المخاطرة في الأرباح لكنهم محتجزون المخاطر في الخسائر، وتتأثر قراراتهم بما يعرف بـ "تأثير التأطير" ويشير هذا الأخير إلى الطريقة التي صاغت نفس المشكلة بطرق مختلفة وعرضها على صناع القرار، وتتجلى انعكاسات هذا المنهج في التفضيل عندما يتم تقديم نفس المشكلة بطرق مختلفة.

تعتبر الصياغة الرياضية لنظرية الاحتمال البديل لنظرية القيمة المتوقعة، فهي تقوم بالاختيار بين البدائل المتاحة من خلال "الأوزان" بدلاً من "الاحتمالات" و"دالة القيمة" بدلاً من "دالة المنفعة" المستخدمة في نظرية المنفعة المتوقعة، وعليه فإن نظرية الاحتمال تقوم على مبدئين: دالة القيمة والأوزان. (- موسى بن منصور، سهام مانع، 2016).  
يكون نموذج Tversky & Kahneman معطى من خلال المعادلة:

$$V(a) = \sum [V(u(x))] [\pi(p(x))]$$

حيث:

$V(a)$ : دالة الإحتمال.

$\pi(\dots)$ : الأوزان (دالة الترجيح)

$p$ : الاحتمالات

$u$ : المنفعة دالة.

Xi: البدائل المتاحة.

تبعاً لهذه النظرية فإن المستثمر يكون متجنباً للمخاطر عندما يتعلق بالأرباح، وفي حالة الخسارة يكون باحثاً عن المخاطرة بسبب خوفه الشديد من الخسارة، ويطلق على هذه الحالة أثر التصرف، أي يتصرف المستثمر بشكل مختلف حينما يواجه احتمالات الأرباح الخسائر.

**4.3.5. نموذج Lopez 1987:** حاولت Lopez من خلال هذا النموذج إدراج العوامل النفسية من أجل تفسير سلوك المستثمرين ضد المخاطرة، وبالتالي فهو نموذج جاء على غرار نموذج Tversky & Kahneman كنظرية لاتخاذ القرار، وليس كنموذج لبناء المحفظة كما أتى به Roy 1952 و Arzac & Bawa 1977. (صفحة صديقي وآخرون، 2015). ترى Lopez من خلال هذا النموذج أن ما يتحكم في اتخاذ قرارات المستثمرين هما الخوف والأمل، وبناء على هذين العنصرين قامت بصياغة ثلاثة عناصر أساسية يقوم عليها هذا النموذج تتمثل في: الخوف من عدم تأمين حد أدنى من الأمان Security ويرمز له بالرمز S، بمعنى الخوف من عدم تحقيق حد أدنى من الثروة، هذا السلوك يكون مقروناً بالرغبة في الحصول على مستويات عالية من الثروة Potential ويرمز له بالرمز P، وتكون هذه الرغبة مقرونة بالتطلع Aspiration ويرمز لها بالرمز A، والذي يقصد به سعي المستثمر إلى تحقيق ما يأمل له من مستويات مرتفعة للثروة. ولهذا يطلق عليه نموذج SP/A، حسب Lopez فإن الخوف والأمل يؤثران على الأوزان النسبية التي يتم إسنادها للاحتتمالات، فإذا كان لدينا n حالة يقابلها احتمال الحصول على الثروة Pi. (صفحة صديقي وآخرون، 2015). حيث:

$$P_i = \text{prob} \{W_i\}$$

$$i = 1, 2, \dots, n$$

وحيث أن الثروات تكون مرتبة على النحو التالي:

$$W_1 < W_2 < \dots < W_n$$

يعمل كل من الخوف والأمل على تشويه الاحتمالات، فالخوف يجعل الأفراد يقومون بحساب قيمة الثروة المتوقعة  $E(w)$  باستعمال قيمة  $P_i$  أعلى بكثير من قيمة  $P_n$  وهذا ما يعكس توقعهم لانخفاض ثروتهم في المستقبل، والعكس بالنسبة للأمل الذي يجعل المستثمرين يقومون بحساب  $E(w)$  باستعمال قيمة  $P_i$  أقل بكثير من قيمة  $P_n$  مما يعكس تفاؤلهم وتوقعهم لارتفاع ثروتهم في المستقبل، ويؤثر الخوف أساساً على جانب الأمان في حين يؤثر الأمل على القدرة.

**5.3.5. نظرية المحفظة السلوكية BPT (2000) Shefrin & Statman:** تبلورت المحفظة السلوكية بشكل تدريجي بالاعتماد على جميع الأعمال والنماذج السابقة، خصوصاً منها نموذج ROY الذي أخذ منه مفهوم المستوى الأدنى للعائد، ونموذج Lopez الذي أخذ منه مفهوم تشويه الاحتمالات، وتقوم هذه النظرية على ثلاثة أسس محورية هي:

- السلامة أولاً: حيث كان ROY هو أول من قدم هذا المفهوم سنة 1952، وانطلاقاً منه فإن أي مستثمر لن يقبل بمستوى عائد أقل من المستوى الأدنى، والذي تمثل الحد الأدنى من الثروة التي يقبل بها. هذا المفهوم طور فيما بعد عن طريق Telser سنة 1955، بإضافة متغير آخر هو احتمال الإفلاس، ثم جاء بعده نموذج Arzac & Bawa ليضيفاً معيار آخر للمفاضلة وهو تعظيم الثروة النهائية.

- تشويه الإحتمالات: النقطة المهمة الثانية التي يقوم عليها نموذج BPT هي تشويه الاحتمالات، إذ تمت ملاحظة أن الأفراد يبالغون في تقدير بعض الأحداث ضعيفة الاحتمالات، ولا يقومون بتقدير صحيح للأحداث الأخرى، وهذا ما يفسر انتشار ونجاح المنتجات المالية التي تعتمد عوائدها على الحظ والمغامرة كاليانصيب، وهذا النجاح غير قابل للتفسير في نظرية المنفعة المتوقعة التي يفترض أن الجميع يخشى الخطر.
- المحاسبة الذهنية: وهي النقطة الأساسية الثالثة التي حددت نجاح BPT، وهذا المفهوم قدمه Thaler سنة 1980، حيث لاحظ أن الأفراد يقسمون ثروتهم على حسابات مختلفة يقومون بتسييرها بشكل مستقل ولكل منها هدف مستقل، ولهذا يتم إهمال الارتباط الذي يوجد بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة. هذا السلوك يتماشى تماما مع ملاحظة كل Fridman & Savage سنة 1948، حيث لاحظا قيام الأفراد بشراء عقود التأمين، وفي الوقت ذاته المقامرة بشراء أوراق يانصيب، فعقد التأمين ينتمي إلى الحساب الذي يهدف إلى ضمان حد أدنى من الثروة، في حين أن ورقة اليانصيب تنتمي إلى الحساب الذي يهدف إلى تحقيق مستوى مرتفع من الثروة.

### 6. تحليل الآراء المعارضة والمؤيدة للمالية السلوكية:

1.6. تحليل الآراء المعارضة للمالية السلوكية: الناقد الأبرز للمالية السلوكية هو Eugene Fama مؤسس فرضية كفاءة الأسواق المالية والمدافع عنها، الذي يرى أنه على الرغم من وجود بعض الحالات الشاذة التي لا يمكن تفسيرها اعتمادا على فرضية كفاءة الأسواق المالية إلا أنه لا ينبغي التخلي عنها تماما لصالح المالية السلوكية. في حين أنه يجد أن العديد من الحالات الشاذة الموجودة في النظريات التقليدية يمكن اعتبارها أحداثا لفرص قصيرة الأجل التي تصحح في الأخير مع مرور الوقت. في بحثه سنة 1998 المعنون " الأسواق الفعالة، عوائد طويلة الأجل والمالية السلوكية"، يقول أن العديد من النتائج في المالية السلوكية يبدو أنها تتعارض مع بعضها البعض، وأن المالية السلوكية ذات نفسها تبدوا بأنها جمع لحالات الشاذة التي من الممكن أن تفسر من قبل فرضية كفاءة الأسواق المالية. وفي النقاط الموالية سنلخص مختلف الإنتقادات الموجهة لنظرية المالية السلوكية:

- منتقدي المالية السلوكية، يرون أن المالية السلوكية هي جمع للحالات الشاذة أكثر منها فرع للمالية.
- يركز منتقدي الإقتصاد السلوكي عادة على العقلانية للمتعاملين الاقتصاديين، ويؤكدون أن السلوك الملاحظ تجريبيا هو غير قابل للتطبيق على أوضاع السوق.
- الإقتصاديين التقليديين شككوا أيضا في الدراسات التجريبية وتقنيات الدراسة التطبيقية، التي تستخدم بكثرة في الإقتصاد السلوكي.
- أستاذ المالية Eugene Fama، يقول أن الأدلة التجريبية هي ضعيفة، ليس لهم خلفية نظرية متجانسة وبدونها لا وجود للمالية السلوكية، حتى وإن وجدنا بعض الأمور التي تعوض نظرية كفاءة الأسواق المالية مع منهجية نظرية بديلة، فهذا لا يعني أي شيء. (سحنون مريم، 2016).

2.6. تحليل الآراء المؤيدة للمالية السلوكية: فاما وغيره من الباحثين الذين يناصرون فرضية كفاءة الأسواق المالية انتقدوا نظرية المالية السلوكية كما ذكر سابقا، ومؤيدي نظرية المالية السلوكية لهم آراء مغايرة ومختلفة سنعرضها في ما يلي:

علم النفس الإدراكي ، علم إتخاذ القرار، علم الأعصاب، هذه المجالات التي تهتم بها المالية السلوكية، تخلق انتقادا للمالية التقليدية، بينما هذه الإنتقادات تختلف، نجد أن لهم موضوعا واحدا، فمنتقدي المالية السلوكية يرون أنها ليست علمية كونها لا تملك نموذجا مهيمنًا ، فهي تستمد من علوم أخرى بأسلوب خاص ، وهي تركز على الظواهر العابرة والناشئة. (2001) Olsen يرى أن المالية السلوكية هي حاليا في مرحلة مبكرة فهي لا تزال في مرحلة علمية التي هي مشتركة ما بين جميع العلوم، على هذا النحو، فإنها تواجه نفس الإنتقادات القديمة التي واجهتها في السابق العديد من العلوم كالإقتصاد والجيولوجيا، والبيولوجيا وحتى الفيزياء قبل نيوتن. (2001) Olsen ينص على أن " العلم هو دراسة لتيار الذي ينطوي على منهج علمي " وبطريقة أدق ، الفرضيات يمكن أن تختبر ، بعض النظريات الأساسية تقترح أن المالية السلوكية لا يمكن أن تكون علمية والسبب هو ليس لها نموذج مهيمن ، غياب نظرية موحدة تنبع من الحاجتين الأساسيتين ، الأولى يجب أن يكون هناك إطار عمل واضح لضمان التجانس المنطقي والإتساق ، الثانية يجب أن يكون هناك إطار عام لإرشاد الباحث عن أجوبة الأسئلة التي نعتبرها مهمة، باحثين التاريخ يرون هذا كضرر للعلم كونه لا يشجع الأفكار المبتكرة. وحسبهم إن ما يسمى العلم " العادي" ("لديه نماذج مهيمنة)، أغلب العلوم الجديدة التي اعتبرت علم " غير عادي " (ليس لديهم نماذج مهيمنة) ، العديد من العلوم الجديدة حسبهم " غير عادية " على سبيل المثال ، الفيزياء قبل نيوتن ، البيولوجيا قبل داروين ، والكهرباء قبل فرانكلين كانت علوم غير عادية دون نماذج مهيمنة. وهذا لا يعني أن العلم الجيد لا يمكن أن يمارس في هذه المرحلة الغير عادية.

فيما يخص غياب نموذج السلوكي لتسعير الأصول المالية: (2000) Richard Thaler علق ' فيما يخص غياب النموذج السلوكي لتسعير الأصول المالية: أظن أن النموذجين CAPM متعادلين في الخسارة. نعلم من خلال عمل Fama وزميله Kenneth French أن CAPM العقلاني خاطئ، إذن لا أحد من الطرفين لديه نظرية كاملة . العديد من البحوث الحديثة حاولت تطوير سلوكيا الأسس النظرية لنموذج التسعير و بينما هي ليست الكلمة الأخيرة ، فهي أحسن من لا شيء " هذا التصريح في حد ذاته يمكن تقديمه لصالح المالية السلوكية وهو في آن واحد يسلط الضوء على الحاجة إلى تطوير الموضوع. من الواضح من خلال النقاش السابق، مدى أهمية تأثير العوامل السلوكية على عملة اتخاذ القرار للمستثمر، بقبول حقيقة أن المستثمرين ليسوا دائما عقلانيين وانهم عرضة لإنحيازات سلوكية نتيجة لمجموعة مختلفة من العوامل، تجبرنا على بذل المزيد من الجهود وتحليل هذه العوامل. إدراك هذه التحيزات ومعرفة كيفية تجاوزها هما عنصرين أساسيين لتحقيق القرار الأحسن. (سحنون مريم، 2016).

## 7. أهم التشوهات والتحيزات المؤثرة على سلوك المستثمر

1.7. الحالات الشاذة لكفاءة الأسواق المالية : قدم Eugene Fama 1970 فرضية السوق الكفاءة القائمة على أدلة تجريبية قوية محدثا بذلك ثورة في الدراسات المالية، كما ظهرت العديد من الدراسات التي هي على النقيض تماما 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 الإنحرافات سلوكاً يتناقض مع فرضية السوق الكفاء وعقلانية المستثمرين، لأن ظهور مثل هذه الانحرافات بصفة منتظمة وموثوقية 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 منها.

تُعتبر التشوهات عن الحالة التي يكون فيها أداء الأسهم مخالفاً لما جاءت به فرضية السوق الكفؤة، ويصف Tversky & Kahneman التشوهات في أسواق رأس المال بأنها انحراف عن النماذج المقبولة في الوقت الحاضر، وهي واسعة الانتشار بحيث لا يمكن تجاهلها، ومنظمة جدا بحيث لا يمكن وصفها بأنها خطأ عشوائي، وجوهريه جدا لئتم استيعابها عن طريق التخفيف من النظام المعياري.

هذا السلوك غير المفسر 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 والنماذج. (عبد الرحمان بن سانية وآخرون، 2017).

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

الجدول رقم (01): التشوهات السعريّة 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	بخصوصية المؤسسات التشوهات المتعلقة
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	
المؤسسات ذات رأس المال الصغير تحقق عوائد أكبر من تلك المؤسسات ذات رأس المال الكبير.	BANZ (1981)	أثر الحجم Size Effect	تشوهات أخرى
استمرار الأسهم الرابحة بالتفوق على بقية الأسهم، واستمرار الأسهم الخاسرة بنفس الأداء.	Jegadeesh & Titman (1993)	أثر الزخم Momentum Effect	
الأسهم الأقل عوائد في ثلاث إلى خمس سنوات	Debontd & Thaler	أثر الارتداد طويل	

الأجل Reversal and Momentum	(1985)	الماضية تميل إلى تحقيق عوائد أكبر في ثلاث إلى خمس سنوات المقبلة.
أثر الطقس Weather Effect	Hirshleifer & Shumway (2003)	الأيام التي طقسها جيد تكون فيها عوائد مرتفعة.
لعنة الفائز Winner's Curse	Richard Thriller (1988)	الفائز في المزاد غالباً هو الخاسر الحقيقي.

المصدر: (عبد الرحمان بن سانية وآخرون، 2017).

## 2.7. التحيزات السلوكية في الأسواق المالية:

### 1.2.7. التحيزات الإدراكية: تنتج التحيزات الإدراكية من التفكير الخاطئ، وذاكرة المستثمر بالإضافة إلى الجهل بطريقة الحساب

المتبعة وطريقة معالجة المعلومات ومن هذه التحيزات ما يلي:

- **تحيز الإفراط في الثقة:** تعرضت العديد من الدراسات إلى مفهوم الثقة المفرطة، وأكدت جميعها أن غالبية الأفراد يتمتعون بثقة مفرطة في قدراتهم على التحليل والتنبؤ، يؤدي هذا التحيز بهؤلاء الأفراد إلى المبالغة في تقديرهم لمعرفتهم، وبقدرتهم على السيطرة على الأحداث، وبالتالي تؤدي بهم إلى التساهل وتقليل حجم المخاطر.
- **تحيز الترسيع:** في الكثير من المواقف يضع الأفراد التقديرات عن طريق البدء من قيمة أولية ما وتعديلها لتوليد تقدير نهائي، نقطة البدء هذه عادة ما تكون نتيجة لمقارنة غير صحيحة، فيكون تكيف الواقعة الحالية مع الواقعة السابقة غير صحيح، وبالتالي فإن مفهوم الترسيع يعني أن المستثمرين يضعون في آذانهم بعض النقاط المرجعية، والتي قد تكون سعر قديم أو قيمة قديمة، ويتجاهلون كل الأوضاع الجديدة، حيث يميل الأفراد لا شعورياً إلى إبعاد جميع الأحداث والوقائع المخالفة لأفكارهم ومعتقداتهم ويتمسكون بالأفكار التي تؤكد مواقفهم وهذا ما يسبب حدوث الإنحرافات في الأسواق المالية.
- **تحيز المحافظة:** اقترحه للمرة الأولى Edwards 1968 يشير إلى أن سلوك الأفراد يميل إلى تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه خوفاً من التغيير، وهذا بسبب الخوف من اتخاذ قرارات غير سليمة، أو صعوبة اتخاذ القرارات عندما يتواجد عدد كبير من الخيارات الممكنة.
- **تحيز التأكيد:** ويقصد به أن الأفراد يعطون وزناً أكبر للمعلومات التي تؤكد وجهة نظرهم، وبالتالي يبقون يؤمنون بأفكارهم حتى وإن وردت معلومات جديدة وصحيحة تناقض أفكارهم.
- **سلوك القطيع:** نشأ مفهوم القطيع نتيجة عدم عقلانية ورشادة المستثمرين في السوق المالي، مما يجعل قراراتهم معتمدة ومتأثرة بقرارات المحيطين من المستثمرين سواء العقلانيين أو غير العقلانيين، وأيضاً على توقعات المستثمر نفسه والحالة النفسية له، وبالتالي فإن عامل القطيع يشير إلى قيام المستثمر بمحاكاة الآخرين وتقليدهم عند اتخاذ القرار الاستثماري داخل السوق المالي، وقد أشارت العديد من الأبحاث المنشورة إلى أثر عامل القطيع في تغيرات أسعار الأسهم وبالتالي التأثير في مصداقية نماذج تقييم الأصول المالية.

• **المحاسبة الذهنية:** يعتبر Thaler 1985 ، أول من عرف هذا التحيز الذي يظهر جليا في الأسواق المالية، ويشير المصطلح إلى مجموع العمليات الإدراكية التي يستخدمها الأفراد لتقسيم وتقييم ومتابعة الأنشطة الاستثمارية الخاصة بهم، حيث يوضع كل قرار استثماري في حساب ذهني مستقل . (سليمة حشايشي، 2018).

2.2.7. **التحيزات العاطفية أو الانفعالية:** تنتج التحيزات العاطفية Emotional Biases، عن الدوافع والحدس بالإضافة للمشاعر والعواطف، ومن أشكالها ما يلي:

- **تحيز التفاؤل:** هناك العديد من الدراسات التجريبية التي أيدت وجود تحيز التفاؤل المفرط عند المستثمرين في الأسواق المالية، مما يجعلهم يبالغون في تقدير قيمة الأصل الذي بحوزتهم إلى أكثر من قيمته الحقيقية.
- **تحيز الشعور بالندم:** الندم هو شعور ينتاب الإنسان عند اتخاذ قرار خاطئ، والسبب الرئيسي لهذا التحيز هو كره المستثمر للاعتراف بخطئه، فيلجأ إلى رفض بيع الأوراق المالية الخاسرة التي بحوزته والتي لا زالت أسعارها تتراجع بسبب عدم الرغبة بالاعتراف وتصحيح الخطأ في الوقت المناسب.
- **تحيز النفور من الخسارة:** تم اقتراح تحيز كره الخسائر من قبل Tversky & Kahneman، ويشير إلى أن شعور الأفراد بالأسف الشديد نتيجة التعرض لخسارة مبلغ معين، يعادل ضعفي فرحتهم بما حققوه من أرباح المبلغ ذاته، كما أن الأفراد يتجنبون المخاطر من أجل حماية الثروة الموجودة، لكن قد يتحملون المخاطر من أجل تجنب الخسائر. هذا السلوك غير العقلاني يمكن أن يؤدي إلى اتخاذ قرارات مالية خاطئة، فقد يمتنع الأفراد عن بيع الأسهم الخاسرة عند انخفاض أسعارها، محتفظين بها زمنا طويلا على أمل تجنب الخسائر الفعلية عند التخلص منها (سلوك البحث عن المخاطرة)، وبيع الأسهم الرابحة سريعا (سلوك تجنب المخاطرة) هذا السلوك يسبب مخاطر كبيرة على المحفظة الاستثمارية. (سليمة حشايشي، 2018).

#### 8. أهم الانحرافات المؤثرة على سلوك المستثمر:

1.8. **التأطير والمحاسبة العقلية:** يشير التأطير إلى الحالة التي تختلف فيها إجابات الأفراد على السؤال نفسه، وفقا لأسلوب طرح السؤال وإدراكهم له، وفي السياق يختلف قرار المستثمر بناءً على الطريقة التي تفرض أو تقدم الخيارات الاستثمارية. ويعزى الاختلاف في إجابات المستثمرين، وطريقة معالجتهم للمعلومات الواردة إليهم، إلى ما يسمى بالمحاسبة العقلية Mental Accounting .

2.8. **تجنب الغموض:** ينفر المستثمرون من الإستثمارات غير المؤكدة، والتي تكون توزيعاتها الإحتمالية غير معروفة، ويفضلون التعامل مع الحالات المألوفة، وربما يفسر ذلك ميل بعض الأفراد للإستثمار في الشركات التي يعملون فيها، أو في الشركات المحلية بدلا من التنوع الدولي.

3.8. **أثر التسوية:** يعرف Shefrin & Statman أثر التسوية على أنه الاتجاه لبيع الأوراق المالية التي ارتفعت قيمتها (حققت ربح)، والاحتفاظ بالأوراق المالية التي تراجع قيمتها حققت خسارة، فالمستثمر في حالة الربح نفور من الخطر (Risk Averse)، ولن يخاطر بالربح الذي حققه، لذلك يقوم بتسوية (تصفية) مركزه وجني الأرباح، بينما يصبح طالبا للخطر (Risk Seeking) في حالة الخسارة، فيحتفظ بالورقة المالية الخاسرة آملا في تحسن الوضع وتقليل خسارته. (أحمد حسن العلي، 2018).

#### 9. الخاتمة:

لقد ساهمت مختلف النظريات المالية التقليدية في تفسير الظواهر الحاصلة في الأسواق المالية، خاصة فيما يتعلق بتسعير الأصول المالية، غير أن تلك النظريات قد فشلت في تفسير ظواهر سلبية أخرى كان لها الدور الكبير في نشأة أزمات مالية متفاوتة الحدة، من هنا ظهر ما يعرف بنظرية المالية السلوكية التي كان لها دور كبير في تفسير الاضطرابات المالية التي عجزت عن تفسيرها النظريات المالية التقليدية، يتعلق الأمر بدراسة مدى تأثير الجانب النفسي والاجتماعي على السلوك المالي للمستثمر وعلاقتها باتخاذ قرارات الاستثمار في السوق المالية.

### 1.9. نتائج البحث:

1. لا يوجد تطابق بين بعض افتراضات النظرية المالية التقليدية، وخصوصاً نماذج تسعير الأصول المالية وبين الواقع العملي في الأسواق المالية.
2. فشلت مختلف النظريات المالية التقليدية وخصوصاً نماذج تسعير الأصول المالية في تفسير التشوهات السعرية للأسهم والسندات في سوق رأس المال.
3. تمكنت نظرية المالية السلوكية من تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية من خلال ربطها بالسلوك النفسي والاجتماعي للمستثمرين، وهذا ما يثبت صحة فرضية البحث.
4. بالرغم من الإيجابيات التي حققتها نظرية المالية السلوكية في تفسير كثير من الجوانب التي أهملتها النظريات الأخرى، إلا أنها تعرضت لعدة انتقادات ذات علاقة بوجود قصور في افتراضاتها، وكذلك احتياجها إلى أدلة واقعية بشكل أدق.

### 2.9. توصيات البحث:

1. قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الأصول المالية، يجب على المستثمرين صناعة قراراتهم بناء على المعلومات المالية للسوق ودراسة مختلف التشوهات المحتملة الحدوث، وكذلك تحليل ودراسة الجانب النفسي والاجتماعي بما يتوافق مع ما جاءت به النظرية المالية السلوكية.
2. ضرورة تطوير نماذج مالية وسلوكية ذات علاقة تكاملية، بهدف اكتشاف الأزمات المالية في سوق رأس المال والتقليل من حدتها.

### 10. قائمة المراجع:

- أحمد حسن العلي، دراسة سلوك المستثمر في سوق دمشق للأوراق المالية-دراسة ميدانية-، مجلة جامعة البعث، المجلد 40، العدد 26، دمشق، سوريا، 2018، ص 168-169.
- بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 03، العدد 01، بشار، الجزائر، 2017، ص 61.
- بهاء غازي عرنوق، أثر عوامل فاما وفرنش في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة (دراسة تطبيقية)، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق، سوريا، 2015، ص 62-63.
- برارمة ريمة، حاج صحراوي حمودي، محاولة قياس أثر التشوهات اليومية والموسمية على عوائد الأسهم في إطار نظرية المالية السلوكية-دراسة حالة سهم شركة بيجو خلال الفترة 2010-2016-، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 08، العدد 02، البلدة، الجزائر، 2017، ص 10-11.

- حسن شاكر الشمري، حيدر حمودي علي، نظرية المالية السلوكية كمدخل لإدارة المخاطر الفاعلة -دراسة استطلاعية لآراء عينة من العاملين في شركات الصناعة العراقية، مجلة المثلى للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 08، العدد 03، الكوفة، العراق، 2018، ص 61.
- يوسف مسعداوي، كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 42، العراق، 2014، ص 123.
- موسى بن منصور، سهام مانع، المالية السلوكية واستخداماتها في المؤسسة الاقتصادية الحديثة، الملتقى الدولي حول: التوجهات الحديثة للسياسة المالية للمؤسسة، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2016، ص 5.
- محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، (الأردن، إثراء للنشر والتوزيع، 2010)، ص 28-29.
- سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية-دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف01، سطيف، الجزائر، 2018، ص 61-62.
- سحنون مريم، السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة الأسواق المالية-محاولة لدراسة سلوك العوائد في سوق المحافظ المالية الأوروبية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: مالية دولية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016، ص 119.
- عبد الرحمان بن سانية وآخرون، الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، العدد 2، الأغواط، الجزائر، 2017، ص 1.
- عدنان تايه النعيمي، أرشيد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، (عمان، الأردن، دار اليازوري للنشر والتوزيع، 2009)، ص 97.
- صافية صديقي وآخرون، بناء محفظة الأوراق المالية في ظل المالية السلوكية -بالتطبيق على الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 لبورصة باريس، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 08، الوادي، الجزائر، 2015، ص 73.
- قاسم نليف علوانن، ابراهيم محمد الزعلوك، أثر تغير العائد المتوقع على العائد المطلوب في ظل نموذج CAPM دراسة تطبيقية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 05، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2005، ص 7-8.
- غازي فلاح المؤمني، إدارة المحافظ الإستثمارية، (عمان، الأردن، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2009)، ص 197.