

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة العربي التبسي - تبسة-



كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

الرقم التسلسلي: 2021/.....

قسم: المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

دفعة: 2021

الفرع: مالية ومحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

تأثير السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الأوراق المالية

- دراسة حالة بورصة الدار البيضاء المغرب من 2019-2020 -

إشراف الدكتور:

سليم جابو

من إعداد الطالبتين:

مباركة بلعالية

نوال ناجية

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الصفة
مصعب دعاس	أستاذ محاضر "ب"	رئيسا
سليم جابو	أستاذ محاضر "أ"	مشرفا ومقررا
سارة حليمي	أستاذ محاضر "ب"	عضوا مناقشا



السنة الجامعية 2020/2020





بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



إهداء

الحمد لله العالمين، والصلاة والسلام على سيدنا محمد خاتم الأنبياء والمرسلين والتابعين بإحسان إلى يوم الدين

أهدي هذا العمل إلى من قيل فيهما الحق

"...وقل ربي أرحمهما كما ربياني صغيراً..." الإسراء

إلى من كلفه الله بالهبة والوقار... إلى من علمني العطاء دون انتظار.. إلى من أحمل اسمه بكل افتخار.. أرجو من الله أن يمد في عمرك لتري ثماراً قد حان قطافها بعد طول انتظار وستبقي كلماتك نجوم أهدني بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد.. والدي العزيز، رابع بلعالية أطل الله في

عمره

إلى ملاكي في الحياة.. إلى معنى الحب وإلى معنى العنان والتفاني.. إلى بسمه الحياة وسر الوجود إلى من كان دغانها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي أهدني أطل الله في عمرها

إلى بهجتي وسروري إلى سدي وعزوتي... إلى من ألقاهم معهم المحبة الأسرية إخوتي "إسلام،

أيوب، أميمة"

إلى رفيقة دربي وشريكة مشواري صديقتي الغالية "ناجية نوال"

إلى من تحلوا الحياة بوجودهم إلى مصدر سعادتي وصديقاتي ورفيقاتي دربي "رميسة، أميرة،

جيهان، مريم، بثينة، شيما، صوفيا"

إلى كل من حملته ذاكرتي ولم تحمله ذاكرتي

مباركة

إهداء

الحمد لله أولاً وقبل كل شيء على أن هداني لإنجاز هذا العمل، ووفقتني

ورزقتني الصبر لإتمامه .

أهدي ثمرة عملي هذا



من قال الله تعالى بحقهما {...وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا...}.

والدي... ناجية احسن ووالدي بومعراة مليكة حفظهما الله وأبناهم

إلى من جمعني به القدر مكي حابر زوجي الغالي

أتوجه بشكري إلى ينابيع الإخلاص والوفاء.....إخوتي وأخواتي فخرا واعتزازا... بلال خالد إكروام

إلى جميع الزملاء في الدراسة ورفقاء الدرب وأخص بالذكر منهم بلعالية مباركة، نموشي أميرة،

بوقفة رميسة، مناع صبرينة، بثينة

إلى جميع الأصدقاء والأعزاء... فوزية، صبرينة، حنان، سومة، شروق، والقائمة طويلة

وإلى جميع أفراد عائلتي على دعمهم وصبرهم طوال فترة إنجاز العمل.

.....إلى من نسيهم قلبي ولم ينسيهم قلبي



.....إلى جميع طلاب العلم

عسى الله أن يوفقنا لما فيه الخير

نوال

شكر وتقدير

﴿... رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ﴾. الآية 19 من سورة النمل

الحمد لله ربّي العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد أشرف المرسلين وسيد الخلق
أجمعين وعلى آله وصحبه أجمعين وعلى أصحابه الأكرمين ومن تبعهم بإحسان إلى يوم
الدين

إن أول الشكر هو لله الواحد جل وعلا على جميع النعم التي أنعمها علينا وعلى تيسيره لي
كل السبل لإنجاز هذا العمل

نتقدم بداية بجزيل الشكر والتقدير إلى الأستاذ الفاضل الدكتور سليم جابو ليس لتفضله
بالإشراف على هذا العمل فحسب، وإنما على علمه الواسع وتوجيهاته السديدة وإرشاداته
القيمة التي كانت لها أكبر الأثر في إنجاز هذا البحث.

كما ويشرفنا أن نتقدم بفائق شكرنا وتقديرنا إلى السادة أعضاء اللجنة على قبولهم مناقشة
هذه المذكرة وصرفهم جزء من وقتهم الثمين لأجل قراءتها وإبداء ملاحظاتهم السديدة داعياً
من الله عز وجل أن يحفظهم ويرعاهم.

ختاماً نقدم شكرنا وتقديرنا إلى كل من مد يد العون والمساعدة في معلومة أو نصيحة
داعين من الله العليّ القدير أن يوفق الجميع في طريق العلم والمعرفة .

الفهرس العام

الصفحة	فهرس المحتويات
I	ملخص
II	الفهرس العام
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال
أ-د	مقدمة
الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية للدراسة	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: الأدبيات النظرية
03	المطلب الأول: التأصيل النظري لسوق الأوراق المالية
13	المطلب الثاني: الإطار المفاهيمي لنظرية المالية السلوكية
26	المطلب الثالث: العوامل السلوكية المؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية
46	المبحث الثاني: نتائج الدراسات السابقة
46	المطلب الأول: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بسوق الأوراق المالية
49	المطلب الثاني: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بالمالية السلوكية
52	المطلب الثالث: ما يميز دراستنا عن باقي الدراسات
54	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: اثر السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الاوراق المالية للفترة الممتدة من 2019_2020	
55	تمهيد
56	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
56	المطلب الأول: مجتمع الدراسة
61	المطلب الثاني: عينة الدراسة
62	المطلب الثالث: أدوات الدراسة

الفهرس العام

64	المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة
64	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة
71	المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج
73	خلاصة الفصل الثاني
75	الخاتمة
80	قائمة المراجع
i	الملاحق

قائمة الجداول

قائمة الجداول

قائمة الجداول

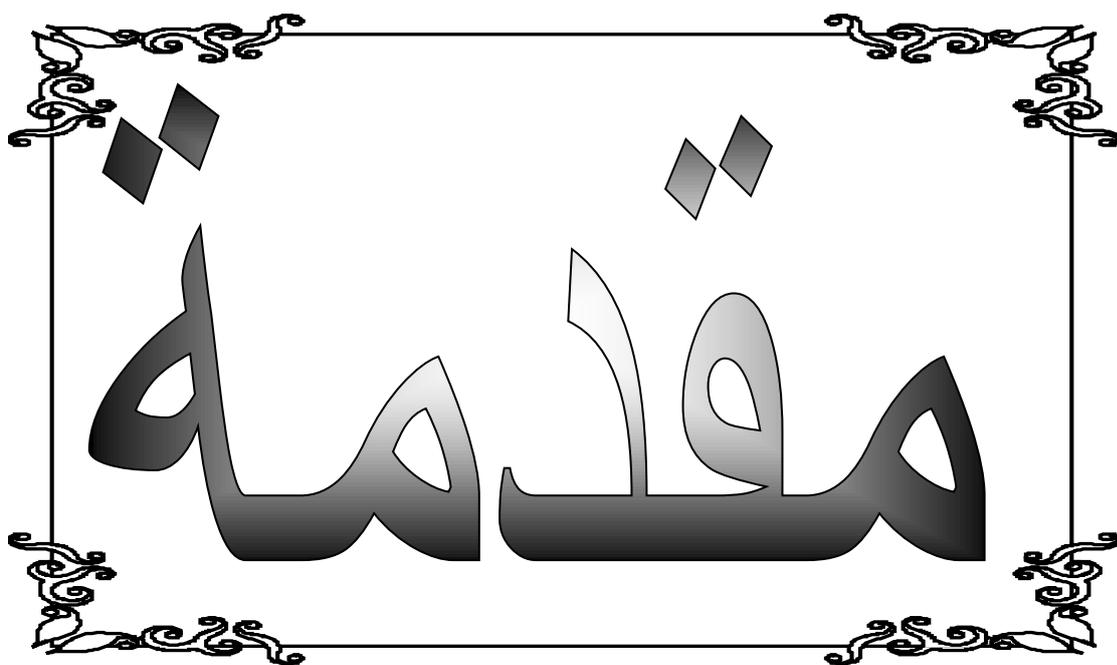
الصفحة	العنوان	رقم الجدول
66	نماذج الانحدار الخطي البسيط بطريقة المربعات الصغرى العادية، الخاصة بأسهم عينة الدراسة	01
68	نموذج الإنحدار التجميعي	02
69	نموذج التأثير الفردية الثابتة	03
70	نموذج التأثير العشوائي	04

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
15	مفهوم المالية السلوكية	01
59	الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء	02
64	تمثيل بياني يوضح سلوك المستثمرين (حجم التداول) عينة الدراسة	03
65	تمثيل بياني يوضح سلوك المستثمرين وحركة أسعار أسهم عينة الدراسة	04
66	تمثيل بياني يوضح سلوك المستثمرين (حجم التداول) عينة الدراسة	05



توطئة

تعتبر سوق الأوراق المالية إحدى مكونات السوق المالية، ولقد حظيت في العصر الحديث بمكانة عظيمة، وأصبح اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي، إذ تؤدي دورا بالغ الأهمية في الاقتصاديات المعاصرة وذلك للمهام التي تؤديها والمتمثلة أساسا في عملية حشد وتعبئة الموارد المالية وتهيئتها للاستثمار، حيث تؤدي هذه الأسواق دورا بالغ الأهمية في استقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال، وعلى هذا الأساس السوق المالي هو المحرك للنشاط الاقتصادي وأي عطب قد يصيبها يؤدي إلى شلل في النشاط الاقتصادي ككل، هذا ما دفع بالعديد من الباحثين والخبراء إلى صب جهودهم محاولين فهم ومعرفة السلوك المالي للأفراد في هذا السوق.

ظهر علم المال السلوكي كاتجاه فكري جديد نتيجة ظهور أدلة كثيرة تشير إلى وجود تصرفات غير عقلانية متكررة يقوم بها المستثمرون لدى اتخاذهم القرار الاستثماري مما أدى إلى التشكيك بفرضية وعقلانية ورشادة. حيث يحاول الاتجاه الجديد والذي ظهر كنتيجة للمزاوجة بين علم النفس وبين المالية دراسة السلوك الحقيقي للأفراد (والذي يتسم عادة بعدم الرشادة) إضافة إلى تفسير التشوهات الملاحظة في الأسواق المالية.

2. طرح الإشكالية

يقوم التعامل في سوق الأوراق المالية أساسا على السلوك المالي للأفراد ومعرفة العوامل والمتغيرات المؤثرة في فهم هذا السلوك. وعلى هذا الأساس فإن التساؤل الجوهرية الذي تحاول الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو الآتي:

"ما مدى تأثير السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الأوراق المالية؟"

ولكي يتسنى لنا التطرق لمختلف جوانب الموضوع ارتأينا تجزئة هذه الإشكالية إلى التساؤلات الجزئية أدناه:

- ما مدى قدرة المالية السلوكية على تفسير التشوهات الملاحظة في بورصة الدار البيضاء؟
- إلى أي مدى يؤثر سلوك المستثمرين على حركة أسعار الأسهم المدرجة في بورصة الدار البيضاء؟
- كيف يفسر سلوك المستثمرين في بورصة الدار البيضاء؟

3. فرضيات البحث

كمحاولة مبدئية للإجابة على تساؤلات البحث تم صياغة الفرضية العامة الآتية:

"السلوك المالي للمستثمرين تأثير قوي على أداء سوق الأوراق المالية"

و تتفرع هذه الفرضية العامة الى الفرضيات الجزئية التالية:

- ان معظم التشوهات الملاحظة في أسواق المال سببها سلوك بشري مخالف للنموذج النظري، وبالتالي في وسع المالية السلوكية أن تفسر هذه الظواهر وأن تقترح حلولاً لها تمكن بورصة الدار البيضاء من تجاوز جميع الأزمات والصدمات؛
- هناك تأثير معنوي لسلوك المستثمرين على حركة أسعار الأسهم المدرجة في بورصة الدار البيضاء؛
- مقدرات نموذج التأثيرات الفردية الثابتة هو الملائم من بين النماذج المفسرة لسلوك المستثمرين في بورصة الدار البيضاء، كون أن هناك فروق في الحد الثابت تختلف بين القطاعات تعود إلى عدة عوامل.

4. أسباب اختيار البحث

- اختيار موضوع هذا البحث المعنون ب "تأثير السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الأوراق المالية" لم يكن وليد الصدفة بل كان لعدة اعتبارات أهمها:
- ارتباط الموضوع بمجال تخصص الباحثين وهو مالية المؤسسة؛
 - الرغبة في التعمق بمجال المالية السلوكية؛
 - الرغبة في إثراء المعارف والمكتسبات الخاصة بأسواق الأوراق المالية؛
 - الخروج بنتائج جديدة مقارنة بالدراسات السابقة.

5. أهداف الدراسة

- محاولة التعرف على بورصة الدار البيضاء وتحديد الإطار النظري لها؛
- محاولة الإلمام بالعوامل السلوكية المؤثرة على عملية اتخاذ القرار بالنسبة للمستثمرين؛
- إبراز أهمية الجانب السلوكي في تفسير قرارات الأعوان الاقتصاديين عموماً والمتعاملين في سوق الأوراق المالية بشكل خاص.

6. أهمية الدراسة

- محاولة الإلمام بالعوامل المؤثرة على عملية اتخاذ القرار بالنسبة للمستثمرين؛
- معرفة كيفية تأثير العوامل السلوكية على الحركة العشوائية لأسعار الأسهم وتقلبات العائد؛
- إبراز أهمية الجانب السلوكي في تفسير التشوهات الملاحظة في الأسواق.

7. إطار البحث

يهتم هذا البحث بدراسة السلوك المالي للمستثمرين ككل والعوامل المتحركة في هذا السلوك يقتصر هذا البحث على إجراء دراسة تطبيقية على بورصة الدار البيضاء خلال الفترة الممتدة من 2019 إلى 2020.

8. منهج البحث

نظرا لطبيعة البحث وبغية أهاء تطلعات الدراسة سوف يتم الإعتماد على جل المناهج المستعملة في البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، حيث يتم توظيف كل منهج كلما دعت الحاجة البحثية لذلك. وبشكل عام، فقد تم انتهاج المنهج الوصفي لوصف معطيات الدراسة سواء نظريا أو تطبيقيا مع إستخدام بعض الإحصاءات الخاصة بالبورصة وتحليلها، ومن بين الأدوات المنهجية المتبعة أيضا فقد تم الإعتماد على أسلوب دراسة حالة، حيث تم جمع والبيانات الخاصة بأسعار المؤشر والأسهم بالإعتماد على الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة الدار البيضاء، ومن أجل عرض وتحليل نتائج الدراسة التطبيقية، يتم إستخدام الصيغ الرياضية والمعايير القياسية المتنوعة برسومات بيانية وذلك بالاستعانة ببعض البرامج المعلوماتية المتخصصة (Evies 10) ،

9. صعوبات الدراسة

من بين الصعوبات التي واجهت الباحثين أثناء إعداد هذه الدراسة ما يلي:

- صعوبة الحصول على البيانات وتلخيصها، خاصة تلك المتعلقة بالجانب التطبيقي للبورصة؛
- صعوبات في قراءة البيانات المتاحة على موقع بورصة الدار البيضاء وبعض المواقع ذات الصلة؛
- قلة المراجع التي تتناول هذا الموضوع باللغة العربية، خاصة في جانب المالية السلوكية.

10. هيكل الدراسة

للتوصل إلى النتائج المطلوبة وفقا لمنهجية علمية، تم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبقين بمقدمة عامة وتنتهي بخاتمة عامة تحتوي على جملة من التوصيات والأفاق.

الفصل الأول بمثابة مقدمة تهدف للتعريف بمجال الدراسة حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، خصص الأول لعرض المفاهيم المتعلقة بسوق الاوراق المالية، وكذا التعرف إلى المفاهيم الأساسية حول المالية السلوكية، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض وتقييم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة، بالإضافة إلى عرض ما يميزها عن بقية الدراسات؛

أما الفصل الثاني يأتي للتطرق إلى الجانب التطبيقي من الدراسة، حيث تم تقسيمه هو الآخر إلى مبحثين، خصص الأول لعرض عينة الدراسة بالإضافة إلى الطريقة والأدوات المعتمدة في الدراسة، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض ومناقشة نتائج الدراسة.

الفصل الأول:

الإطار النظري والتطبيقي للدراسة

تمهيد

منذ ظهور الأسواق المالية في القرن الثالث عشر، بدأت تتضح للقائمين عليها والباحثين فيها متطلبات وإشكاليات عديدة مرتبطة أساسا بالمخاطر التي يتعرض لها المستثمرون في تلك الأسواق، خاصة في ظل الوتيرة المتسارعة لتطورها (الأسواق المالية) وتزايد المخاطر التي تواكب تلك التطورات، كل هذا أدى إلى وجوب تقديم دراسات وأبحاث رياضية وإحصائية جديدة في هذا المجال تتسم بالدقة والثبات ومن شأنها إعطاء الحلول لإدارة مخاطر السوق، وقد أصطلح على تلك الأبحاث بالهندسة المالية.

ومن أهم متطلبات الأسواق المالية عامة وسوق الأوراق المالية خاصة، تطبيق أدوات الهندسة المالية من أجل خلق ديناميكية أكبر في التعاملات، حيث تستخدم تلك الأدوات لغرض التحوط من المخاطر أو لغرض المضاربة في الأسواق المالية، وتعتبر عقود الخيارات -محل دراستنا- من أهم منتجات الهندسة المالية أكثرها استعمالا في السنوات الأخيرة، لما لها من ميزات، وما توفره للمستثمر من خيارات، مما يتيح له المزيد من الفرص لتحقيق أرباح أكبر أو تفادي الخسائر الكبرى. وقد تم تقديم مجموعة من الدراسات في موضوع التحوط باستخدام الخيارات المالية في مجموعة من الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة، ودراسات أخرى على مؤشر ككل وأخرى على سهم محدد، وجاءت دراستنا لإضفاء نوع من التجديد

المبحث الأول: الأدبيات النظرية

تعتبر سوق الأوراق المالية إحدى مكونات السوق المالية، ولقد حظيت في العصر الحديث بمكانة عظيمة، وأصبح اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي، إذ تؤدي دورا بالغ الأهمية في الاقتصاديات المعاصرة وذلك للمهام التي تؤديها والمتمثلة أساسا في عملية حشد وتعبئة الموارد المالية وتهيئتها للاستثمار وكذا بعث الحيوية في قطاعات الاقتصاد المختلفة وتحريك عجلة النمو الاقتصادي ... الخ.

نظرا لأهمية سوق الأوراق المالية ولأجل فهم أكثر عمق لها، سيتم التطرق في هذا الفصل إلى:

- ❖ **المطلب الأول: التأسيس النظري لسوق الأوراق المالية؛**
- ❖ **المطلب الثاني: الإطار المفاهيمي للنظرية المالية السلوكية؛**
- ❖ **المطلب الثالث: العوامل السلوكية المؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية.**

المطلب الأول: التأسيس النظري لسوق الأوراق المالية

تؤدي سوق الأوراق المالية دورا حيويا في المجتمع، كونها تمثل قناة اتصال مهمة من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد الوطني من سد احتياجاتها المالية، وتقوم المؤسسات المالية بدور بارز ومحوري في توجيه المدخرات من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي نحو الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي للقيام بعملية استثمارها. هذا وتشهد سوق الأوراق المالية على صعيد بنيتها وأدواتها تطورات عديدة شكلت عاملا في جذب العديد من المستثمرين، وأتاحت فرصا للتعامل بمختلف الأوراق المالية. وفي هذا الصدد، سيتم أخذ نظرة عامة عن سوق الأوراق المالية من خلال المطالب الآتية:

1. مفهوم سوق الأوراق المالية: يمثل سوق رأس المال بشكل عام أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي، لما لها من أثر ايجابي على النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال تحريك الأموال بين فئتين، الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين لطول أجال التمويل فيها.

يعرف سوق الأوراق المالية على أنه عبارة عن نظام يشمل مجموعة من الأفراد والمؤسسات والأوراق المالية والإجراءات، تربط كل من المستثمرين والمدخرين¹

¹ - سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، أطروحة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012، ص 04.

يقصد بسوق الأوراق المالية "الإطار أو التنظيم أو المجال الذي يضم مجموعة العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل والطالبيين أو المقترضين لتلك الأموال بالإضافة إلى عدد من الوسطاء المتخصصين".¹

كما يمكن تعريفه أيضا بأنه عبارة عن مكان يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، حيث تقوم بعملية التداول (بيع أو شراء الأوراق المالية) مجموعة من المختصين في هذا النوع من المعاملات وبذلك تكون هذه السوق حيز التقاء رغبات البائع والمشتري ومن ثم تتحدد الأسعار وفقا لقانون العرض والطلب²

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية بأنها المكان الذي يسهل فيه تدفق الأصول من حوزة المدخرين وانسيابها إلى حوزة المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية (أسهم أو سندات أو مشتقات)، وحصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية، الأمر الذي يترتب عليه تحويل المدخرات النقدية إلى أوراق مالية (استثمارات مالية) وبمعنى آخر سوق الأوراق المالية هي حلقة الوصل بين المدخرين والمقترضين

2. التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية: نشأت سوق الأوراق المالية وتطورها كان انعكاسا لظروف واحتياجات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها، فالتدرج والواقعية في قيام هذه الأسواق يؤكدان على أنها لم تنشأ تاريخيا من فراغولا بقرار حكومي، وإنما كانت نتيجة لمقتضيات النمو الاقتصادي ومتطلباته. ومنذ بداية القرن الخامس عشر نشأت سوق الأوراق المالية، وتعود كلمة بورصة في أصولها إلى إسم أحد كبار التجار (فاندين بورصة) (VanDenBoures) الذي كان يقيم في مدينة بروج (Bruges) البلجيكية، إذ كان يجتمع عنده عدد كبير من الأوروبيين لغرض التبادل وإجراء الصفقات المالية، لذا أطلق لفظ بورصة ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمستثمرين لإبرام العقود والصفقات الحاضرة والمستقبلية. وقد كانت الأسواق المالية في القدم يغلب عليها الطابع السلعي، إذ اقتصر في البداية على عمليات بيع وشراء السلع الحقيقية (كالحبوب والمواشي) وبأساليب بدائية كتبادل سلعة بسلعة عن طريق نظام المقايضة (Barter).

أما نشأة بورصة الأوراق المالية (Securities Exchange) بالشكل الحالي فقد جاء متأخرا، إذ يعود إنشاء أول بورصة للأوراق المالية في مدينة أنفرس في بلجيكا عام (1572) ومن ثم في أمستردام

¹ - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص 130.

² - ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات: سوق رأس المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الجزائر، 2003، ص 06.

في هولندا عام (1207) ثم لندن عام (1222) وبعدها في باريس عام (1808) تلا ذلك إنشاء بورصة نيويورك عام (1793). ومع بداية القرن التاسع عشر ازداد التعامل بالأوراق المالية (Securities) بيعاً وشراءً، مما حتم ضرورة إنشاء سوق لتأمين العمليات الجارية في بورصة الأوراق المالية، وهي سوق مالية منظمة تتداول فيها الأوراق المالية المختلفة (أسهم وسندات) وتتحدد فيها الأسعار وفقاً لقوى العرض والطلب.¹

مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً بمراحل عدة يمكن إيجازها في الآتي:²

المرحلة الأولى: تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة. وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية.. الخ، مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية. وبالتالي كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، مما أدى إلى اللجوء للبنوك للاقتراض، وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

المرحلة الثانية: بدأت هذه المرحلة مع ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت الأخيرة تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي، وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقاً لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسطة والطويلة الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات.. الخ. وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال لكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة، ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية نجاح السوق النقد مع السوق المالي.

¹ - رسمية أبو موسى (2005)، الأوراق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، ص9.

² - السيد متولي عبد القادر (2010)، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الطبعة الأولى، عمان، ص 130 .

المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية واندماج الأسواق المحلية المالية مع الأسواق الدولية، لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع الأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

3. مكونات سوق الأوراق المالية : يمكن النظر إلى سوق الأوراق المالية من أكثر من زاوية، وبالتالي تصنيفها طبقاً لأكثر من أساس، وذلك حسب الهدف من تصنيف هذه الأسواق، فمثلاً قد يكون الهدف من التصنيف هو معرفة أنواع الأسواق التي يتم فيها تداول أدوات مالية معينة، أو قد يكون الهدف هو معرفة كيفية التعامل داخل سوق الأوراق المالية... وهكذا. والواقع أنه من الصعب الوصول إلى تقسيمات محددة وفاصلة لسوق الأوراق المالية، وذلك نظراً للتداخل الذي يحدث بين الأنواع المختلفة لهذه الأسواق، وبالتالي فإنه سوف يتم تصنيف سوق الأوراق المالية هنا طبقاً للأسس الأكثر شيوعاً وبالشكل أسهل استيعاباً، مع توضيح كيفية حدوث التداخل بين الأنواع المختلفة من هذه الأسواق.

1.3 سوق الأوراق المالية : تتعامل بأدوات الدين كالسندات وأدوات الملكية كالأسهم، وهي ذات مدة استحقاق تزيد عن السنة وتتصف بتقلبات كبيرة في أسعارها مقارنة بأدوات السوق النقدي لذا فهي تعتبر أكثر مخاطرة وتصدر شركات المساهمة كل من أدوات الدين [السندات] أدوات ملكية الأسهم.¹

يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية من حيث أولوية الإصدار إلى سوق الإصدارات الجديدة

(NewIssuss) وأخرى للإصدارات القائمة والسابقة، وفيما يأتي توضيح لهذين السوقين:

1.1.3 السوق الأولية (Primary Market) : يقصد بالسوق الأولية تلك السوق التي تنشئها مؤسسة متخصصة تعرض فيها للجمهور، ولأول مرة، أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية معينة. وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنكير أو بنك الإستثمار (Bankor nt Investme Banker) أو المتعهد (Underwriter) مثل مؤسسة مارلنش (Merll Lynch) ومورجان ستانل. (Stanely Morgan) وإخوان سالمون (Salomon Brothers) في الولايات المتحدة الأمريكية. أما في الدول ذات الأسواق المالية الصغيرة فقد تتولى بعض البنوك التجارية عملية الإصدار. فالسوق الأولية أو سوق الإصدار هي السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية (السهم أو السند)

¹ - محمد محمود الداغر (2005)، الأسواق المالية، دار الشروق، الطبعة الأولى، الأردن ، ص 239 - 240

والمكتتب الأول فيها. بعبارة أخرى هي السوق التي تنشأ بين المقرض والمقترض نتيجة مبادلة المال السائل (نقد) بالموجودات المالية (أسهم أو سندات).¹

وهناك أسلوبان شائعان في عملية إصدار الأوراق المالية في السوق الأولي²:

1.1.1.3. الأسلوب المباشر: (Direct Approach): وفق هذا الأسلوب تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تباع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها، وقد يأخذ تحديد أسعار الأوراق المالية أسلوب المزايعة (Auction) وبخاصة بالنسبة إلى الأوراق المالية الحكومية.

2.1.1.3. الأسلوب غير المباشر: (Indirect Approach): قيام مؤسسات مالية متخصصة مثل (بنك الاستثمار) بإصدار لحساب الشركات والمؤسسات الخاصة والراغبة في الحصول على تمويل، إذ تقوم هذه المؤسسات بإصدار الأوراق المالية وتوزيعها فضلا على تقديم المشورة والنصح للشركات المعنية.

2.1.3. السوق الثانوية: (Secondary Market): وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المستثمرين بعضهم مع بعض، وليس بين المستثمرين والشركات والهيئات المصدرة لهذه الأوراق. وبناءً على ذلك فإن السوق الأولية توفر تمويلا فعليا للمؤسسات والشركات المصدرة للأوراق المالية في حين نجد أن السوق الثانوية لا توفر أي تمويل فعلي لهذه المؤسسات.

بعبارة أخرى فإن السوق الثانوية تتعامل في أوراق مالية سبق إصدارها وبيعها للمستثمرين، وبالتالي فإن التعامل في هذه السوق لا يعدو أن يكون نقلا لملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى آخر.³ ويمكن التذليل على دور السوق الثانوية (سوق التداول) وأهميتها في النظام المالي والاقتصادي من خلال الآتي:⁴

- توفر السوق الثانوية للمستثمرين السيولة والربحية معا، وتتمثل السيولة في إمكانية بيع الورقة المالية بالسرعة المطلوبة وتحويلها إلى نقد، بينما تتحقق الربحية عند ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية المشتراة، عندها يتحقق ما يسمى بالربح الرأسمالي (Capital Gain)؛

¹ منير إبراهيم الهندي (1994)، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاستثمار وأسواق العقود المستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان، ص 8.

² محمود محمد الداغر (2005)، الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، ص 2.

³ رمضان علي الشراح ومحروس أحمد حسن (1999)، الاستثمار: النظرية والتطبيق، ط 2، الكويت، ص 52.

⁴ رسمية أبو موسى، مرجع سابق، ص 22.

- تلعب السوق الثانوية دورا هاما في تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في المشروعات الاقتصادية وتمويل خطط التنمية الاقتصادية؛

- إن نجاح السوق الثانوية سينعكس إيجابيا على أداء السوق الأولية فكلما شهدت السوق الثانوية نشاطا وتداول كبيرا شجع ذلك على تأسيس شركات جديدة وتوسيع القائمة منها، وطرح أسهم جديدة للاكتتاب في السوق الأولية.

ويوجد أكثر من نظام لتداول الأوراق المالية في سوق التداول، وتلعب هذه الأنظمة دورا مهما في تطوير السوق الثانوية وتنشيطها، فهذه الأنظمة تمثل الإطار الذي يلتقي من خلاله المتعاملون والوسطاء لإنجاز صفقاتهم، كما تمثل هذه الأنظمة النافذة التي من خلالها تتدفق المعلومات عن أسعار البورصة ونشاطها، وهناك نمطان رئيسان للإطار المؤسسي لأنظمة التداول هما:

1.2.1.3 السوق المنظمة (Organized Market): تتميز هذه السوق بوجود مكان مادي ملموس تتوفر فيه الوسائل اللازمة للالتقاء البائعين والمشتريين للأوراق المالية ووكلائهم. ويتم بيع الأوراق المالية في هذه السوق بالمزاد حيث يتم قبول السعر الأعلى ثم الأدنى فالأدنى إلى أن يتم تصريف كامل البضاعة.

ويطلق على هذه السوق أيضا ببورصة الأوراق المالية (Securities Exchange) ويقتصر التعامل في هذا السوق على الأوراق المالية المسجلة فقط إذ يجري تداول الأوراق المالية بواسطة شركات مرخصة وفقا لقوانين وأنظمة محددة تنظم عملية التداول.¹ ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية المنظمة (Organized Securities Exchanges) إلى أسواق مركزية وأسواق محلية.² ففي إطار السوق المركزية يتم التعامل بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة، ومن أمثلتها بورصة نيويورك (NEW YORK STOCK EXCHANGE _ NYSE) التي تعد أكبر سوق مالية في العالم، إذ تتعامل بحوالي (80 %) من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية. وتسمى أحيانا بالمجلس الكبير. (BigBoard) أما الشكل الثاني من سوق الأوراق المالية المنظمة، يسمى بالسوق المحلية أو البورصة المحلية (Regional Exchanges) إذ تتعامل هذه السوق بما تبقى من الأوراق المالية المسجلة، وتخدم هذه السوق صغار المستثمرين في المناطق الواقعة فيها فضلا على كبار المستثمرين، كالهيئات

¹ - عبد الله طاهر وموفق على خليل (2004)، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، دار يزيد للطباعة والنشر، عمان، ص 374.

² - منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 21.

والمؤسسات المتعاملة بالأوراق المالية بيعا وشراء، إذ تلجأ الأخيرة إلى البورصات المحلية لما تتميز به من بساطة في إجراء الصفقات، وانخفاض في عمولات السماسرة.

2.2.1.3. السوق غير المنظمة: هي ذلك النوع من سوق الأوراق المالية الذي يجري التعامل فيه خارج حدود البورصة وتسمى هذه المعاملات، بالمعاملات على المنضدة أو فوق الحاجز وتنشأ هذه الأسواق نتيجة إخفاق بعض منشآت الأعمال والشركات التجارية من دخول البورصة، بسبب القوانين والضوابط التي تحكم دخول السوق المنظمة، لذا يتم اللجوء إلى السوق غير المنظمة (الموازية) لتداول الأوراق المالية التي لم تكتسب الشروط القانونية للدخول إلى السوق المنظمة. وتتعامل السوق في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة (البورصات) وعلى الأخص غير المنظمة أساسا السندات، غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة وفي مقدمتها السندات الحكومية. وتدار السوق الموازية من قبل مجموعة من التجار يرتبطون بشبكة اتصالات قوية تعرف باسم ناسداك (NASDAQ)، إذ تظهر طلبات البيع والشراء لأسهم الشركات المختلفة عبر شاشات الاتصال الإلكتروني على شكل عروض (Offers)، وتتضمن السوق غير المنظمة - التي هي أحد مكونات السوق الثانوية - أسواق أخرى فرعية هي السوق الثالثة والسوق الرابعة، وفيما يأتي توضيح لهذين السوقين:

3.1.3. السوق الثالثة: تمثل السوق الثالثة قطاعا من السوق غير المنظمة إذ تتكون من بيوت السمسرة، من غير المسجلين في السوق المنظمة.¹ ولهذه البيوت الحق بالمشاركة بالأسهم المسجلة فضلا على الأسهم غير المسجلة وتلجأ العديد من المؤسسات والشركات التجارية للتعامل بهذه السوق تجنباً للاختناقات الحاصلة في البورصة (السوق المنظمة) والمترتبة على تنوع التعاملات وكثرتها، فضلا على انخفاض العمولة على الصفقات المبرمة في هذه السوق، وذلك لأن بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في هذه السوق، مثلما هو الحال في السوق المنظمة وأبرز المتعاملين في هذه السوق: صناديق التقاعد (Funds Pension) وصناديق الاستثمار المشتركة (Funds Mutual) وشركات التأمين (Company Insurance) وقد ألفت هذه الأسواق نجاح كبيرا في الولايات المتحدة الأمريكية نظرا لما تتمتع به من انخفاض في العمولة وسرعة في تنفيذ العمليات مقارنة بالوقت الذي يستغرقه إجراء مثل هذه الصفقات في الأسواق المنظمة.

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص 10.

4.1.3. السوق الرابعة: يتم التعامل في هذه السوق بصورة مباشرة ومن دون وساطة بين المؤسسات الكبرى، بهدف استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية، ومن ثم تخفيض النفقات الخاصة بالصفقات الكبيرة. وفي هذه الحالة فإن هذه المؤسسات عليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتر. ويتم التعامل في السوق الرابعة من خلال شبكة الاتصال الإلكتروني آنستنت (Instant) إذ يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة حجم ونوع وسعر الأوراق المالية السائدة في السوق.¹

4. خصائص وأهمية سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي: لسوق الأوراق المالية خصائص وأهمية تتمثل فيما يلي:

1.4. خصائص سوق الأوراق المالية: تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق، نذكر منها:²

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقواعد قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية؛

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة؛

- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛

- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية؛

- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي للأسواق المالية خاصية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت؛

- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل؛

¹ - عبد الله طاهر وموفق علي خليل، مرجع سابق، ص378.

² - سمير عبد الحميد رضوان (1992)، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ص14.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه من السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطرة سعرية، سوقية وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا؛

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

2.4. أهمية سوق الأوراق المالية: يعد سوق الأوراق المالية من الأسواق المهمة في القطاع الاقتصادي، وتلخص أهميته وفقا للنقاط الآتية:¹

- **مؤشر للحالة الاقتصادية:** يستخدم سوق الأوراق المالية بصفته مؤشرا لقياس الحالة الاقتصادية للدول، كما يساعد على عكس كافة التغيرات، وتوضيح أسعار الأسهم من حيث الارتفاع أو الانخفاض، والتي تشير إلى الازدهار أو الكساد في الحالة الاقتصادية؛

- **وضع أسعار للأوراق المالية:** المساعدة على توفير قيم للأوراق المالية التي تعتمد على أساس تأثير العرض والطلب، ويساهم ذلك في تقييم طبيعة الطلب على هذه الأوراق، والذي يعتبر من الفوائد المهمة للمستثمرين؛ إذ تساعد على معرفة قيمة الاستثمارات؛

- **التأكد من سلامة العمليات المالية:** يعتبر من الأمور المهمة التي تُطبقها هذه الأسواق، فتعتمد على ملاحظة مدى سلامة الشركات وقدرتها على تطبيق الأنظمة والقواعد أثناء التعامل مع البورصة؛

- **المشاركة في النمو الاقتصادي:** تدعم أسواق الأوراق المالية القدرة على الاستثمار، من خلال تبادل الأوراق المالية بين الشركات المختلفة، مما يؤدي إلى بناء رؤوس الأموال والمساهمة في التنمية الاقتصادية؛

- **التشجيع على الادخار والاستثمار:** بتوفير العروض الاستثمارية لأغلب الأوراق المالية، مما يساهم في جذب الكثير من الأفراد نحو الادخار من أجل الاستثمار في الأوراق المالية المطروحة من خلال الشركات، بدلا من تطبيق الاستثمارات في الأصول التي لا تحقق أي عوائد مالية، مثل الذهب.

5. الأركان الرئيسية لسوق الأوراق المالية: تتمثل الأركان الرئيسية في سوق الأوراق المالية إلى:

1.5. الوحدات الاستهلاكية (القطاع العائلي): يعتبر ادخار الوحدات الاستهلاكية مصدر تمويل لا يستهان به، حيث يعتبرون من أكبر المتعاملين في الأوراق المالية، نظرا لاملاكهم كمية كبيرة من السيولة، كما أن تواجدهم يعطي حركية كبيرة لسوق الأوراق المالية.

¹ - أديب قاسم شندي (2013)، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، وقائع مؤتمر كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، ص13.

يتمثل دور الوحدات الاستهلاكية في اتجاهين، فالاتجاه الأول تعد مصدرا مهما من مصادر الادخار، أما الاتجاه الثاني فتعد مستخدما أو مقترضا للأموال لأغراض الاستهلاك، فهي تنفق على شراء سلع وخدمات للاستهلاك الجاري من دخلها، ولكنها قد تقترض لتمويل مشترياتها من سلع الاستهلاك الدائم.¹

2.5. الوحدات الإنتاجية (القطاع الإنتاجي): وهي الوحدات المنتجة للسلع والخدمات بشقيها (الإنتاج السلعي الاستهلاكي وإنتاج السلع الرأسمالية)، وتحتاج هذه الوحدات إلى مصادر مالية كبيرة لتمويل استثماراتها، فضلا عن كونها مصدرا من مصادر الادخار، ولكن هذه الوحدات تحتاج للدخول إلى سوق الأوراق المالية لغرض التمويل أكثر من دخولها بوصفها مصدرا للادخار.²

3.5. القطاع الحكومي: تساهم الحكومة من خلال أنشطتها في الإقراض والاقتراض، وهذا من خلال العلاقة بين التدفقات النقدية (العلاقة بين إيرادات الدولة ونفقاتها) والمتمثلة في الميزانية العامة فإذا كانت الإيرادات أكبر من النفقات، فإن هناك فائض في الميزانية العامة، وبالتالي تعد الحكومة في هذه الحالة ضمن المدخرين (المقرضين) أما في الحالة العكسية (النفقات أكبر من الإيرادات) فتعد ضمن المقرضين، وهذا ما يدفعها لإصدار أدوات مالية (سندات) بهدف تمويل العجز الحاصل في الميزانية العامة.³

4.5. القطاع الأجنبي: يرتبط دور القطاع الأجنبي في سوق الأوراق المالية ارتباطا مباشرا بوضع ميزان المدفوعات الذي يعكس صورة المدفوعات المستحقة على البلد لصالح البلدان الأخرى ففي حالة عجزه، فيتطلب بيع أدوات مالية للشركات الأجنبية لتغطية هذا العجز أما إذا كان في حالة فائض، فإن الفائض يستخدم في شراء أدوات مالية من الشركات الأجنبية أي الاستثمار في الأسواق داخل بلدان أخرى، ومن ثم فإن القطاع الأجنبي يأخذ دور المقرض والمقترض.⁴

5.5. المؤسسات المالية: تقوم المؤسسات المالية في أسواق المال بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، وتشمل هذه الفئة على المؤسسات المالية التي تعمل بنشاط النقد كالبانوك التجارية والمصارف ومؤسسات الائتمان والادخار والودائع ومؤسسات الإقراض والاستثمار في المشروعات التجارية والصناعية وتأسيسها وإدارتها،

¹ - جابو سليم، مرجع سابق، ص 9.

² - المرجع نفسه، ص 9.

³ - المرجع نفسه، ص 10.

⁴ - زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 71، 72.

بالإضافة إلى المؤسسات التي تقوم بتقديم الخدمات المالية المرتبطة بالعمليات المصرفية والاستثمارية كاستبدال العملات وصرف الشيكات السياحية، ووسطاء بيع الأوراق المالية والسلع، والوسطاء النقديين والماليين، كما تشمل هذه الفئة على شركات التأمين بأنواعها. بالإضافة إلى وسطاء ووكلاء التأمين والكشف وتقدير الأضرار (وكلاء التسوية) وسماسة التأمين ومنظمات خدمة شركة التأمين¹.

المطلب الثاني: الإطار المفاهيمي لنظرية المالية السلوكية

لقد أثبتت العديد من الدراسات والأحداث الاقتصادية وجود ثغرات لنظرية سوق الأوراق المالية وهو ما أطلق عليه اسم التشوهات وهذا ما مهد لظهور اتجاه بحث جديد هو نظرية المالية السلوكية.

1. نشأة النظرية المالية السلوكية: إن موضوع السلوك ليس جديدا في المالية، فقد أشار " زولا «Zola»*» "في مؤلفه " النقود " (L'argent**) عام 1891 إلى سلوك أعوان الصرف في مواجهة المخاطر التي تعرضت لها البورصة آنذاك، حيث قدم وصفا مفصلا لنوبات الهلع الجماعية التي انتابتهم عند قدوم معلومات جديدة لم تلبث في آخر المطاف أن تكون مجرد إشاعات لا أساس لها من الصحة، وقد شبه تلك الحالة بإحدى المعارك الحامية أين تختلط الأمور وتنتشر الفوضى، وترى الجميع يركضون في كل الاتجاهات دون أن يكون لأي منهم إدراك واضح لما يحدث.

بعد مضي خمسين سنة على هذا الوصف قدم كل من " فون نيومان، Von Neumann " و"مورغنسترن، Morgenstern "في نظريتهما" المنفعة المتوقعة" وصفا علميا لسلوك هؤلاء الأفراد يتضمن الآتي:

" أفراد يتمتعون بإدراك واضح، واعون بتفصيلاتهم، يقومون في كل الظروف بحساب دقيق للمبلغ الفعلي الذي يتمنون الحصول عليه كعائد مقابل الخطر المحتمل".

¹ - بلحول فتحي، مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد، أطروحة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة مستغانم، 2018، ص 17

نجد أنفسنا بعد هذا العرض من جهة أمام قطيع من الأفراد أعماهم الخوف والهلع، ومن جهة أخرى أمام أفراد يتمتعون برشاده فائقة، يسلكون منهجا علميا في اتخاذ القرار بهدف مواجهة المخاطر التي قد تواجههم كما يقومون بإسناد احتمالات للأحداث المتوقعة.¹

وخلال الخمسين سنة التي تلت أعمال "فون نيومان" و"مورغنسترن" لم يكن هنالك أي مجال للمقارنة بين هذين المنظورين أو التساؤل عن مدى صحة كل منهما، فقد انشغل جمهور الباحثين باكتشاف النموذج العلمي والاحتمالات الهائلة التي ينطوي عليها، وبهذا وكما ذكرنا سابقا، أصبحت فرضية رشاده الأفراد الأرضية الصلبة التي قامت عليها ما تدعوه اليوم "المالية الحديثة". غير أنه ومنذ سنوات كثر الحديث في الوسط الأكاديمي عن الكيفية التي يجب بها نمذجة السلوك الحقيقي للأفراد خاصة بعد الأزمات التي شهدتها البورصات العالمية، وطفقت إلى السطح تساؤلات منها:²

ألا يوجد حقا بعض الجنون، الجهل وحتى الغباء في صميم هيجان الأسواق، أو في نوبات الذعر الجماعية التي تستولي عليها؟
هل يمكن حقا أن نتجاهل الأثر الذي يمكن أن يكون في المالية لسلوك إجمالي الأفراد على القرارات الفردية؟

هل نحن على يقين بأن الأسعار التي تتحدد نتيجة لسلوك ومواقف الأفراد في السوق لا تعود وتتوثر بدورها على هذه السلوكيات؟

هذه وغيرها مجموعة من الأسئلة والاستفسارات التي لم يكن من الممكن أن تطرح في ظل النظرية التقليدية ولكنها عادت للظهور من جديد في إطار ما أصبح يعرف ب"المالية السلوكية". فما المقصود بالمالية السلوكية؟.

2. مفهوم المالية السلوكية: من خلال أدبيات الدراسة حول موضوع المالية السلوكية تختلف وجهات النظر في هذا الموضوع، فالعديد من الباحثين في هذا المجال قدموا تفسيرهم للموضوع بأساليب مختلفة،

*- إميل زولا (Emile Zola, 1840-1902): كاتب وصحفي فرنسي، يعد رائد المدرسة الطبيعية في الأدب. لقد قدم وصفا أدبيا وليس علميا (لم يكن هنالك نموذج علمي لوصف سلوك الأفراد بعد) غير أنه يبقى وصفا للسلوك البشري يقع في صميم المالية السلوكية.

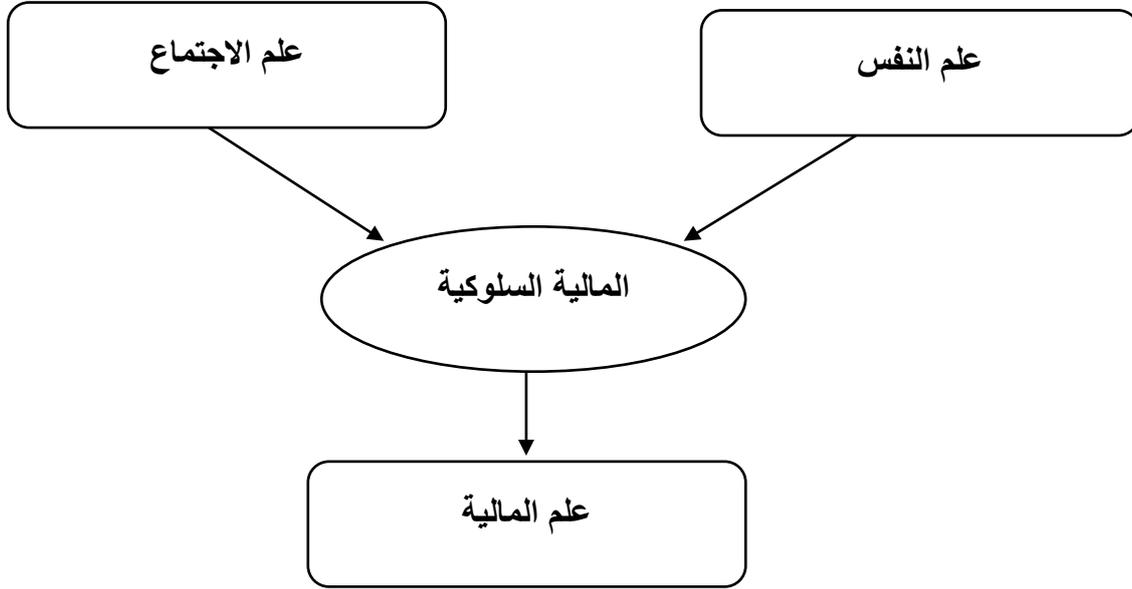
**_ لقد عالج زولا في رواية "النقود" موضوع البورصة والمضاربة المالية التي انتشرت آنذاك وما تمخض عنها من فضائح، فقد إستلهم موضوعها من الفضائح المالية التي إنتشرت في تلك الفترة وبالأخص فضيحة "باناما" (التي حدثت أثناء تأليفه للرواية)، وهي قضية فساد مرتبطة بإنشاء قناة "باناما" حدثت خلال الجمهورية الثالثة وأطاحت بالعديد من رجال السياسة والصناعة، كما تسببت في إفلاس العديد من المدخرين.

¹ _ Voir: Hélène Rainelli, **Le Montagner, Des marchés et des hommes**, Sur: www.institutEuroplace.com/files/doc/doc898966.doc, P: 01, Consulté le: 04/09/2011.

² Voir: Id.

ونجد أن علم المالية السلوكية هو مزيج مابين مجموعة من العلوم وهي علم النفس، علم الاجتماع وبالطبع علم المالية؛ حيث لخص k.simon.ricciardi and H.v هذا المفهوم في الشكل الموالي:

الشكل رقم 01: مفهوم المالية السلوكية



المصدر: سحنون مريم، السلوك المالي للمستثمرين، وأثره على كفاءة الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2016، ص 74.

الشكل (01) يوضح أهم التخصصات التي تندمج في المالية السلوكية، وعليه من أجل فهم

المالية السلوكية نطرح التعاريف الآتية:

تعرف المالية السلوكية بأنها دراسة تأثير علم النفس على سلوك المتعاملين في السوق المالي، ومدى تأثيره على اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث هذه الأخيرة تكون مبنية على أساس الحدس أو العاطفة¹.

كما تقوم المالية السلوكية تحديدا على علم النفس المعرفي والذي يشير إلى كيفية تفكير الأفراد، وعلى الثقة المفرطة بالنفس من طرف المتعاملين نتيجة ما يعتقدون أنهم يتمتعون به من خبرة في مجال

¹ - برارمة ريمة، اثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2019، ص 59.

الاستثمار المالي، وبالتالي فالمالية السلوكية تعتبر الأفراد غير عقلانيين بشكل تام بسبب تفصيلاتهم ومعتقداتهم الخاطئة.¹

وعليه المالية السلوكية هي منهج جديد نسبياً يسعى إلى تقديم تفسيرات للقرارات الاقتصادية للأفراد من خلال الجمع ما بين السلوك وعلم النفس مع الاقتصاد والمالية، وطورت أبحاث حول المالية السلوكية عندما عجزت النظرية التقليدية في تعظيم المنفعة للمستثمرين العقلانيين داخل الأسواق الكفوة.

3. الفرضيات الأساسية للنظرية المالية السلوكية: تقوم المالية السلوكية "FC" على فرضيتين أساسيتين نابعتين من ملاحظة الأداء الفعلي لسوق المال. أولاهما؛

عدم تمتع كافة المستثمرين بالرشادة، حيث يتأثر سلوكهم الاستثماري باعتقاداتهم وانفعالاتهم وثانيهما؛ أن عملية التحكيم التي يفترض أنها الآلية التي يلجأ إليها المستثمرون العقلانيون لإعادة السعر إلى مستواه الحقيقي محدودة التأثير كما أنها ليست خالية من المخاطر². ونحاول التطرق لكليهما بشيء من التفصيل.

1.3. الفرضية الأولى عدم رشاده المستثمرين L' irrationalité des investisseurs: قامت نظرية الكفاءة على اعتبار تمتع جميع المستثمرين بالرشادة والعقلانية، إذ يتبع سلوكهم نموذجاً محدداً مسبقاً*، وحتى ولو وجدت سلوكيات غير عقلانية فإنها لا تعدوا أن تكون ظواهر عشوائية وغير مترابطة يلغي بعضها أثر بعض، غير أن المالية السلوكية ترى أن هناك تعايشاً بين المستثمرين العقلانيين والمستثمرين الجاهلين أو "العامة" أو ما يطلق عليهم (Noise Traders) NT) والذين يعرفهم "أندري أورليان" في مقاله بأنهم "أولئك المستثمرون الذين يقومون ببناء توقعاتهم بطريقة غير عقلانية، سواء باستعمال إشارات خاطئة، أو بإتباع إستراتيجيات غير عقلانية على غرار أصحاب التحليل الفني أو متبوعاً بالاتجاهات (Les suiveurs de tendance) الذين يقومون بالشراء أثناء الاتجاه الصعودي، ويبيعون حين يكون الاتجاه نازلاً"³. هذا هو إذن جوهر نظرية المستثمرين غير العقلانيين (الجاهلين)، التي تهتم بالحالات

¹ - بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الاسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد 01، الجزائر، ص 92.

² - Voir: N. Aktas, la 'finance comportementale': un état des lieux, In: Reflets et Perspectives, Op.Cit , P :28.

*نشير إلى أن نظرية الكفاءة تصف المستثمرين في سوق المال بكونهم "عاديين" (Normaux)

³ -A.Orléan, effcience, finance comportementale et convention, In: les crises financières, Op.Cit P: 248Id

التي تكون فيها السلوكيات العشوائية وغير العقلانية متبوعة بعدد كبير من المستثمرين مما يجعل تأثيرها على الأسعار كبيرا¹.

ينتج عن التعايش بين هاتين الفئتين من المستثمرين توقعات غير متجانسة، وتكون عندها السلوكيات غير العقلانية مرتبطة، إذ عوض أن تلغي بعضها البعض تتراكم في نفس الاتجاه بفعل التقليد والمحاكاة أو ما يعرف بسلوك القطيع مكونة بذلك اتجاهها سعريا.

إذن تركز المالية السلوكية على كون السوق هو المكان الأمثل للتفاعلات الاجتماعية، وهو الجانب الذي تجاهلته النظرية التقليدية، فهو ليس مجرد أفراد منعزلين ومستقلين وإنما مجتمعا معقدا من العلاقات والتفاعلات يلعب فيه الاتصال بين المستثمرين دورا هاما، كما أن السلوكيات الفردية فيه تؤثر على بعضها البعض، ناهيك عنان تغير الأسعار لا يكون نتيجة لظهور معلومات جديدة فقط، وإنما قد يكون نتيجة إشاعات أو أقاويل².

قد يقود الخوف من ارتكاب الأخطاء بعض المستثمرين - خاصة المبتدئين منهم - إلى تقليد غيرهم لاعتقادهم في كونهم أكثر دراية بالسوق، وهذا ما يطلق عليه بالتقليد المعلوماتي (Le mimétisme informationne) حيث توصل كل من "سامرز" و " شليفير" (1990, Summers & Shliefer) انطلاقا من مجموعة تجارب أجريها على الأفراد لفهم السلوك غير العقلاني، إلى نتيجة مفادها أن غالبية الأشخاص في اختبار ما مثلا، يميلون إلى الإجابة عن سؤال ما بالأخذ في الاعتبار الإجابة المقدمة من الغير، لا بناء على معلوماتهم الخاصة، إذ يطرحون على أنفسهم أسئلة على غرار: ماذا لو كان الجميع يفكر بنفس الطريقة؟ ماذا لو قدم أحد غيري نفس الإجابة؟ وهذا ما يجعلهم يفكرون بشكل غير منطقي³.

وبالعودة إلى عالم الحيوانات، نجد بأن ما يطلق عليه سلوك القطيع Le comportement moutonnier أو غريزة القطيع (L'instinct detroupeau) يمكن أن يظهر لدى البشر في شكل تقليد أو محاكاة، إذ يفضل أحيانا تقليد المجموعة وإتباع قوانينها تفاديا للإقصاء

¹- Voir :Id.

²-C.Wetzer, **la finance comportementale**, Op.Cit, P: 27-28.

³-Philippe De Brouwer, **la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur**, In: Finances Op.Cit, P: 14.

والاستبعاد، والمجموعة حسب النظرية التقليدية لا تفكر بعقلانية، فإذن ليس من المستغرب ظهور سلوكيات غير عقلانية في سوق المال¹.

لكن السؤال الذي يطرح هنا هو: متى يصبح التقليد المعلوماتي سلوكا عقلانيا؟ ومتى يكون من الأفضل السير وراء القطيع عوض الاعتماد على المعلومات الخاصة؟

يمكن للتقليد أن يكون سلوكا مناسباً إذا اعتقد المستثمر في أن مستثمرا آخر يمتلك معلومات خاصة أو يتصرف بناء على تحاليل الخبراء (نلاحظ في سوق المال أن هناك اهتماما بالإشاعات وبتصرفات الغير*) لكن إذا قام عدد كبير من المستثمرين بالتقليد فهذا يؤدي إلى ظهور ما يطلق عليه: "شلال معلوماتي" (Cassadeinformationnelle) حيث لا تعكس الأسعار عندها معلومات خاصة، وإنما تضخيماً للمعلومات التي في حوزة الأفراد الذين بدؤوا هذا الاتجاه (الذين قاموا بالتقليد أول مرة) ولعل أبرز مثال على استغلال هذه الظاهرة ما قاله "ولش، Welch, 1992" عن أن بعض الشركات حين تدخل البورصة للمرة الأولى ولعلمها بالدور الهام الذي تلعبه المعاملات الأولى على الورقة المالية في تطورها للمستقبل، تقوم أولاً بإصدارها بسعر منخفض عن القيمة الحقيقية، ثم تقوم بشرائها إلى أن يرتفع سعرها عن القيمة الحقيقية وينطلق عندها الاتجاه السعودي².

إذن فالتقليد المعلوماتي أثر مزدوج: يكون عقلانيا حين يكون وراءه عدد قليل من الأفراد. (فمن العقلاني تقليد من يعرف أكثر) غير أنه يصبح غير عقلاني إذا تضخم هذا العدد (يصبح التقليد للمقلدين) ويصف "كيندلبرغر، Kindleberger" هذا الأثر بقوله: "إن سلوك كل فرد هو عقلاني، أو كان ليكون عقلانيا لولا قيام الآخرين بتقليده" ونشير أخيراً إلى أن الاتصاليين الأفراد يسهم في نشر السلوكيات غير العقلانية وتضخيمها وارتباطها³.

2.3. الفرضية الثانية محدودية التحكيم، L'arbitrage limité : ليست أسواق المال في الواقع أسواقاً مثالية، وهذا يعود لوجود ما أطلقنا عليه اسم: المستثمرون الجاهلون NT، مما يقتضي بالضرورة وجود المحكمين لأجل إلغاء أثر النوع الأول من المستثمرين والعودة بالسعر إلى قيمته الحقيقية، غير أن هذه

¹-C.Wetzer, *la finance comportementale*, Op.Cit, P: 27-28.

*_ إن المثال الكلاسيكي والمبسط الذي يقدم عادة لشرح ظاهرة التقليد هو الآتي: لنفترض أن شخصاً "أ" يتواجد في غرفة لها بابان أحدهما يؤدي إلى الخارج في حين أن الآخر يقود إلى طريق مسدود، فجأة تندلع النار في الغرفة و"أ" يجهل أي البابين يختار. يرى عندها شخصاً آخر "ب" يقف ويتجه مسرعاً إلى أحد البابين، فماذا ستكون ردة فعل "أ"؟ سيفترض تلقائياً أن "ب" يعرف أي البابين هو باب الخروج (يمتلك معلومة خاصة) وما يؤكد إفتراضه هو سرعة وقوف "ب" وعدم تردده، إذن يرى عندها "أ" أن من العقلاني تقليد "ب" وهكذا يحصل التقليد المعلوماتي.

²- بن زايد مبارك، بن زايد عبد الوهاب، مرجع سابق، ص 14.

³- بن زايد مبارك، بن زايد عبد الوهاب، مرجع ساب، ص 15.

العملية قد تكون محدودة الأثر بفعل الارتباط بين السلوكيات غير العقلانية للعامة (القطيع) التي تتفاقم كما ذكرنا سابقا، مما يضعف من قدرة المحكمين على إلغاء أثرها كما افترضت النظرية التقليدية، ويجعل التحكم بالسوق في يد الفئة العادية¹. كما أن عملية التحكيم في واقع الأمر قد تنطوي على عدة مخاطر نذكر منها:²

إن الشرط الأساسي للقيام بعملية التحكيم هو وجود البديل الأمثل للورقة المالية، غير أنه وفي الواقع وبالخصوص عند وجود فقاعات سعرية (Desbullesspéculatives) أين تكون غالبية الأوراق مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية، من المستحيل العثور على البديل الأمثل وعادة ما يطلق على هذا الخطر: "الخطر الأساسي أو النظامي" (**risquefondamentalousystématique**)، كونه غير قابل للتنويع.

الخطر الثاني ناجم عن الجهل بالموعد المحدد لانفجار الفقاعة السعرية، ويقدم. "تأكتاس"مثالا مبسطا لتوضيحه: لنفترض أن مسيرا لأحد صناديق التوظيف أدرك في ربيع سنة 1986 وجود أوراق مالية مسعرة بأعلى من قيمتها الحقيقية، فالسلوك الأمثل الذي عليه أن يقوم به في هذه الحالة هو "البيع على المكشوف" أي أن يقوم ببيع أوراق لا يملكها بالسعر الحالي على أن يتم تسليمها في موعد لاحق (عادة بعد شهر)، فإذا لم تتفجر الفقاعة السعرية أي لم يحدث الانخفاض الذي يتوقعه خلال مدة العقد يمكنه أن يقوم بتمديده (لشهر آخر مثلا) متحملا بذلك خسارة إضافة إلى تكاليف القيام بالتمديد وتمثل هذه التكاليف مصدرا آخر للخطر. (**risquedescoûtsdetransactionsLe**)

إذا استمر هذا المسير في اللجوء إلى هذه الإستراتيجية فسيكون عليه القيام بحوالي خمسة عشر (15) تمديدا قبل انفجار الفقاعة في 1987، في الوقت الذي حقق فيه غيره من المستثمرين ممن ساروا مع الاتجاه عوائد تقدر ب 15 إلى 20 % في كل مرة، أما الاحتمال الأكبر فهو أن يكون قد أقصي وأبعد من السوق قبل نهاية السنة 1986 بفعل المنافسة، وهذا ما يكشف عن وجود خطر آخر مرتبط بعملية التحكيم هو خطر المنافسة "الخطر التنافسي" (**Le risqueconcurrentiel**)³. إذن نلاحظ بأن الإبعاد من السوق سيكون مصير من يسلك السلوك المناسب الذي تنص عليه النظرية التقليدية، لا مصير الفئة غير العقلانية كما قال "فريدمان". وعند إدراك هذه الحقيقة، يصبح رأي الأغلبية بدوره متغيرا لا بد من

¹ -M.Albouy, *Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers?*, Op.Cit, P: 182-183.

² -D.Azouzi, *Essai en finance comportementale*, Op.Cit, P : 18.

³ - N. Aktas, *la 'finance comportementale': un état des lieux*, In: *Reflets et Perspectives*, Op.Cit , P:29.

أخذه في الحسبان، حيث يطلق على من يعرف اعتقادات الأغلبية (tradersNoise) إلى جانب علمه بالمعطيات الأساسية اسم (Smartmoneyinvestors, Investisseursintelligents) وهذا ما لخصه "كاينز، keynes" بقوله: "لا يهتم المستثمرون المحترفون بالقيمة الحقيقية للاستثمار فقط، وإنما بالقيمة التي سيحددها له السوق بعد ثلاثة أشهر أو ستة بفعل تأثير الأغلبية"¹.

من بين الأخطار التي قد تحدث كذلك من عملية التحكيم خطر السيولة (Lerisque deliquidit) فقد لا يستطيع المحكمون شراء البديل الأمثل لعدم توفر السيولة اللازمة، وقد يلجئون عندها للاقتراض من الغير الذي قد يطالب بتسديد الدين لسبب أو لآخر قبل أن يحقق المحكم العوائد المرجوة مما يجبره على تصفية مركزه والخروج من السوق (متحملاً خسارة)². إذن وبفعل هذا الخط، حتى لو أدرك المحكمون أن الأسعار غير معقولة فليس في وسعهم القيام بشيء لإعادة التوازن إلى السوق³.

إضافة إلى الأخطار سابقة الذكر والتي يمكن أن تعمل على الحد من عملية التحكيم، نشير إلى أنه يمكن أن يكون لهذه العملية أثر عكسي، إذ قد يساهم المحكمون في اختلال توازن السوق عوضاً عن تصحيحه، وهنا يطال التشكيك رشادة المحكمين أنفسهم ومدى قدرتهم على معرفة القيمة الحقيقية انطلاقاً من تفسير إشارات السوق* بمعنى معرفة ما إذا كان التغيير في السعر حدث نتيجة لخطأ في تقدير قيمة الورقة المالية، أو أنه استجابة عقلانية لتغير في العوامل الأساسية⁴. كما يمكن أن يكون من العقلاني أحياناً أن يسلك المحكمون نفس سلوك الأغلبية الذين يميلون إلى اعتبار التطورات المستقبلية تكرر لما حدث في الماضي، ويتبعون عندها إستراتيجية يطلق عليها اسم: "التغذية العكسية الموجبة" (PositiveFeedback)

¹-C.Wetzer, **la finance comportementale**, Op.Cit, P: 26.

²-D.Azouzi, **Essai en finance comportementale**, Op.Cit, P: 19.

³- لمزيد من التفاصيل أنظر:

M.Albouy, **Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?**, Op.Cit, PP: 177-184.

* أثبتت الدراسات أن معظم التغيرات التي تطال الأسعار ليست نتيجة ورود معلومات جديدة تمس الجهة المصدرة للورقة المالية، كما أنها ليست إستجابة عقلانية للتغيرات في معطيات الاقتصاد الكلي، وهي من الكثرة بحيث لا يمكن تفسيرها جميعاً بتسريب معلومات سرية، وهذا ما يجعل التشكيك يمتد ليطال قدرة السوق على عكس القيم الحقيقية.

⁴-N. Aktas, **la 'finance comportementale': un état des lieux**, In: **Reflets et Perspectives**, Op.Cit , P :29-

الحالة هو السير مع التيار أو كما قال "سوروز"، (Prendre le train en marche)¹ والاستفادة من معرفتهم بالأساسيات وقدرتهم على توقع توقيت انعكاس الاتجاه السعري (Timing) لأجل التخلي عن الأوراق المالية في الوقت الذي تستمر فيه الأغلبية في الشراء، إذن عوض أن يقوم المحكمون بدورهم المنوط بهم في نظرية الكفاءة، نجد أنهم يقومون في هذه الحالة بإثارة أخطاء التقييم لدى العامة وحث متبعي الاتجاهات على الشراء بكميات كبيرة مما يعني التسبب في ظهور اتجاه سعري ثم الاستفادة من انعكاسه، وعليه فإن التحكيم في المالية السلوكية هو عملية محدودة الأثر، لا تخلو من المخاطر كما قد لا تقود إلى إلغاء الفارق بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية².

نلاحظ بعض عرض الفرضيات الأساسية للمالية السلوكية، أنها قد قامت بالتشكيك في أهم مفهومي ارتكزت عليهما نظرية الكفاءة (الرشادة والتحكيم). ولم تكف بهذا، وإنما أكدت ما توصلت إليه من نتائج من خلال ملاحظة مجموعة من الظواهر الشاذة في أسواق المال، ثم السعي إلى تفسيرها في ظل إطار نظري مستقل وخاص بها. فقد أثرت الاستعانة بعلم النفس عن التوصل إلى اكتشاف وملاحظة العديد من الانحرافات التي تطبع سلوك البشر بشكل عام، والمتعاملين في أسواق المال بشكل خاص، وتجعل من سلوكياتهم وقراراتهم بعيدة عن النموذج العلمي للنظرية المالية (Homo oeconomicus). ونحاول الآن تسليط الضوء ومناقشة بعض الانحرافات الملاحظة كونها أهم ما يشكل الإطار النظري للمالية السلوكية.

4. البدائل الجديدة لتفسير سلوك الأسعار وأهم الانتقادات: من خلال هذا المطلب سيتم التطرق إلى البدائل الجديدة لتفسير سلوك الأسعار، وكذلك أهم الانتقادات الموجهة للنظرية المالية السلوكية

1.4 البدائل الجديدة لتفسير سلوك الأسعار: لقد أعطيت الصورة النموذجية والساكنة لفرضية السوق الكفؤة الباحثين. فشكل عدم مجاراتها لحقائق الواقع وما تضمنته من مسلمات وادعاءات صارمة منطلق البحث عن بدائل جديدة لتفسير سلوك الأسعار، وتداعياتها على الأطراف المشاركة في الأسواق المالية. وفي هذا السياق، طرحت عدة فرضيات استلهمت من وحي عدة علوم، كعلم الأعصاب والبيولوجيا وعلم النفس السلوكي وعلم الاجتماع البيولوجي إطارا للتحليل الواقعي لكيفية عمل تلك الأسواق، والجهات الفاعلة فيها من أفراد ومؤسسات.

¹ -N. Aktas, la 'finance comportementale': un état des lieux, In: Reflets et Perspectives, Op.Cit , P :32.

² -D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P: 20.

1.1.4 فرضية الأسواق المتكيفة من منظور تطوري: إن السعي لإيجاد تفسير حقيقي وشامل لسلسلة الانهيارات والإختلالات العميقة التي هزت أركان الأسواق المالية خلال العقود القليلة الماضية، والتنبؤ بسيرورتها المستقبلية يقتضي تغيير طريقة التفكير حول السبل التي يسلكها المستثمرون في عملية صنع القرارات، بابتكار أدوات تحليل جديدة مستمدة من خارج اقتضاءات المعرفة التقليدية بتلك الأسواق. وقد دفعت هذه القناعة الاقتصادي لو (Lo) إلى طرح فرضية تأسست على مبدأ التوفيق بين فرضية السوق الكفوة وأطروحة المالية السلوكية من منظور تطوري Perspecrive،Evolutionary حيث أطلق على

تلك الفرضية فرضية السوق المتكيفة Adaptive Market Hypothesis

تنطلق هذه الفرضية من تحليل ديناميكي للسوق بأبعادها المختلفة، ضمن تصور عام يأخذ بعين الاعتبار تطورات الأحداث الجارية فيها، وتغير ظروف البيئة المحيطة، وديناميكيات التفاعل بين الأطراف المشاركة. وضمن هذا التصور، يشبه LO الأسواق المالية - من خلال استخدام توليفة مركبة من مبادئ التطور والانتقاء الطبيعي الدارويني - بيئة طبيعية أو فضاء إيكولوجيا يحكم تطورها قانون التنافس بين الأطراف المشاركة من أفراد ومؤسسات، حيث يؤدي التنافس فيما بينها حفاظا على نوعها وضمان بقائها في السوق باستغلال فرص الربح المتاحة إلى إنتاج أجيال وسلالات متطورة من المتعاملين ذوي الكفاءة والملاءة المالية والقدرة على التكيف Adaptation مع تغير ظروف البيئة المحيطة بالأسواق، وإزاحة العناصر غير الكفوة في النظام على إثر معاناتها لمستوى معين من الخسائر، ويمتد تأثير ذلك الانتقاء الطبيعي إلى تحسين كفاءة الأسواق. فكلما كانت فرص الربح متاحة بوفرة كلما تضاعلت حدة المنافسة بين المشاركين وضعفت كفاءة السوق بدورها. والعكس صحيح فالتنافس على فرص الربح النادرة يعمل على تقليص أعداد المشاركين في السوق بإبادة الأنواع غير الكفوة وإتاحة المجال للأطراف الفعالة تجسيدا لمبدأ البقاء للأغنى " Survival to Richest "، الذي يهيئ البيئة المناسبة لعمل جهاز السعر بكفاءة في عكس المعلومات المتاحة.¹

وتكمن أهمية النموذج الذي طرحه LO في قدرته على تجميع معلومات عن مستقبل التغيرات السعرية بمعرفة قوى التطور والمنافسة وديناميكيات التكيف مع البيئة المتحولة، بالإضافة إلى التفاعلات

¹ - مزاهدية رفيق،الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في سوق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2015، ص 116.

الموجودة بين المشاركين في السوق. وعلى ضوء ذلك، يمكن حصر مكونات فرضية السوق المتكيفة في الادعاءات الآتية¹:

- يتصرف الأفراد لحساب مصلحتهم الذاتية؛
- في سياق الاستثمار في الأسواق، يرتكب الأفراد من حين لآخر عددا من الأخطاء؛
- يتعلم الأفراد من تجاربهم السابقة كما يتكيفون مع بيئتهم وتغيراتها الدورية؛
- تنشأ المنافسة بين الأفراد والأنواع المختلفة من المؤسسات ضمن بيئة معينة بفعل التكيف والابتكار؛
- تعتمد بيئة السوق Market Ecology في تشكلها على قانون الانتقاء الطبيعي؛
- يحدد التطور Evolution ديناميكيات السوق.

2.1.4. انعكاس جورج سوروس: كان للأزمات المالية المتابعة التي مر بها النظام الرأسمالي دورا في تفسير كيفية عمل السوق والاختلالات والفقاعات السعرية التي تطرأ عليه من حين لآخر، وقد كان جورج سوروس George Soros واحدا من أولئك المستثمرين الأوائل الذين نبهوا إلى خطأ فكرة التوازن لفرضية السوق الكفوءة، مستدلا في ذلك بأن وقوع الأزمات بشكل دوري هو دليل على أن هذه الفرضية فيها خلل جوهري، واقتناعا بهذه الفكرة، أستحدث سوروس مدخلا معياريا جديدا أطلق عليه نظرية الانعكاسية The Theory of Reflexivity وهذه النظرية التي تضمنها كتابه الموسوم "كيمياء التمويل" The Alchemy of Finance، وهذه النظرية أشبه ما تكون بفلسفة الديالكتيك عند هيغل والمادية الجدلية لكارل ماركس لقد قامت تلك النظرية على أساس فكرة محورية وهي أن الأسواق لا تميل نحو التوازن على غرار المنظومات الطبيعية، لأن تحيز المشاركين في السوق يجعل من وضع التوازن أمرا بعيد المنال، فالأسواق المالية لا تعكس بدقة الظروف والمواقف الكامنة فيها، بل تكون منظومتها السعرية منحازة أو مشوهة، بفعل القوى المتعاكسة بين التوقعات التي تعكس نظرة المتعاملين إلى الأساسيات، والواقع الذي يشتمل على منظومة الأسعار.²

وتنشأ الانعكاسية من العلاقة التفاعلية المضادة (الارتدادية) بين تفكير المشاركين والموقف الذي من خلاله يتفاعل المشاركون في السوق، وتتفكك هذه العلاقة إلى وظيفتين متداخلتين، حيث تسمى مجهودات المشاركين لفهم الموقف بوظيفة الإدراك، بينما يأخذ تأثير تفكيرهم على الواقع من أجل تغييره

¹-Andrew W. Lo, "Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis," Journal of Investment Consulting, Vol. 7, 2005, p 31.

²- رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص.ص: 120، 121

مسمى وظيفة المشاركة، وتعتمد توقعات المشاركين في إطار وظيفة الإدراك على الموقف (الأساسيات الاستثمارية) الذي يتأثر بدوره بتوقعات المتعاملين في ظل وظيفة المشاركة، ومن الواضح أن الوظيفتين تعملان في اتجاهين متعاكسين، إذ يشتمل المتغير المستقل في وظيفة الإدراك على الموقف، في حين يصبح تفكير المشاركين في وظيفة المشاركة متغيراً مستقلاً¹

2.4. أهم الانتقادات الموجهة لنظرية المالية السلوكية: على الرغم من أن علم المال السلوكي كسب الدعم والتأييد في السنوات الأخيرة، إلا أنه لا يخلو من الانتقادات. فأنصار نظرية كفاءة السوق هم من أشد المنتقدين لعلم المال السلوكي. حيث أن علم المال السلوكي ناقض فرضية رشادة الأفراد التي أنت بها نظرية كفاءة الأسواق المالية

الناقد الأبرز للمالية السلوكية هو Fama مؤسس نظرية كفاءة السوق، فهو يرى أنه وعلى الرغم من وجود بعض الحالات الشاذة التي لا يمكن تفسيرها من خلال النظرية المالية التقليدية، فلا يجب التخلي عن نظرية كفاءة السوق تماماً لصالح علم المال السلوكي. وأن أغلب الحالات الشاذة الموجودة في النظريات التقليدية هي قصيرة الأجل والتي يتم تصحيحها بالنهاية بمرور الزمن وجد (Fama أن النتائج في علم المال السلوكي تناقض بعضها، وأن علم المال السلوكي بحد ذاته هو مجموعة من الحالات الشاذة التي يمكن تفسيرها من خلال كفاءة الأسواق المالية

وهنا بعض العوامل التي تدل على قصور علم المال السلوكي:²

1.2.4. الطقس لا يدرك بأنه في موضع اختبار (Weather patterns don't know they are being studied): علم المال السلوكي مثل العلوم النفسية الأخرى تواجه صعوبة بأنها تتعامل مع كائنات حساسة فعند دراسة الطقس لن يدرك بأنه موضع دراسة وبالتالي لن يلجأ إلى تغيير تصرفاته بسبب جعله موضع اختبار. ولكن عند دراسة شيء يتعلق بالإنسان فإن تصرفاته ستجعل الدراسة معقدة بشكل أكبر. إدراك الإنسان بأنه موضع اختبار يجعله يتصرف بطريقة مختلفة كلياً عن طريقة تصرفه خارج هذه التجربة ربما قد يجيب الإنسان عن الأسئلة بصدق وبدون احتيال ولكن ربما أيضاً يحاول الإجابة بأجوبة يرغب القائم بالاختبار سماعها. وربما يكون منزعج ودفاعي بسبب وقوعه

¹ - برارمة ريمة، مرجع سابق، ص 64.

² - سيرين خالد الحموي، تأثير العوامل السلوكية على عوائد الأسهم، أطروحة ماجستير، كلية الاقتصاد، قسم المالية والمصرفية، جامعة دمشق، 2016، ص 54-57.

موضع اختبار. وقد يكون متوتر ويظهر بشكل الأغبياء فيجب أجوبة بطريقة السهو أو الخطأ لم يكن يريد إجابتها بهذه الطريقة

2.2.4. قضية التجربة والتعلم (Experience and education matter): الجميع يخطئ بقراراته أحيانا في المواضيع التي لا يعلم الكثير عنها. ولكن هذا لا يعني أنه سيستمر باتخاذ القرارات الخاطئة عندما يتعلم أكثر حول الموضوع. وهذا نفسه ينطبق على العديد من نتائج نظريات علم المال السلوكي، في الوقت الذي يدرك فيه المستثمر بأنه يتخذ قرارات خاطئة ويدرك لماذا هي خاطئة، يكون قادر على اتخاذ قرارات أكثر صحة في المستقبل

3.2.4. امتلاك الشيء يجعله معرض للخطر (Having something really at stake): لدى طرح سؤال ما على الفرد في موقع التجربة من الممكن أن ينطق بجواب سريع، ربما يكون هذا الجواب هو الجواب الطبيعي الذي من الممكن اتخاذه وبطريقة عفوية ولكن في الواقع الأمر مختلف كلية، ففكرة أن القرار المتخذ سيؤثر على محفظته الاستثمارية التي تحتوي 100 مليون دولار يجعله أقل احتمالا بكثير أن يجيب بطريقة عفوية وطبيعية ومنتسرة، فهنا يقوم بالتفكير كثير قبل الإجابة بالقرار الأصح الذي يجب أخذه

4.2.4. تأثير توقعات القائمين بالتجربة على نتائج تجربتهم (The experimenters expectations affect the outcome of their studies): عند إجراء دراسة ما وبشكل غير مقصود يعمل الباحث على إثبات توقعاته حول الدراسة حيث أن توقعات الباحث حول دراسته تؤثر بشكل عميق على نتائج البحث. ففي دراسة أجريت على مجموعتين من المعلمين حول إثبات أي من المجموعتين أداءهم أفضل. قام الباحث بإخبار المجموعة الأولى بأن أداءها ممتاز، وبالفعل قد حصل طلاب هذه المجموعة على نتائج عالية. وقد أخبر المجموعة الثانية أن أداءها سيئ، وبالفعل قد حصل طلاب هذه المجموعة على درجات منخفضة. ولا حاجة للقول بأن طلاب المجموعتين هم من نفس المستوى ونفس المجموعة الأصلية

وهذه الظاهرة (إيجاد ما نتوقع إيجاده) أو (إيجاد ما نرغب إيجاده) تمتد أيضا للدراسة التي تجري على غير الإنسان. إذ يبقى انحياز الباحث قضية هامة مما سبق يتضح أن كلا من المالية التقليدية وعلم المال السلوكي لا يخلوان من القصور في بعض النقاط، فلا يمكن الاعتماد على واحدة منهما وتجاهل الأخرى بشكل كامل، ولا يمكن وصف إحداهما بأنها قادرة على حل وتحليل جميع الحالات التي تواجه السوق المالي. ولكن تعتبر كل منهما

مكملة للأخرى. حيث أن علم المال السلوكي أتى ليكون مكملا لنظرية كفاءة الأسواق المالية وليس لاغيا لها. حيث أن ظهوره كان نتيجة لوجود بعض القصور في المالية التقليدية.

المطلب الثالث: العوامل السلوكية المؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية

1. مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

هناك معايير عدة (مؤشرات) يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء الأسواق المالية، ولمعرفة درجة تقدم السوق ونضجها، فإن هناك مجموعة من المؤشرات تعبر عنها، وفي الوقت نفسه تعكس أداءها وتستخدم هذه المؤشرات أو المعايير لقياس مدى تحقيق السوق لأهدافه، ومن أهم المؤشرات التي يمكن أن تعبر عن درجة سوق الأوراق المالية ونضجها وتقدمها هي:

1.1. حجم السوق: غالبا ما يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:¹

1.1.1. مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق): وهو عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.

2.1.1. مؤشر عدد الشركات: فزيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة له دلالة هامة على التطور السريع للسوق المالية.

2.1. سيولة السوق: تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة وهناك مؤشران هما:²

1.2.1. مؤشر حجم التداول: وهو مجموع الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي، وهذا المؤشر يقيس التداول المنظم لأسهم المؤسسات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي، إذن فهو يعكس ويعبر عن سيولة الاقتصاد بصفة عامة، وهذا المؤشر يكمل رسملة السوق. إذ أنه بالرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، وعليه يستدعي الأمر استخدام المؤشرين معا لغاية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية

2.2.1. مؤشر معدل الدوران: هو إجمالي الأسهم المتداولة مقسوما على رسملة السوق، وهذا المؤشر تخدم كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات. كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق لتوضيح درجة نشاط السوق إذ يمكن أن يكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة إذا كانت رسملتها كبيرة ولكن معدل الدوران

¹ - بلحول فتحي، مرجع سابق، ص 41

² - المرجع نفسه، ص 41.

فيها منخفض. إن مؤشرات السيولة تقيس درجة التداول " السيولة بالنسبة لحجم الاقتصاد ككل وبالنسبة لحجم سوق الأوراق المالية".

3.1. تقلبات العائد: كم يعرف أن صانع السوق يحدد الهامش الذي يطلبه تبعاً لدرجة الخطر التي يواجهها في سبيله لاستقرار السوق، ويرتبط ذلك الخطر بمدى تغير أو تقلب السعر، والذي بدوره يقاس بدرجة نشنت العائد على مر الزمن معبراً عنها بالانحراف المعياري، ومع تزايد درجة التشتت يزيد احتمال تعرض المستثمر للخسائر خلال الفترة الزمنية بين عملية الشراء وعملية البيع ما يعكس على عدم استقرار أسعاره

يمكن قياس درجة الخطر باستخدام معامل الاختلاف الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة معينة، أو باستخدام الانحراف المعياري.¹

4.1. درجة التركيز: ويقصد بها ما إذا كان حجم التداول للسوق مركزاً في عدد محدود من المؤسسات المقيدة أو موزعاً على عدد كبير منها، ولقياس درجة التركيز، نحسب نصيب أكبر عشر مؤسسات من إجمالي رأس المال السوقي أو إجمالي قيمة التداول²

2. المتعاملون في سوق الأوراق المالية حسب الهدف من تعاملاتهم: تحتوي بورصات الأوراق المالية على أطراف مختلفة يمارسون بيع الأوراق المالية وشراؤها بغية تحقيق أقصى الأرباح، ومن أهم هذه الأطراف ما يلي:³

1.2. المراجحون: وهم شريحة استثمارية تتعامل بالمشتقات المالية عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ تشتري من سوق منخفضة الأسعار وتبيع في سوق أخرى مرتفعة الأسعار وتحقق ربحاً عديماً المخاطرة. ويدخل ضمن هذه التعاملات جميع عمليات بيع العملات وشراؤها، ولقد ساعد التطور التكنولوجي في إتمام هذه الصفقات بسرعة

2.2. المحتاطون: تهتم هذه الشريحة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق، إذ تحتفظ هذه الفئة بالأوراق المالية من أجل الحيطة وتقليل المخاطر،

¹ - جابو سليم، مرجع سابق، ص 54 .

² - عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية أداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 181.

³ - جابو سليم، محاضرات في الهندسة المالية، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الأولى ماستر، مالية مؤسسة، جامعة تبسة، 2020، ص.ص: 9-10

خصوصاً وأن المشتقات تسمح لهم بتحقيق مستوى تأكد يتفوق على الأوراق المالية الأصلية، ولكن ذلك لا يعني ضماناً كاملاً.

3.2. المضاربون المحترفون: وتسعى هذه الشريحة إلى الاستفادة من فروقات الأسعار، إذ يهتم المضاربون بمراقبة الأسعار في السوق بصفة دائمة، بالإضافة إلى التنبؤ باتجاهات السوق التخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائية والاقتصادية التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة في السوق، كذلك من معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق، إذ تحاول هذه الشريحة الاستثمارية المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية من أجل تحقيق أقصى ربح من خلال شراء الأوراق المالية وبيعها عندما ترتفع أسعارها.

4.2. المضاربون الهواة: تهدف هذه الشريحة إلى الاستفادة من فروقات الأسعار في السوق المالية، ولكن دون الاهتمام بدراسة العوامل المؤثرة فيه، إذ أنها لا تقوم بدراسة اتجاهات السوق بل تتطلب إتباع سياسات مرنة تتفق مع الدورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة وقوعهم في خسائر.

5.2. المتآمرون: تهدف هذه الشريحة إلى التحكم بالأسعار وتوجيه السوق صعوداً وهبوطاً مستخدمة بذلك بعض الوسائل المصطنعة بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية أعلى أو أدنى من السعر الحقيقي لها، ويتميز هؤلاء بأن لديهم موارد مالية ضخمة تمكنهم من تحقيق أهدافهم.

6.2. المستثمرون: ويمثلون الأفراد الذين يشترون الأوراق المالية بهدف الحصول على دخل مستمر منها والتي تشمل الفوائد والتدفقات والعوائد بمختلف أشكالها. وهناك نوعان من المستثمرين، المستثمر الداخلي والمستثمر العادي، ويهدف المستثمر الداخلي إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال امتلاك عدد كاف من الأسهم بهدف الربح، أما المستثمر العادي فيهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري.

3. سيكولوجية المستثمر ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري: اهتمت الدراسات الحديثة في المالية السلوكية على دراسة "سيكولوجية ومعنويات المستثمرين" باعتبارها إحدى العوامل المؤثرة على اتخاذ القرارات الاستثمارية. واحدة من أهم مبادئ المالية السلوكية هو أن "المستثمر غير عقلاني" وبالتالي يتأثر الفرد بمشاعره ومعتقداته الشخصية عند اتخاذ القرارات المالية، فالجوانب النفسية لها دور وأثر في تسعير

الأصول واتخاذ القرارات وساعدت كذلك على تفسير عدد من الظواهر الغامضة في الأسواق وسلوكيات المستثمرين والتي كانت تعد من الألغاز غير المفسرة في المالية التقليدية¹.

فلا يمكن الاعتماد على التفكير والتحليل العقلاني عند اتخاذ قرار استثماري أو فهم توجهات السوق بدون استيعاب الطبيعة العاطفية للمستثمرين. إلا إذا افترضنا أن جميع المتعاملين في السوق هم عقلانيون 100% وهذا غير منطقي في الأسواق، حيث يتكون السوق من عدد من المستثمرين باختلاف إستراتيجية كل نوع من المستثمرين وتنوع أهدافهم ومقدار تحملهم للخسارة ووجهات نظرهم وخبراتهم، لذلك فإن العواطف هي المفتاح الرئيسي لفهم سيكولوجية المستثمر في الأسواق².

1.3 ماذا نعني بسيكولوجية ومعنويات المستثمر؟: تعد "معنويات المستثمرين investor sentiment" من أهم المصطلحات النظرية والتجريبية في المالية السلوكية. ويصف المصطلح المعتقدات المستندة على تحيزات واستدلالات المستثمرين. وتشير سيكولوجية ومعنويات المستثمرين على شعور المستثمرين العام تجاه أصل معين، سهم، عقار أو سوق. هو مصطلح يشار إليه عمومًا بدرجة التفاؤل أو التشاؤم لدى المستثمرين³. وبشكل عام تشير تحركات الأسعار نحو الصعود عن ارتفاع معنويات المستثمرين (تفاؤل) بينما تشير تحركات الأسعار نحو الانخفاض عن هبوط معنويات المستثمرين (التشاؤم).

2.3 كيف يتم قياس سيكولوجية ومعنويات المستثمر؟: ويتم قياسها بعدد من المؤشرات أو المقاييس، ومنها المقاييس التقليدية كاستبيانات المستثمرين والتي تهدف لقياس توجهات وآراء المستثمرين تجاه الوضع الحالي للاقتصاد كمؤشرات ثقة المستهلك وكذلك مؤشر knight frank العقاري. والنوع الآخر من المقاييس هي المؤشرات المركبة مثل عدد الصفقات والقروض العقارية، بحيث يعبر ارتفاعها عن ارتفاع معنويات المستثمرين بالتالي ارتفاع الأسعار في الفترة الحالية وانخفاضها في المستقبل والعكس صحيح.

بالإضافة لذلك، قام عدد من الباحثين ومنصات التحليل بتطوير عدد من المقاييس لقياس المعنويات، ومنها "المقاييس المعتمدة على الميديا أو الأخبار"، فهي تقوم بتحليل الأخبار المتعلقة بالأصل وتصنيفها كأخبار إيجابية أو أخبار سلبية، ومن ثم ربطها بالعوائد المستقبلية.. ولوحظ فعلاً تأثيرها على

¹-Jochen H, Jessica R & Marcel L. (2018). News-based sentiment analysis in real estate: a machine learning approach, *Journal of Property Research*.

²-Lin, C. Y., Rahman, H., & Yung, K. (2009). Investor sentiment And REIT returns. *The journal of real estate finance and Economics*

³-Galli more, P., & Gray, A. (2002). The rôle of Investor sentiment In Property Investment décisions. *Journal of Property Research*.

الأرباح وبالتالي اتضحت أهميتها في التنبؤ بالأسعار والأرباح المستقبلية¹. ومن هنا، اهتمت منصات التحليل الاستثماري بالإطلاع على هذه المؤشرات ليستفيد منها المستثمر عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

3.3. لماذا تفيد سيكولوجية ومعنويات المستثمر؟: لخصت بعض الدراسات العلمية إلى أن المالية السلوكية تقدم مساهمات قيمة لنظرية المالية التقليدية وأن كلاً من العوامل الأساسية والسلوكية تؤثر على الأسعار. ويختلف المستثمرون في المدارس التي ينتمون إليها عند اتخاذ القرار الاستثماري بالاعتماد على متابعة العوامل الأساسية أو السلوكية أو كليهما معاً. وبعض المستثمرين لهم طرقهم الخاصة في الاستثمار وجني الأرباح. لكن متابعة مؤشرات المعنويات وتحليل سلوك المستثمرين مع الانتباه للعوامل الأساسية سيساعد على تحديد التوقيت الأفضل لبيع أو شراء الأصل للاستفادة من الفجوات السعرية. حيث تتحرك الأسعار بناء على المؤشرات الأساسية وسيكولوجية أو مشاعر المستثمرين المتباينة بين التفاؤل والتشاؤم. وبذلك تتشكل فرص الشراء والبيع كون الأسعار تتحرك في المدى القصير بناء على مشاعر المستثمرين في لحظة زمنية معينة². فالمستثمر عادة ما يبنى قراراته بناء على عوامل اقتصادية وعوامل سيكولوجية خاصة فهو يتأثر بتحيزاته الشخصية أو حتى التأثير بالآخرين "سلوك القطيع".

4. التشوهات اليومية والموسمية والأساسية والفنية: عند الحديث عن التشوهات الملاحظة في أسواق الأوراق المالية يندرج أكبر عدد من التشوهات تحت ما يطلق عليه اسم "التشوهات الموسمية" ونذكر من بين هذه التشوهات:

1.4. أثر الحجم: في سنة 1981 Banez نشر مقال بعنوان "العلاقة ما بين العوائد والقيمة السوقية للأسهم": معدلات المر دودية الملاحظة على الرسملة الصغيرة كانت في المتوسط أعلى من تلك ذات الرسملة الكبيرة، هذا التشوه كون بطبيعة الحال تشكيك في فرضية كفاءة الأسواق المالية. وأشار، (Chan, chen, 1991) إلى الأخذ في اعتبار أثر المؤسسات المتعثرة، فمن المعروف أن عدد غير مستهان به من المؤسسات المتعثرة ماليا هي المؤسسات الصغيرة، فالعوائد المسجلة هي أكثر ارتفاعاً مما هو منظر من قبل عوائد الأسهم للمؤسسات الصغيرة، وهذا يمثل تعويض لتعرض للخطر المرتبط بهذه المؤسسات المتعثرة³.

¹-An de Meulen, P., Michel, M., & Schmidt, T. (2014). **Forecasting real estate prices in Germany: the role of consumer Confidence.** Journal of Property Research.

² -James R. Delisle.(2010) **Fundamentals of Real Estate: A Behavioral Approach.**(work in progress).

³-CHAN K. C., CHEN. N-F (1991) » **Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms** » THE JOURNAL OF FINANCE • VOL. XLVI, NO. 4 • SEPTEMBER 1991 p 1468

2.4. أثر القيمة: المحافظ المكونة من أسهم "القيمة" تبدو أنها تعطي عوائد على رأس المال للمستثمر أكبر في المدى الطويل، هذه الاسم تتميز بعوائد عالية نسبة إلى القيمة الحالية للأصل، بعد الأخذ في الاعتبار حجم المؤسسة وتباين عوائد المحافظ، الأسهم تمثل نسب منخفضة (سعر-الربح) تعطي عوائد مرتفعة نسبة لعائد السوق¹.

(DeBondtetThaler 1985) قاموا بتكوين محافظ مصنفة وفقا لتنوع مؤشرات القيمة مثل نسبة القيمة المحاسبية- القيمة السوقية، سعر السوق - الأرباح، نمو رقم الأعمال وتاريخ العوائد، باستخدام معطيات لعوائد بورصية للولايات المتحدة، وخلصا إلى أن المحافظ المكونة من الأسهم القيمة تعطي عوائد مستقبلية مرتفعة نسبة إلى محافظ مكونة من أسهم "النمو" لأفق توظيف يصل إلى 5 سنوات.

3.4. التشوّهات الموسمية: العديد من الباحثين أخذوا في الاعتبار آثار موسمية على تباين معدلات المردودية. ونذكر منها ما يلي:

1.3.4. أثر نهاية الأسبوع weekend effect Thé: هي ظاهرة أين العائد المتوسط يوم الاثنين هو معنويا أقل من متوسط العائد في باقي أيام الأسبوع، بينما عوائد يوم الجمعة هي إحصائيا موجبة²، تم اكتشافه للوهلة الأولى في السوق الأمريكية ولكنه ليس محدودا في السوق الأمريكية، فلقد بينت الدراسات أن أثر نهاية الأسبوع حاضر في أسواق دولية أخرى Solnik and affe and Westerfield 1985 Bousquet 1990 Barone 1990; among وآخرين.

ونخص بالذكر دراسة (french Gibbons et Hess (1981) وجدوا فروق إحصائية معنوية بين مردودية أيام الأسبوع، حسب هؤلاء أثر نهاية الأسبوع تترجم بمتوسط معدلات مردودية سلبي يوم الاثنين وموجب في نهاية الأسبوع³، بحيث أن المستثمر الذي يشتري أسهم في يوم الاثنين قبل الإقفال وبييعها يوم الجمعة قبل الإقفال يحقق أرباحا.

2.3.4. أثر نهاية السنة (أثر جانفي) January effect: أثر آخر موسمي لوحظ في الأسواق المالية خلال السنة، وهو أثر جانفي، حسب هذا الأثر المردودية المحصل عليها في شهر جانفي أعلى من تلك المحققة في الأشهر الأخرى للسنة، وأكثر دقة للمؤسسات ذات الرأسمال الصغيرة، لكن السؤال المهم هو

¹-Fama, E. F. and French, K. R. (1993) **Common risk factors in the returns on stocks and bonds**, Journal of Financial Economics, 54, 3-56.

²-Raj k, kohli and kohers t.2001 « **the week -of - the month effect in stock returns: the evidence from the s&p Composite index**, journal of economics and finance p 129

³-Maheran. N , Muhammad. N & Muhd N. A 2010 « **Efficient Market Hypothesis and Market Anomaly: Evidence from Day-of-the Week Effect of Malaysian Exchange** » International Journal of Economics and Finance p36

هل يمكن استغلال هذه الأثر من أجل تحقيق أرباح غير عادية؟ يبدو أن، الإجابة تكون سلبية عند احتساب تكاليف المعاملات، ودرجة سيولة الأوراق المالية المعنية، وهذا ما أشار إليه "malkiel2003" يبدو أن أثر جانبي قد اختفى بسرعة بعد اكتشافه ولكن هل هذا صحيحا؟

حسب هذه الحالة الشاذة، أسعار الأسهم تعرف هبوطا في شهر ديسمبر لكل عام وترتفع مجددا طوال شهر جانفي¹. ولمعرفة الإجابة سنخرج إلى بعض الدراسات التي تناولت هذا الموضوع.

IWachte في سنة 1942 كان أول من قدم أثر جانبي، وقدم مجددا من قبل RozeffandKinney في سنة 1976، وبعد ما طرح موضوع أثر جانبي سنة 1976 أصبح معرفا بنطاق واسع لدى الجمهور فالعديد من المستثمرين أصبحوا على دراية بهذا الوضع الشاذ في الأسواق المالية وبالخصوص المستثمرين المحترفين أدركوا الأمر جيدا، بمعنى آخر هذه المعلومة أصبحت معروفة لدى الجميع، ووفقا لنظرية كفاءة الأسواق المالية "الكفاءة المعلوماتية" لا يمكن لأثر جانبي أن يظهر في السوق المالي، بما أن المعلومة أثر جانبي أصبحت معروفة والمستثمرين يحاولون استغلالها فحقن الأموال الإضافية في الأسواق قبل يناير، تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم كنتيجة لذلك، أثر جانبي ينبغي أن يتحول من جانبي إلى ديسمبر. وعليه لا يزال يظهر أثر يناير حتى بعد اكتشافه².

في دراسة ل (1996)HaugenandJorion لسوق الأسهم في نيويورك لفترة من 1926 إلى 1993 وخلصوا إلا أنه لا يوجد دليل على اختفاء أثر جانبي من سوق نيويورك للأسهم، حتى أن أثر جانبي أصبح أقوى بعد اكتشافه.

3.3.4. آثار الشهور والأيام effet jours/mois: لوحظ في أسواق المال أن الأسعار تميل إلى الارتفاع عشية أيام العطل، وأيام الأربعاء، والأمر ذاته لوحظ بالنسبة للأشهر، إذ ترتفع الأسعار خلال 15 يوم الأولى من كل شهر، وتنخفض في 15 يوم الأخيرة أو ما يطلق عليه أيضا ب " أثر تغير الشهر".

إن إثبات وجود مثل هذه التشوهات الموسمية، سيجعل المستثمرين العقلانيين يقبلون على اغتنامها إذ تمثل بالنسبة لهم فرصا لتحقيق أرباح غير عادية، غير أن التنافس لاغتنامها سيعمل على اختفائها "بفعل

¹-Raj k, kohli and kohers2001 « the week –of – the month effect in stock returns: the evidence from the s&p Composite index, journal of economics and finance p 130.

²-Roger Su ,. Dutta A S, Mingwei Xu 2011 **Financial Anomalies: Evidence from Chinese A-share Markets** International Journal of Economics and Finance Vol. 3, No. 2 ; p77.

أثر التعلم *apprentissage du marchè*، وهذا يتوافق مع ما قاله "مالكايل" (Malkiel 2003): "يبدو أن أثر جانفي قد اختفى بسرعة بعد اكتشافه".

كما أن السؤال الذي يطرح هنا هو: "هل في الإمكان الاستفادة من هذه الظواهر لأجل تحقيق أرباح غير عادية؟ إذ يبدو من الملاحظة أن العكس هو الصحيح بالأخذ في الاعتبار تكاليف الصفقات وقلة سيولة الأوراق المعنية¹.

4.3.4. أثر دمج الأصول في المؤشرات: كل واحد منا يمكنه معرفة الأهمية التي يوليها المستثمرون للمؤشرات الكبرى، (P&S 500, Dow, Jones, CAC 40) ، هذا الانجذاب نحو المؤشرات تم تقويتها بتسيير المؤشرات، بمعنى يسعى المسير إلى تحسين أداء المؤشر، إذن ليس من الغريب أن نلاحظ عندما أصل ما يدخل في مؤشر (أو يخرج منه) فإن سعره سيتغير صعوداً (هبوطاً) وحسب (1986) (Schleifer) هذا الارتفاع يمكن أن يصل إلى 3% وهذا ما يتعارض مع فرضية كفاءة، الأسواق وعلى هذا الأساس لا يمكن تفسير وفقاً لفرضية كفاءة الأسواق المالية أن قيمة المؤسسة ترتفع بمجرد دمجها في المؤشر²؟

5.3.4. الاكتتاب في البورصة *les introduction en boures*: الاكتتاب في البورصة (initial public offering) IPO يشكل أيضاً حقلاً غنياً لملاحظة الحالات الشاذة، حيث العديد من الأبحاث أدرجت أن المؤسسات التي تكتتب لأول مرة هم في الحالة العامة مقيمة بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية، وحسب (1975) Ibbotson، هذه الظاهرة تظهر في معدلات المراد ودية مرتفعة في المدى القصير. إذن من الممكن تحقيق ربح عن طريق شراء أصول أصدرت حديثاً، وعلى العكس يبدو أنه في المدى الطويل (5 سنوات) قد يقل أداؤها، هذه الظاهرة المزوجة يصعب تفسيرها وفقاً لنظرية كفاءة الأسواق المالية³.

هنا نجد العديد من التفسيرات من أجل تبرير لما تأخذ الأصول عند الاكتتاب القيمة الأقل من قيمتها الحقيقية وأهمها رغبة المسيرين إنجاح العملية عن طريق نشر أسعار تجذب المستثمرين.

¹—M.Albouy, *Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?*, Op.Cit, PP: 176.

²—Schleifer A (1986) « *Do Demand Curves for Stocks Slope Down ?* » The Journal of Finance, Vol. 41, No. 3, Papers and Proceedings of the Forty-Fourth Annual Meeting of the America Finance Association, New York, New York, December 28-30, 1985. (Jul., 1986), pp. 579-590.

³—Ibbotson R.G. 1975. 'Price Performance of Common Stock New Issues', Journal of Financial Economics, Vol.2: 235-272.

6.3.4. التقلبات المفرطة (التطاير) La vvolatiléti: من خلال النظريات المالية التقليدية، قيمة الأسهم يمكن العثور عليها عن طريق خصم الأرباح المتوقعة في المستقبل من الأرباح الحاضرة. من وجهة نظر كفاءة الأسواق المالية، سعر الورقة المالية يتغير فقط عندما نتوقع أرباحا أو عند وصول معلومات جديدة، هناك العديد من الحالات للتقلبات المفرطة الملحوظة في السوق التي لا يمكن تفسيرها من خلال نظرية كفاءة الأسواق المالية¹.

(Shiller (1981, 1984) كان من أوائل الذين اهتموا بالتقلبات المفرطة في السوق، ولإثبات اقتراحه بحث لمعرفة إذا تنوع أفساط أرباح الأسهم - يعتبر متغير أساسي يمكنه تفسير قيمة الأسهم في النظرية التقليدية - ويمكنه تفسير تقلبات أسعار الأسهم، من أجل هذا قام بدراسة العلاقة ما بين تباين القيم الأسهم، القيمة الحقيقية تحسب انطلاقا من الأرباح الماضية للأسهم باستخدام نموذج Gordon-Shapiro. بين شيلر أن التطاير في أسعار السوق هو أكبر بكثير من قيمة الحقيقية، الأمر الذي بين التقلبات المفرطة في السوق وسلوكهم الغير عقلاني، هذا الإفراط في تقلبات أسعار بالنسبة للقيمة الحقيقية شكك مجددا في فرضية كفاءة الأسواق المالية².

5.4. أثر الجو: تطور العلاقة ما بين تقييم الأوراق المالية وحالة الجو ليست بحدیثة نجد أن³ Souders (1993) قدم دراسة حول علاقة ارتباط ما بين التقلبات اليومية للمؤشر داوجنز Dow Jones من 1927 وسنة 1989 وتلبد الجو (الغيوم) في Central Park.

6.4. أثر الزخم momontum: أحد أول المقالات التي تناولت جانب أثر الزخم (2004) (BangeandMiller حيث أثبتت لدراساتهم السابقة أن المنشورات الاستثمارية تحت على شراء الأوراق المالية التي كان أداءها جيدا في الماضي حسب (Jaffe ans Mahoney, 1999)، إن المستثمرين الصغار يتاجرون في الأوراق المالية كما ولو أن أنه يمكن محاكاة تحركات الأسعار في الماضي مع التحركات المستقبلية.

أثر الزخم يكشف العلاقة ما بين ماضي ومستقبل عوائد الأصول، حسب أثر الزخم الأصول المالية والأسعار في مسار تصاعدي على مدى فترة ماضية من ثلاثة إلى 12 شهرا لديها احتمال كبري

¹ -Yalçın. K. C ,2010 **Market Rationality: Efficient Market Hypothesis versus Market Anomalies** »European Journal of Economic and Political Studies p31

²-Shiller RJ (1981)**The use of volatility measures in assessing market efficiency** journal of finance 36 ;3,291-304.

³-Mohamed chikhi « **etude econométrique de l'efficience informationnelle face aux anomalies sur les marchés Boursiers** » revue de chercheur n3 2004 p 8

أن تستمر على هذا المسار التصاعدي الفترة اللاحقة من 3 إلى 12 شهرا، في نفس الوقت الأصول المالية ذات الأسعار التي تتبع مسار هبوط خلال الأشهر السابقة لديهم احتمال أكبر للاستمرار في الهبوط خلال الفترة المقبلة¹.

وفي هذا الصدد نجد أبحاث (Chen and De Bondt(2004) حيث قدموا دراسة لمؤسسات ومؤشر s'Poor-500 في الفترة الممتدة ما بني (1976- 2000) وخلصوا إلى كون المستثمرين يتبعون الإستراتيجية التالية²: شراء الأسهم التي حققت ربح في الماضي والتخلص من الأسهم التي حققت خسارة في الماضي وهذا هو السبب المحتمل في خلق أثر الزخم.

5. نماذج المالية السلوكية: في دراسة للموضوع، سنقارن ما بين العوائد الملاحظة (تاريخيا) مع العوائد المتوقعة من نموذج تقييم أسعار الأسهم، ونحصل على المعادلة التالية :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

1.5. نموذج تسعير الأصول المالية CAPM: كسؤال أساسي في المالية كيف يمكن للمخاطر المالية أن تؤثر على العوائد المتوقعة؟

و capm قدم أول إطار متجانس للإجابة على هذا السؤال، طور هذا النموذج في سنوات الستينات من طرف (william Sharpe (1965a,82 and Jan (1966 and John Lintner (1962)، Mossin(1962)، Jack Treynor (1964)³

نموذج تسعيري للأصول المالية CAMP يقوم على فكرة أساسية ألا وهي أن ليس كل المخاطر ينبغي أن تؤثر على أسعار الأصول، حيث أن نموذج CAMP يعطينا توضيح عن أي نوع من الخطر مرتبط بالعائد، وهو النموذج الأساسي المرتبط بكفاءة الأسواق المالية .

يعكس نموذج تسعير الأصول المالية العالقة ما بين العائد والمخاطر باستخدام معامل البيتا كمقياس للمخاطر، وهو نموذج تسعير الأصول لمجموعة من المستثمرين أو مجموعات مختلفة في أوقات مختلفة وإن الأسعار تحددها هذه المجموعات التي استلمت المعلومات أولا وفي حقيقة الأمر فإن هذا النموذج لا يستخدم المخاطر الكلية بل يقتصر على البيتا أي المخاطر المنتظمة كونها تتأثر بالظروف

¹ -OPREA (2013) **Anomalies on the capital markets from the former communist European countries** Theoretical And Applied Economics Volume XX (2013), No. 11(588), pp. 102

² -**Editorial Introduction to the special issue on behavioral finance** Journal of Empirical Finance 11 (2004) P424.

³ -André F. Perold « **the capital asset pricing model** » Journal of Economic Perspectives—Volume 18, Number 3, Summer 2004, Pages 3.

العامة للسوق ولا يمكن لأي مؤسسة أن تتخلص منها عند تنويع الأوراق المالية مقارنة بالمخاطر الغير منتظمة التي تستطيع المحفظة التخلص منها عند تنويع الأوراق المالية ورفع كفاءة أداء إدارة الشركات.

يقوم هذا النموذج على بعض الفرضيات بهدف تسهيل حساب معدل المطلوب للأوراق المالية في السوق المالي وهذه الفرضيات هي¹:

- إن جميع المستثمرين يتميزون بالكفاءة ويستطيعون تحديد النقاط القطع لتشكيل المحفظة المثلى ولذلك فإن الاختلاف في اختيار المحفظة سوف يعتمد على شخصية كل مستثمر والمخاطر المستعد لقبولها في ضوء منحنى السواء .

- إن كلفة تنفيذ صفقات البيع والشراء للأوراق المالية تساوي الصفر؛

- عدم وجود ضرائب على الدخل الناتج عن الاستثمار في الأوراق المالية ومهما كان العائد المتوقع أو مصدره؛

- يستطيع المستثمر الدخول إلى سوق شراء وبيع الأوراق المالية بأي مبلغ ومهما كان حجم رأس المال المستثمر في المحفظة؛

- توفر عنصر المنافسة الكاملة في السوق المالي وعدم وجود تأثير لأي مستثمر على الأسعار؛

- يستطيع المستثمر الاقتراض أو الإقراض على أساس معدل فائدة مساوي لمعدل العائد الخالي من الخطر.

وهذا النموذج يصف المر دودية للأصل i في الوقت t ب²:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

α_i هي العنصر الثابت للأصل

$$\beta_i = \frac{\text{covim}}{\sigma_{2m}}$$

R_m مردودية السوق

ε_{it} عنصر الخطأ العشوائي

في تحليلنا نحصل على β_i عن طريق طرح المر دودية الملاحظة مع مردودية السوق، ونحصل بذلك على عامل لكل سهم .

¹- دريد كامل آل شبيب " إدارة المحافظ الإستثمارية " مرجع سابق ص 203.

²-Fama. E. ; French. K. R. **The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence** The Journal of Economic Perspectives, Vol. 18, No. 3. (Summer, 2004), pp29- 28.

المر دودية المتوقعة $E(R_i)$ للسهم معرفة ب:

$$E(R_{it}) = RF_t + \beta_i * R_{mt} - RF_t$$

حيث :

Rf هو المعدل بدون مخاطرة

$Rm - Rf$ علاوة خطر السوق

وقد تبين قصور هذا النموذج ويمكن حصر الانتقادات التي وجهت إليه فيما يلي:

إن نموذج $capm$ لا يمكنه تفسير المقطع العرضي للعائد متوقع على الأصول، ولا يأخذ بعين الاعتبار مدى تأثير سلوك المستثمر ويرتكز على أن معدل العائد المطلوب في السوق يعتمد على عامل ومؤثر واحد وهو البيتا أي مخاطر السوق، لكن في الواقع يتأثر العائد بعوامل أخرى، فيحين أن الفرضيات التي اعتمدت في النموذج قد قللت من قيمته عند التطبيق العملي له، ضف إلى ذلك كون أن المستثمرون يتميزون بالعقلانية أمر مشكوك فيه، هذه الاستنتاجات تشير إلى أن هناك العديد من العوامل الإضافية اللازمة لوصف السلوك العائد المتوقع، وطبيعة الحال يؤدي لاتخاذ نموذج التسعيري ذا عوامل متعددة.

تشير الحجج النظرية أيضا أنه يلزم أكثر من عامل واحد، حيث فقط تحت قوة الافتراضات يكون نموذج $capm$ يطبق فترة بعد فترة، يوجد مقاربتين نظريتين أساسيتين، نظرية المراجعة التسعيرية Arbitrage pricing theory (APT) المطورة من قبل Ross 1976 الذي يستند على حجج المراجعة، (ICAPM) intertemporal capital asset pricing modèle المقدم من طرف Merton 1973 الذي يركز على حجج التوازن، وفيما يلي سنتناول خلفية النظرية لمقاربة عوامل المتعددة.

2.5. نظرية المراجعة التسعيرية (Arbitrage pricing theory (APT): نظرية المراجعة التسعيرية Arbitrage pricing théory (APT)¹ قدمت من طرف Ross 1976 هي بديل لنموذج تسعير للأصول المالية، إن APT أوسع من CAPM كونه يسمح بتعدد عوامل الخطر، أيضا خلافا ل **CAPM** نموذج **APT** لا يستلزم تحديد سوق المحافظ المالية، في شكله العام **APT** يقدم علاقة تقريبية حول التوقعات عوائد الأصول مع عدد غير معلوم للعوامل المحددة.

¹-Campbell J. Y. et autre The Econometrics of Financial Markets Princeton University Press Princeton, New Jersey p236.

theory Arbitrage pricing (APT) تفترض أن السوق هي سوق منافسة وعديم الاحتكار ذلك أن العائد على الاستثمار في الأوراق المالية يمكن التعبير عليه بدالة خطية نعتبرها كالتالي:

$$R_i = a_i + b_i f + e_i$$

$$E\{e_i|f\} = 0$$

حيث R_i هو العائد على الأصل i ، a_i هو العنصر الثابت للعامل النموذج b_i ، هي $(k \times 1)$ اتجاه الحساسية للأصل f ، هي $(k \times 1)$ اتجاه مشترك للإنجازات، e_i هو معامل الخطأ للمنظومة المكونة من N أصل مايلي:

$$R = a + Bf + e$$

$$E[e/f] = 0$$

$$E[e e/f] = \Sigma$$

في المعادلة، R هي $(N \times 1)$ اتجاه حيث $R = R_1 R_2 \dots R_N$ $(1 \times N)$ اتجاه حيث $a =$

B ، $[a_1 a_2 \dots a_N]$ هي $(N \times K)$ مصفوفة حيث

$B = [b_1 b_2 \dots b_N]$ وهي $(1 \times N)$ اتجاه حيث $e = [e_1 e_2 \dots e_N]$

ونفترض أيضا، أن تباين مشترك لعوائد الأصول للعوامل، وبالتالي فإن التشويش الأبيض لمعظم المحافظ المتنوعة يتلاشى. مما يستلزم أن لا يوجد ارتباط ما بين الأخطاء. ونظرا لهذا الهيكل Ross 1976 بينت أنه في غياب التحكم في الاقتصاديات الكبيرة تعني أن:

$$K\lambda B + 0\lambda \approx \mu$$

أين μ هي $(N \times 1)$ شعاع متوقع العائد، 0λ هي معلمة النموذج لبيتا صفر، و $K\lambda$ هي $(K \times 1)$

علاوة عامل الخطر، العالقة في المعادلة الأخيرة تقريبية بعدد محدود من الأصول يمكن أن يتحدد سعرها تعسفا، لأن المعادلة الأخيرة هي تقريبية، فهي لا تنتج مباشرة قيود اختبارية للعوائد الأصول، وللحصول على النتائج نحتاج إلى فرض هيكل إضافي حتى يصبح التقريب أصح.

كما ورد في نموذج تسعير الأصول المالية يمكن حذف المخاطر غير منتظمة لأنه يمكن السيطرة عليها بالتنوع الجيد والإدارة الصحيحة، لكن لا نستطيع حذف العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية التي تؤثر على معدل العائد المتوقع، وعليه اعتمد نموذج APT على أن العائد يتأثر بالبيتا وهي موجودة في النموذج ولكن تحسب على أساس كل عامل مؤثر على العائد¹، ويتميز ATP على

¹ - غازي فلاح المومني، "إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 212، 86.

نموذج تسعير الأصول المالية كون أن نموذج تسعير الأصول المالية اعتمد على مجموعة من الفرضيات التي قللت من قيمته عند تطبيقه.

من عيوب هذا النموذج أنه لم يحدد تفاصيل العوامل الاقتصادية التي تتأثر بها عوائد الأوراق المالية، حيث أن رزو 1980 قام بفحص بعض العوامل الاقتصادية التي تؤثر على عوائد الأوراق المالية وخص ثلاثة عوامل فقط حسب بحثه لها تأثير على العوائد وهي (مؤشر الإنتاج الصناعي، التغير في علاوة المخاطرة، التغير في معدل التضخم) فيحين أنه يوجد عوامل أخرى تتأثر على أسعار وعوائد الأوراق المالية.

3.5. نموذج CAPMI: العوامل التسعيرية الدقيقة تستطيع كذلك أن تشتق الإطار الأصول التسعيرية المحددة بالزمن *an intertemporal asset pricing framework*، بحيث طور هذا النموذج Merton (1973) a) المدموج مع افتراضات شروط توزيع العوائد المسلمة لنموذج العوامل المتعددة.

في هذا النموذج سوق المحافظ يعمل بعامل واحد¹، ومتغيرات هذه الوضعية تعمل بعوامل إضافية، العوامل الإضافية تنشأ بناء على طلب المستثمرين من التحوط من الخطر (عدم اليقين) فيما يخص فرص الاستثمارات المستقبلية (Breedon (1979), Campbell (1993a, 1996) and Fama (1993) بحثوا في هذا النموذج هذا ما سنتناوله لاحقاً.

في هذا النموذج معدل المردودية يتحدد بإضافة تكاليف المعلومات لنموذج تسعير الأصول المالية capm. واعتمد على النموذج الذي يكون نموذج التسعير فيه دقيق وهو ممثل في المعادلة التالية:

$$\mu = \tau$$

4.5. نموذج العوامل الثلاث لfama french: النموذج السابق محدود ولا يأخذ بعين الاعتبار بعض الحالات الشاذة التي تم الإشارة إليها سابقاً مثل تأثير الحجم وتأثير المرتبطة بنسبة السعر.

العامل (SMB) (small minus big) تم إضافته لأخذ في الاعتبار عامل حجم المؤسسة، فهو يتناسب مع فرق المردودية ما بين المحافظ ذات الرسمة بورصية صغيرة cap-small والمحافظ ذات رأسمة كبيرة cap-large.

¹ -John Y. Campbell et autre « The Econometrics of Financial Markets » Princeton University Press Princeton, New Jersey p 237

العامل (HML(us lowhigh min) : أما هذا العامل فهو مخصص لتميز الفرق المردودية ما بين الأسهم ذات النسبة: القيمة المحاسبية / قيمة المرتفعة للسوق (المؤسسة value) وأسهم ذات نسبة: قيمة محاسبية / قيمة منخفضة لسوق (المؤسسة growth)¹

هذين العاملين يعتبران كمخاطر اقتصاد الجزئي **microéconomique** من طرف Fama et french 1993

Fama et french 1993 إذن قاموا بإضافة عاملين إضافيين لل **CAP**

$$R_{it} - RF_t = \alpha_i + \beta_{1i} * R_{mt} - RF_t + \beta_{2,i} * SMB_t + \beta_{3i} * HML_t + \varepsilon_i$$

في هذا النموذج، من أجل الحصول على العوامل نقوم بطرح المردودية الملاحظة ناقص المعدل بدون خطر مع العوامل الثلاث: عامل السوق ناقص المعدل بدون خطر، عامل الحجم وعامل رأسملة البورصية.

ونحصل على المردودية المتوقعة مع هذه المعادلة:

$$E(R_{it}) = RF_t + \alpha_i + \beta_{1i} * R_{mt} - RF_t + \beta_{2,i} * SMB_t + \beta_{3i} * HML_t$$

لم يكن نموذج العائد ذا العوامل الثلاث لfama french هو النموذج الوحيد الذي إهتم بتفسير وضم الحالات الشاذة التي عجزت النظرية التقليدية عن تفسيرها وفي هذا الصدد نجد أيضا:

5.5. نموذج عوامل الأربعة لcarhart: 1997Carhart يرى النموذج fama french لا تعكس تماما

الحقيقة حيث لا يأخذون في الاعتبار آثار الزمن، وعليه قرر إضافة عامل إضافي من أجل اخذ اثر الاستمرارية للأسهم المربحة والغير مربحة للعام الماضي تستمر على نفس الحال العام المقبل.

العامل MOM الذي وضعه french موجود على موقعه الالكتروني، وهو عبارة عن الفارق بين المردودية المحافظ ذات المردودية المرتفعة سابقا ومحافظ ذات المردودية السابقة المنخفضة.

فهو عامل قريب من المالية السلوكية حيث يأخذ حالة شاذة من فرضية كفاءة.

و اعتمادا على fama french، نحصل على نموذج المردودية كالتالي:

$$R_{it} - RF_t = \alpha_i + \beta_{1i} * R_{mt} - RF_t + \beta_{2,i} * SMB_t + \beta_{3i} * HML_t + \beta_{4,i} * MOM_t + \varepsilon_i$$

$$E(R_{it}) = RF_t + \alpha_i + \beta_{1i} * R_{mt} - RF_t + \beta_{2,i} * SMB_t + \beta_{3i} * HML_t + \beta_{4,i} * MOM_t$$

طور هذا النموذج مجددا بهدف تفسير مختلف حالات السوق وأصبح كالتالي :

¹– Fama, E. F. and French, K. R. (1993) **Common risk factors in the returns on stocks and bonds**, Journal of Financial Economics, 54,-56.

6.5. نموذج العوامل الستة: النموذج السادس يهدف إلى احتواء أكثر ما يمكن تأثير الموجود للحالات

الشاذة نسبة إلى الأسواق الفعالة، وهذا النموذج يأخذ مجددا النموذج السابق يضيف أثر الارتداد.

الأثر العكسي أو الارتداد يتميز بأن الأسهم الذين هم أقل ربحية في الماضي، يصبحون أكثر ربحية في

المستقبل، ومن هنا يتضح لنا أنه عبارة عن متغير عكس المتغير الزمني، ونقوم بوصفه بعاملين وهما:

العامل ST_REV ومكون على الارتدادات قصيرة الأجل، بمعنى مردودية منخفضة في

اللحظة ناقص شهرين لمردودية أعلى في اللحظة t ناقص شهر .

العامل $LT-REV$ ويحتوي على الارتدادات طويلة الأجل، بمعنى مردودية منخفضة في اللحظة

t ناقص 61 شهر من أجل مردودية مرتفعة في اللحظة $t-13$ شهر، هذه الأخيرة هي عنصر قريب من

المالية السلوكية.

كما قمنا سابقا، نقوم بوضع نموذج المردودية المتوقعة كالتالي :

$$R_{it} - RF_t = \alpha_i + \beta_{1i} * R_{mt} - RF_t + \beta_{2,i} * SMB_t + \beta_{3i} * HML_t + \beta_{4,i} * MOM_t \\ + \beta_{5i} * ST_{REVt} + \beta_{6i} * LT_{REVt} + \varepsilon_i \\ E(R_{it}) = RF_t + \alpha_i + \beta_{1i} * R_{mt} - RF_t + \beta_{2,i} * SMB_t + \beta_{3i} * HML_t + \beta_{4,i} \\ * MOM_t + \beta_{5i} * ST_{REVt} + \beta_{6i} * LT_{REVt}$$

إذن في إطار نموذج Camp وحده العائد المرتبط من محفظة لمحفظه يعرف كالمصدر الوحيد

للخطر غير متنوع، وفي إطار APT معدل العائد للأصل يمكن اعتباره كدالة خطية ل (k عامل) خطر

الاقتصاد الكلي، وحديثا fama et french وضوحا حدود نموذج العامل الوحيد وقدموا دراسة تجريبية

للعلاقة ما بين عوائد الأصول وعدة مصادر للخطر، هؤلاء الباحثين بينوا تجريبيا أن العوامل الخطر

الإضافية المرتبطة بحجم المؤسسة وبالقيمة السوقية على القيمة المحاسبية يجب أن تأخذ في الاعتبار من

أجل تقييم عائد الأصول المالية، ووسع هذه المقاربة التجريبية carhart1997 الذي أضاف مصادر

أخرى للخطر: أثر الزمني، الذي يمنع المقاربة التي تستند على دوافع ذات طبيعة تجريبية من كشف العديد

من الانتقادات بسبب الغياب الواضح للأسس النظرية. وكان آخر ما أضيف لنموذج CAPM هو أثر

الارتداد (طويل وقصير الأجل). وكانت جل هذه المحاولات في تعديل نموذج تسعير الأصول المالية

بإضافة متغيرات سلوكية دون التحرر من النموذج الأصل.

يوجد نموذجين تم اقتراحهما حديثا من قبل (Barberis, Shleifer, and Vishny(BSV)

ونموذج (Daniel, Hirshleifer, and Subramanyam (DHS 1997)

إقترحاً هذين النموذجين لتفسير كيف للأحكام المتحيزة للمستثمر أن ينجم عنها رد فعل مفرد لبعض الأحداث وينعدم رد أفعال إزاء أحداث أخرى .

7.5. نموذج Baberis Shleifer و Vishny 1998: نموذج BSV محفز من أدلة من علم النفس المعرفي لحكمين متحيزين وهما تحيز القابلية للتمثيل The representativeness bias ل Kahneman and Tversky، المحافظة ل conservatism المقدم من قبل Barberis ، Shleifer Edward. Vishny و قدموا رد الفعل المفرطة وانعدام رد الفعل لتحيزات الاستدلال التمثيلي والتحيز المحافظة، BSV قاموا بتعريف انعدام رد الفعل ورد الفعل المفرط، في الواقع أول ظاهرة عرفت كتكامل انعكاس بطيء للمعلومات الجديدة (جيدة أو سيئة) لوحظت خلال فترة اثنتا عشر شهر. هذا التعديل التدريجي في المعلومات الحالية هي ارتباط ذاتي إيجابي ما بين عوائد الأصول، وبالتالي انعدام رد الفعل يرتبط ارتباطاً وثيقاً بأثر الزخم، بينما الظاهرة الثانية يتم الكشف عن ذلك خلال فترة تمتد من ثلاث إلى خمس سنوات يتميز بارتداد عوائد الأصول كاستجابة لسلسلة من المعلومات الجديدة، رد الفعل المفرط هذا يتضح بارتباط ذاتي سلبي ما بين العوائد.

صيغة، رد الفعل المفرط تكتب بالشكل التالي :

$$E(r_{t+1}/Z = G) > E(r_{t+1}/Z = B)$$

أين Z_t يمثل جميع المعلومات الجديدة، وهي مساوية ل G أي المعلومات الجيدة، B المعلومات السيئة .

في إطار تقديم تفسيراً مقنعاً لهذه الظاهرتين، نموذج bsv أقترح نموذج أين مستثمر واحد محايد للخطر يمثل مجمل السوق، لديه أصول خالية من المخاطر، وأصل خطر أين القيمة تتحدد بالقيمة المجموع الحالي للمعدل الثابت δ لتدفقاته المستقبلية، هذا المستثمر يعتقد أن عوائد الأصول ليست عشوائية وفي النظامين أن حالتين ممكنة، في النظام الأول تعتمد على نموذج المراجعة المتوسطة mean-reverting

والثاني نموذج الاتجاه « trend »، هذين النموذجين هما في الحقيقة ينطويان أن التدفقات

المرتبطة باللحظة t ، N_t تعتمد بشكل كبير على التدفقات التي تتحقق في اللحظة t

$$N_t = N_{t-1} + Y_t$$

$$Y_t = \pm Y$$

أين Y_t هي الصدمة الناجمة عن التدفقات في اللحظة t

BSV بين أن النموذجين يلخصان سلوك المستثمر ضحية للتحيز المحافظة والأخر ضحية للتحيز التمثيلي، كما قام الكاتبين إلى إكتشاف (المحافظة والإستدلال التمثيلي) ردود فعل مفرطة وانعدام ردود الفعل التي لازمت العديد من الباحثين، وظلت لفترة طويلة ألغاز لا حل لها .

بغرض تحديد أثر هذين التحيزين على أسعار الأصول، BSV قارنوا سعر التوازن السائد في حضور مستثمرين غير عقلانيين إلى مجموع المستقبلي للتدفقات .

إذا P_t يمثل سعر التوازن في نظر المستثمرين الغير عقلانيين، إذن :

$$P_t = \left\{ \frac{N_{t+1}}{1+\delta} + \frac{N_{t+2}}{(1+\delta)^2} \right\} = \frac{N_t}{\delta} + y_t(P_1 - P_2qt)$$

حيث qt هي إحتمال ان y_t تتولد عن نموذج إرتداد المتوسط P_1 و P_2 هما ثابت، وعليه القيمة

الأساسية V_t لهذا الأصل أين التدفقات تتبع سيرا عشوائيا هو :

$$V_t = \frac{N_t}{\delta}$$

هذه القيمة تمثل معيار مرجعي بهدف تقييم أثر التحيزات المحافظة والتمثيلي على سعر الأصل

باختبارنا للمعادلتين السابقتين يظهر لنا بوضوح أن سعر التوازن يختلف عن المرجعي وبطرح (1) من (2)، نحصل على الفارق للسعر التالي :

$$P_t - V_t = Y_t(P_1 - P_2qt)$$

انطلاقا من النموذج مقدم من قبل Barberis, Shleifer et Vishny أن المحافظة واستدلال

التمثيلي تعاون بهدف حل ردود الفعل الغامضة للأسعار في مواجهة المعلومات الجديدة، بالإضافة BSV رفعوا التحدي وقاسوا أثر هذين التحيزين المدروس على سعر الأصل .

نفس الهاجس ل، Hirshleifer et Subramanyam Daniel، إقترحوا نموذج يختلف عن BSV

على مستوى تحيزات النفسية المسؤولة عن التعديل التدريجي والتحركات المكثفة للأسعار، تبعا لإعلان المعلومات الجديدة، وهذا ما سنتناوله في ما يلي :

8.5. نموذج: Hirshleifer et Subramanyam , Daniel: (1998) Hirshleifer et

Subramanyam , Daniel، إقترحوا أن السوق يجمع في نفس الوقت المستثمرين الذين يملكون معلومات التي لا تتوقف عند الإفراط في تقدير جودة ودقة معلوماتهم الخاصة، والمستثمرين الذين لا يملكون المعلومات أي لا يملكون سوى المعلومات العامة هم يخضعون لتحيزين نفسيين: هم معرضين لثقة مفرطة، وهم أيضا خاضعين للتحيز الشخصي، بينما الآخرين هم من المفترض عقلانيين .

نموذج DHS يفرض أن في السوق يوجد نوعين من الأصول المتوفرة، أصل بدون خطر له قيمة 1 وأصل محفوف بالمخاطر له قيمة θ ، وتوزع طبيعياً، بمعدل $\theta = 0$ وانحراف معياري $\alpha\theta$

$$\theta = \theta + \varepsilon_\theta$$

$$\varepsilon_\theta \sim N(0, \sigma_\theta^2)$$

نموذج DHS يميز ما بين أربعة تواريخ: في التاريخ 0 معتقدات كلا النوعين من المستثمرين فيما يخص القيمة المستقبلية للأصل الخطر هي متطابقة، في التاريخ 1، المستثمرين الذين يملكون معلومات يستلمون إشارة S_1 مرتبطة بتطور قيمة أصل الخطر :

$$S_1 = \theta + \varepsilon$$

$$\varepsilon \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$$

توجد ملاحظة جيدة لا بد من ذكرها في هذه المرحلة: المستثمرين الذين يملكون معلومات يعانون من تحيز الثقة المفرطة يقلل من تقلبات مصطلح الخطأ σ_θ المعين من الآن فصاعداً المؤشر C يشير إلى المستثمرين لهم ثقة مفرطة للمعلومات الخاصة .

وبالنظر إلى أن DHS يقدم الحد الأدنى للمستثمرين الذين لا يملكون معلومات بينما الأسعار تحدد حصرياً من قبل المستثمرين الذين يملكون المعلومات ضحية لتحيز الثقة المفرطة وعليه السعر التوازني في تاريخ 1 مقدم في المعادلة التالية:

$$P_1 = E_c[\theta/\theta + \varepsilon] = \frac{\sigma_\theta^2}{\sigma_\theta^2 + \sigma_c^2} (\theta + \varepsilon)$$

ولكن إذا كان كل المتعاملين عقلانيين ويقدرّون بدقة الجودة للإشارة الخاصة S_1 ، فالسعر المذكور P_1^R (أين R يشير إلى أن كل المستثمرين هم عقلانيين) وتبين كما يلي:

$$P_1^R = \frac{\sigma_\theta^2}{\sigma_\theta^2 + \sigma_c^2} (\theta + \varepsilon)$$

هذا السعر هو بمثابة مرجع مفيد للكشف عن أثر المستثمرين غير العقلانيين على السعر وعليه فارق السعر يعطى بالنسبة التالية:

$$= \frac{\sigma_\theta^2 + \sigma_\varepsilon^2 P_1}{\sigma_\theta^2 + \sigma_c^2 P_1^R}$$

$$\text{مع } \sigma_c^2 < \sigma_\varepsilon^2$$

يتضح أن النسبة هي أكبر من الواحد وهذا ما يدل على أن السعر المقدم من المستثمر غير العقلاني يتجاوز ذلك الذي ساد في حالة افتراضية التي تتميز بغياب هذا النوع من المستثمرين في اللحظة 2، تحدث الإشارة العامة :

$$S_2 = \theta + n$$

مع:

$$n \sim N(0, \sigma_p^2)$$

حد الخطأ n هو غير مستقل عن θ و ε ، وتباينه σ_p^2 وهو مقدر من قبل جميع المستثمرين من دون أي تمييز، مع الأخذ بعين الاعتبار الإشارات الخاصة S_1 والعامة S_2 وللوصول إلى تقدير السعر P_2 السائد في اللحظة 2 :

$$P_2 = \frac{\sigma_\theta^2 (\sigma_c^2 + \sigma_p^2)}{D} \theta + \frac{\sigma_p^2 \sigma_\theta^2}{D} \varepsilon + \frac{\sigma_c^2 + \sigma_\theta^2}{D} n$$

$$D = \sigma_\theta^2 (\sigma_c^2 + \sigma_p^2) + \sigma_c^2 \sigma_p^2$$

انطلاقاً من هذه اللحظة، حتى وإذا استمرت الإشارة S_1 في التأثير على سعر الأصل الخطر فإن أثره من الآن معتدل بسبب وصول المعلومات العامة وينتهي بالإلغاء في اللحظة 3، هذه الظاهرة تشكل دليل على رد فعل مفرط مبدئي متبوع بانعدام رد الفعل التصحيحي DHS افتراضوا أن تحيز الميزة الشخصية يساهم في تقوية الثقة المفرطة التي يتميز بها المستثمرين الذين يملكون المعلومات.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

يوجد من الرسائل والمقالات ما تناول بعض عناصر هذا الموضوع بشكل جزئي

المطلب الأول: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بسوق الأوراق المالية

اهتم العديد من الباحثون في موضوع سوق الأوراق المالية نظرا لأهميته البالغة في الجانب الاقتصادي

1- دراسة جابو سليم (2012) بعنوان تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية:

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2001.2010، وذلك من خلا لتتبع حركة أسعار الأسهم المدرجة في بورصة عمان، والقيام بدراسة للمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر في حركة أسعار الأسهم، وإجراء تحليل فني قصد اكتشاف نمط للمتغيرات التي تطرأ على حركة أسعار الأسهم من أجل التنبؤ بالحركة السعرية المستقبلية، وفي هذه الدراسة تم الاعتماد على نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، إضافة إلى نماذج خاصة تتعامل مع تقلب أسعار الأسهم عبر سلسلة زمنية.

وقد خلصت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم في بورصة عمان لا تتحرك بطريقة عشوائية، كما تبين نتائج الدراسة أن بورصة عمان حساسة بالصدمات الخارجية وارتباطها سلبا بالأزمات الأخيرة.

2. دراسة صفية صديقي (2012) بعنوان طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، حيث هدفت هذه الدراسة الى التعريف بنموذج فكري جديد عرف تطورا ملحوظا منذ ثمانينيات القرن الماضي وصل إلى غاية التشكيك في فرضية رشادة الأفراد التي لطالما شكلت حجرا لأساس للنظرية المالية الحديثة، يتعلق الأمر ب"المالية السلوكية".

حاول هذا الاتجاه الجديد الذي ظهر كنتيجة للمزاوجة بين علم النفس والمالية دراسة السلوك الحقيقي للأفراد (والذي يتسم غالبا بعدم الرشادة)، إضافة إلى تفسير التشوهات الملاحظة في أسواق المال، خلال الفترة الممتدة من (2007 إلى 2010).

توصلت الدراسة إلى:

- يقصد بالمالية السلوكية مجموع المقاربات التي تقدم منظورا جديدا لسلوك الأفراد في أسواق المال والمؤسسات على حد سواء وذلك من خلال الجمع بين النظرية المالية وعلم النفس؛

- إن عملية الاستثمار ليست نتيجة قرار يتسم بالعقلانية التامة أساسه عملية تحليل جميع المعطيات الأساسية وإنما هو قرار تشوبه الكثير من الأخطاء الإدراكية والسلوكيات غير العقلانية كالإفراط في الثقة، التقليد والمحاكاة... الخ؛

- ظهرت المالية السلوكية لأجل تفسير التشوّهات السابقة ومحاولة تقديم حلول واقعية لعلاج الاختلالات التي تعيشها أسواق المال؛

- بالرغم من الأدلة الكثيرة على كفاءة السوق، تشهد أسواق المال العديد من التشوّهات التي لا يمكن تفسيرها في إطار هذه النظرية أهمها : التشوّهات الموسمية، أثر الحجم، أثر الدخول إلى البورصة... الخ.

3. دراسة عالية ملنيك (2018) بعنوان محاولة بناء نموذج لتفسير سلوك أسعار الأسهم المدرجة في البورصة، حيث هدفت هذه الدراسة لتفسير سلوك أسعار الأسهم في كل من بورصة نيويورك، وبورصة المغرب والسعودية، وبورصة الجزائر، من خلال اختبار ما إذا كانت مجموعة من العوامل البورصية والعوامل الاقتصادية الكلية تساهم في سلوك أسعار الأسهم (مقاسا بقيمة المؤشر العامل أسعار الأسهم) في هذه البورصات، خلال الفترات الممتدة ما بين 1961 إلى 2014

و ذلك من خلال الاعتماد على تحليل الارتباط، والإحصاءات الوصفية، ونماذج الإنحدار البسيط والمتعدد، وفي آخر الدراسة تم اختيار النموذج الأفضل لتفسير السلوك أسعار الأسهم بالنسبة لكل بورصة وذلك بعد مروره على جملة من الاختبارات القياسية لاختبار مدى جودته وخلوه من المشاكل القياسية معتمدين في ذلك على البرامج الإحصائية التالية:

Eviews 8.0، SPSS24، Microsoft Excel 2007

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من نتائج منها:

- النموذج الذي يفسر سلوك أسعار الأسهم في بورصة نيويورك بالاعتماد على المتغيرات البورصية هو الأفضل تفسيرا، حيث إن حجم التداول وعدد المؤسسات المدرجة في البورصة يفسران معا مانسبته 98,63% من التغيرات الحاصلة في قيمة المؤشر S&P500.

- أما بالنسبة البورصة المغرب فإن أفضل نموذج مفسر لسلوك أسعار الأسهم فيها هو النموذج المبني بالاعتماد على المتغيرات البورصية والاقتصادية مجتمعة، وحسب هذا النموذج فإن عدد المؤسسات المدرجة في البورصة المبطن الفترة، ومعدل الرسملة السوقية، ومعدل نمو الناتج المحلي الحقيقي المبطن لفترة، ومعدل نمو الناتج المحلي الحقيقي المبطن لفترتين يفسر ونمماما نسبته 92,35% من التغيرات الحاصلة في قيمة المؤشر MASI؛

- كذلك جاءت النتيجة الخاصة ببورصة السعودية مماثلة إلى حجم البورصة نيويورك، إذ أن النموذج الذي يفسر سلوك أسعار الأسهم بالاعتماد على المتغيرات البورصية هو الأفضل تفسيراً فيها، حيث إن حجم التداول، ومعدل الدوران وعدد المؤسسات المدرجة في البورصة يفسرون معا مانسبته 99.86% من التغيرات الحاصلة في قيمة المؤشر Tadawul

- أما بالنسبة لبورصة الجزائر، فإن الأسعار فيها لا تستجيب لأعامل من العوامل المدرجة في الدراسة.

4. دراسة هواري سويسي (2017) بعنوان تفسير سلوك اسعار الاسهم، حيث هدفت هذه الدراسة لتفسير سلوك أسعار الأسهم في بورصة نيويورك وذلك بدراسة تأثير مجموعة من المتغيرات البورصية على الأسعار من خلال بناء نماذج قياسي لتفسير سلوك الأسعار، خلال الفترة الممتدة من 1961 إلى 2014 ، وذلك من خلال الاعتماد على المتغيرات التالية: قيمة المؤشر العام لأسعار الأسهم، معدل الرسملة السوقية، عدد المؤسسات، معدل التداول، حجم التداول، معدل الدوران.

حيث توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- سوق الأوراق المالية الأمريكية (بورصة نيويورك) تعبر عن نفسها من خلال أداءها ونموها، وهذا ما يتماشى مع التحليل الفني؛
- هناك علاقة طردية قوية ذات دلالة إحصائية بين كل من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ما عدا معدل الدوران الذي كان علاقته متوسطة القوة؛
- مدى أهمية هذه المتغيرات وإمكانية الاستفادة منها في اتخاذ القرار الاستثماري في سوق نيويورك؛
- سلوك أسعار الأسهم يعود بالدرجة الأولى لعدد المؤسسات ومن ثم لحجم التداول كون الأول له تأثير أكبر.

5. دراسة لطرش سميرة (2010) بعنوان كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، تهدف هذه الدراسة إلى محالة معرفة ما إذا كان لكفاءة سوق رأس المال الأثر على القيمة السوقية للسهم. وقد شملت هذه الدراسة ستة (06) أسواق رأس مال العربية، وذلك من خلال استعمال جملة من الأدوات، حيث تم في مرحلة أولى استخدام مجموعة من المؤشرات لقياس كفاءة سوق رأس المال في هذه الأسواق. كما تم استخدام طريقة الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة سوق رأس المال في شكلها الضعيف، في مرحلة ثانية. وأخيراً تم دراسة الارتباط بين مؤشر السوق ومجموعة من العوامل الاقتصادية من أجل تحديد سلوك السعر في السوق، في محاولة لقياس كفاءة السوق في صيغتها المتوسطة. ولقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج :

إذ تبين وباستعمال مؤشرات السوق أن معظم أسواق رأس المال محل الدراسة تملك القدرة على جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار، بالشكل الذي يساهم في اتساع السوق واتجاه نحو الكفاءة، ورغم تفاوت هذه القدرة من سوق إلى آخر فإن بورصة الجزائر تبقى عاجزة عن تعبئة الادخار وتشجيع الاستثمار، وهو ما يعني أن الجزائر لا تملك أدنى مقومات الكفاءة.

كما اتضح من خلال قياس كفاءة السوق في صيغتها لضعيفة أن السوق يعرف حركة عشوائية للأسعار في كل من بورصة عمان، سوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت للأوراق المالية، بالشكل الذي يعكس كفاءة هذه الأسواق في صيغتها الضعيفة، وهو ما لم يتحقق في كل من بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، وبورصة الجزائر.

بينما تبين أن كلا لأسواق غير كفؤة في صيغتها المتوسطة وذلك نظرا لعدم وجود ارتباط حقيقي بين مؤشرات السوق والعوامل الاقتصادية، أي أن أسعار الأسهم لا تستجيب للتغير في العوامل الاقتصادية محل الدراسة.

المطلب الثاني: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بالمالية السلوكية

1- دراسة عبد الرحمان بن سانية. صلاح الدين نعاس. علي بن الضب (2017) حول الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال:

تهدف هذه الدراسة 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 إتخاذ 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 عمقا لعمليات الإستثمار 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.

2- دراسة مبارك بن زايد. عبد الوهاب بن زايد (2019) حول نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية:

الهدف من هذه الدراسة هو توضيح نظرية كفاءة الأسواق المالية من خلال استعراض أهم افتراضاتها الأساسية وتوضيح قصورها في تفسير التشهوات السعرية للأصول المالية، وبالتالي التحول نحو علم المالية السلوكية الذي يعتمد في أساسه على تفسير سلوكيات المتعاملين في السوق المالي ومدى إنعكاسها على أسعار الأصول المالية. وتكمن أهمية هذه الدراسة في تسليط الضوء على مبادئ نظرية المالية السلوكية وافتراضاتها الأساسية لتفسير سلوكيات الأفراد وانعكاسها على عمليات التداول في السوق المالي. وتوصلنا إلى نتيجة مفادها أن النظرية التقليدية أصبحت غير قادرة على تفسير التشهوات السعرية في الأسواق المالية نظراً لعدم تطابق فرضياتها الأساسية مع ما هو موجود في الواقع.

3- دراسة غادة السمان (2019) حول المالية السلوكية - علم النفس صناعة القرار، والأسواق:

يعمل الأفراد ومنظمات الأعمال المختلفة في بيئة تتباين فيها مستويات أو درجات المخاطرة. معظم النظريات الاقتصادية والمالية المختلفة قامت على أساس أن لأفراد يتصرفون بطريقة عقلانية، ويأخذون في عين الاعتبار جميع المعلومات التي تكون متاحة لهم عند إتخاذ أي قرار، ولكن بعض الدراسات بينت وأثبتت أن هذا لا يكون صحيحاً في كل الأوقات، لذا يعتقد بعض الباحثين والدراسات المختلفة في هذا المجال، أن للدراسات النفسية والاجتماعية دوراً مهماً في تفسير العديد من التغيرات الحاصلة في الأسواق المالية وبشكل أكثر من النظريات الاقتصادية يقوم مجال المالية السلوكية سريع النمو باستخدام إستبصارات علم النفس لفهم كيف يؤثر السلوك البشري على قرارات المستثمرين، والأسواق، والمدراء والأفراد والمستثمرون المحترفون. إننا جميعاً بشر، وهو ما يعنى أن سلوكنا يتأثر بعلم النفس. بعض القرارات هي خيارات يومية بسيطة، مثل مقدار اجتهادنا في المذاكرة لامتحان قادم، أو أي ماركة سنقوم بشرائها، ولكن قرارات أخرى تؤثر بشكل ملحوظ على حسن حالنا المالي، مثل ما إذا كان يجب علينا شراء سهم معين، أو كيف يجب علينا توزيع أو تخصيص مال.

4- دراسة علي أحمد فارس (1999) حول من المالية التقليدية إلى المالية السلوكية:

هدفت الدراسة إلى عرض وتقديم أهم الجدليات والمخالفات الفكرية عن نظريات التمويل السلوكي وقدرتها على تحليل الأسواق.

وقد استندت الدراسة على مشكلة نظرية متمثلة باستمرار الجدل الفكري والصراع التطويري بين مناصري النظريات المالية التقليدية والمدافعين عن نظرية التمويل السلوكي، إذ تحاول الدراسة تسليط الضوء على أهم البراهين المثبتة والمفندة لهذه النظريات من خلال طرح الأفكار والمرتكزات التي أستند إليها كلا الفريقين مع بيان النقاط الفاصلة التي عنت الفكر المالي من المنهج التقليدي المستند على

فرضيات السوق الكفاءة والقدرة على المراجعة إلى المنهج السلوكي الذي أضاف المتغيرات السلوكية النفسية والاجتماعية المؤثرة في عملية إتخاذ القرار الاستثماري إلى النماذج المالية التقليدية من أجل استيعاب وتقييم والتنبؤ بتحركات الأسواق المالية. ومن هنا نشأت المشكلة، والتي تتأطر بعدم إعتبار التحيزات الإدراكية المؤثرة في قرارات المستثمرين عند إتخاذ قرارات الشراء أو البيع ومن ثم إساءة تقدير أسعار الموجودات المالية في هذه السوق .

فقد حاول علم النفس شرح وتفسير مجموعة الأخطاء والتحيزات الإدراكية التي يعاني منها المستثمر عند إتخاذ القرار الاستثماري وهذا يظهر أهمية الدراسة التي تحاول فهم أسباب ظهور وتكرار الحالات الشاذة في أسواق الأسهم مثل الفقاعات أو الأزمات المتتالية والتي تبتعد قليلا أو كثيرا بسلوكها العام عن الافتراضات الأساسية للمالية التقليدية التي حاولت تفسير وتحليل الأسواق المالية من منظور عقلانية المستثمر وقدرة عمليات المراجعة على تثبيت الأسعار العادلة للموجودات المالية.

تحاول هذه الدراسة الغوص في أعماق النفس البشرية للمستثمرين في أسواق الأسهم لاستكشاف النوازع الذاتية والعواطف والمشاعر والعناصر النفسية التي تؤثر على قرارات المستثمرين في أسواق الأسهم وتجعلهم لا يتخذون القرار العقلاني الأمثل.

5- دراسة سيرين خالد الحموي (2016) حول تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم، (دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية):

<هدفت الدراسة إلى إختبار أثر عاملين خارجيين يؤثران وبشكل ملحوظ على نفسية ومعنوية غالبية المستثمرين في فترة زمنية واحدة. مما قد يؤثر على قراراتهم الاستثمارية ويؤدي إلى إتخاذ قرارات متشابهة تغلب عليها العوامل (التحيزات) السلوكية، وانعكاس ذلك على عوائد الأسهم في الأسواق المالية.

حيث ركزت الدراسة على تأثير شهر رمضان والطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في العوائد اليومية للأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 4 - كانون الثاني - 2010 و 31 - آب - 2015 باستخدام نماذج ARCH و GARCH، وتوصلت الدراسة إلى أن عوائد الأسهم اليومية في سوق دمشق للأوراق المالية لا تتأثر بشهر رمضان، فلا تختلف العوائد اليومية بشكل جوهري خلال أيام شهر رمضان عن غيره من الأيام. أما فيما يتعلق بنتائج أثر الطقس فقد أثبتت الدراسة وجود أثر طردي لوسطي درجة الحرارة في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة الواقعة قبل بدء الأزمة السورية الراهنة. أي أن إرتفاع درجة الحرارة يدفع المستثمر لاتخاذ قرارات تحمل مخاطر أعلى وبالتالي عوائد أعلى، بينما يؤدي انخفاض درجة الحرارة إلى جعل المستثمر أكثر تحفضا وتجنبنا للقرارات

الاستثمارية التي تحمل مخاطر مرتفعة. بينما نفت الدراسة وجود هذا التأثير خلال الأزمة السورية الراهنة. كما نفت الدراسة وجود أي أثر للأمطار في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية قبل وخلال الأزمة السورية الراهنة وخلال فترة الدراسة كاملة.

المطلب الثالث: ما يميز دراستنا عن باقي الدراسات

تختلف دراستنا عن باقي الدراسات من حيث عينة الدراسة محل التطبيق، إذ تمت دراستنا التطبيقية أساساً على عينة من 03 أسهم تخص بورصة الدار البيضاء، على عكس باقي الدراسات التي أخذت بالحسبان أداء البورصة ككل، أو أصل وحيد محدد. وهو ما يعطي دراستنا موضوعية أكثر ودقة أكبر في النتائج المحصل عليها.

01. ما يميز دراستنا عن باقي الدراسات من حيث فترة الدراسة

تتسم دراستنا عن باقي الدراسة بطابع التجديد من حيث فترة الدراسة، إذ تم اعتماد بيانات حديثة للفترة (2019-2020) تخص نماذج وبيانات تم تحصيلها من موقع بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية، كما كانت المعلومات الخاصة بعينة الدراسة حديثة جداً وتخص بالتحديد 06 أشهر من نهاية سنة 2019 وبداية 06 أشهر من سنة 2020.

02. ما يميز دراستنا عن باقي الدراسات من حيث الطريقة

ارتأينا في دراستنا التطبيقية اخذ موقع متقدم إي العمل على نماذج المالية السلوكية، وإجراء الدراسة على أساس مستقبلي وهي إحدى ميزات سوق الأوراق المالية التي تم إهمالها في الدراسات السابقة، حيث عمدت معظم الدراسات على اعتماد مؤشرات تقليدية في سوق الأوراق المالية، أما في دراستنا الحالية فقد اعتمدنا بيانات ونماذج من أجل توضيح حركة الاسهم

03. ما يميز دراستنا عن باقي الدراسات من حيث النتائج

من المعلوم إن كل دراسة تختلف باختلاف المتغيرات الأساسية والفترة محل الدراسة، غير أن الهدف الأساسي لمعظم الدراسات بما فيها دراستنا كان يدور في محور إمكانية تطبيق أو استخدام السلوك المالي في سوق الأوراق المالية، إما الاختلاف الملفت للنظر في نتائج دراستنا فكان حركة أسعار بورصة الدار البيضاء.

خلاصة الفصل الأول:

يتضح لنا جليا من خلال هذا الفصل أهمية سوق الأوراق المالية، خاصة جانب المالية السلوكية وما توفره من تأثيرات للتعامل في هذا السوق. فقد شغل هذا الموضوع حيزا كبيرا من أبحاث العلماء الرياضيين والاقتصاديين منذ سنوات عديدة، وحتى ولو ظهرت في السوق بعض السلوكيات غير العقلانية فإنها تكون عشوائية ويتم إلغاؤها بالجوء إلى عملية التحكيم. إذ تمثل وظيفة المحكمين في العمل على تصحيح السعر عند انحرافه مؤقتا عن قيمته الحقيقية . إذن إجمالا حين تكون التوقعات عقلانية في السوق سيتفق جميع المتعاملين على القيمة الحقيقية ويعكس السعر عندها أفضل تقدير لها.

أما فيما يخص الأدبيات التطبيقية للدراسة والتي تم التطرق فيها للدراسات السابقة وموقع دراستنا منها، فقد وجدنا أن جل الدراسات سعت لإثبات وإبراز دور التأثيرات السلوكية في سوق الأوراق المالية، وقد تميزت جميع الدراسات بالاختلاف والتنوع وهو ما نثمنه ونسعى إلى العمل في سياق من أجل إثراء الموضوع والمساهمة ولو بالقليل في إزالة اللبس أو تسليط الضوء على جزء ولو بسيط فيما يخص المالية السلوكية واستخدامها للتأثير في سوق الأوراق المالية.

بعد عرض أهم الأدبيات النظرية والتطبيقية للدراسة، سيتم في الفصل الثاني التأكد من إمكانية استخدام النماذج السلوكية كمدخل لاختيار الأسهم ببورصة الدار البيضاء للفترة (2019- 2020)، فسيتم اختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة بالاعتماد على بيانات المؤشرات لذات الفترة، لمعرفة مدى تأثير سلوك المستثمرين على أداء بورصة الدار البيضاء على عينة من أسهم الشركات الناشئة.

الفصل الثاني:

اثر السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الأوراق المالية

للفترة الممتدة من 2019_2020

تمهيد

بعد التطرق في الفصل الأول إلى أهم المفاهيم والأدبيات النظرية والتطبيقية المتعلقة بالمالية السلوكية وتأثيرها على سوق الأوراق المالية. وكذا عرض أهم الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع من احد جوانبه، سنحاول من خلال هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، ومن ثم تحليل ومناقشة النتائج المتحصل من خلال دراستنا.

ولإتمام الجانب التطبيقي ارتأينا أن نتناول هذا الفصل من خلال مبحثين، حيث يتناول الأول التعريف ببورصة الدار البيضاء وما تظمه من مجال مكاني يتعلق بعينة الدراسة. بالإضافة إلى عرض أهم الأدوات والطرق المعتمدة في الدراسة من نماذج واختبارات، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض وتحليل ومناقشة النتائج المتعلقة بحجم التداول في بورصة الدار البيضاء، وذلك على النحو التالي:

✓ المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة؛

✓ المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج.

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

سيتم من خلال هذا المبحث التطرق إلى مجتمع وعينة الدراسة لهذا الموضوع من خلال المطلب الأول والثاني وهي كما يلي:

✓ المطلب الأول:مجتمع الدراسة

✓ المطلب الثاني: عينة الدراسة

المطلب الأول: مجتمع الدراسة

سيتم في هذا المطلب التعريف بمجتمع الدراسة والذي هو بورصة الدار البيضاء، بالإضافة إلى تحديد العينة التي ستكون محل الدراسة والتحليل.

1. نشأة بورصة الدار البيضاء

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929 وكانت تحمل انداك اسم " مكتب مقاصة القيم المنقولة". إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين وتقنين تنظيم وسير هذه السوق. ففي سنة 1948، حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة. غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقي اهتماما متزايدا.وقدمت وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني. إثر هذه المبادرة، وتحديدًا سنة 1986، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات. وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم. سبع سنوات بعد ذلك، في سنة 1993 شهدت سوق البورصة إصلاح جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصدار والمصادقة على ثلاث نصوص مؤسسية، وهي:¹

- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم؛
- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من اللذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم؛
- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

¹ربوح زكرياء، بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة قسنطينة، سنة 2015، ص:9.

الفصل الثاني: اثر السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الاوراق المالية

- و يسعى هذا الإصلاح الى تحديث سوق البورصة تحديثًا ملموسًا من خلال¹:
- إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة؛
 - الترخيص للشركات البورصة، كوسطاء متخصصين، وجعلها الوحيدة المؤهلة والمعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة؛
 - إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهم وسطاء ماليون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر؛
 - إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم "SBVC"، وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم، ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية.
 - و من أجل لرفع فعالية السوق، بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993 . وقد تم شطب 10 شركات من جدول التسعيرة إثر رفضها تطبيق المقننات الجديدة المنصوص عليها.
 - و في سنة 1997، تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 96-34 الذي قام بتعديل واستكمال الظهير المعبر بمثابة قانون رقم 93-211-1 المتعلق ببورصة القيم وبعد أن قضى القانون رقم 96-35 بإحداث هيئة إيداع مركزية، في أكتوبر من سنة 1998.
 - و منذ ذلك التاريخ، شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاش ملحوظ. وفي سنة 2000، تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء، شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة.
 - و في سنة 2007، بادرت بورصة الدار البيضاء الى إعادة تصميم هويتها المرئية للتحويلات الهامة التي تشهدها. وأما من حيث تنظيم السوق، فقد اتخذت عدة تدابير، أهمها:²
 - انطلاقا نظام التسعير والتداول الالكتروني في مارس /آذار 1997؛
 - تعويض السوق الرسمي والسوق التقويت المباشر بالسوق المركزي وسوق الكتل في نوفمبر/تشرين الثاني 1998؛
 - اعتماد لامركزية التداول الالكتروني وتحويل عمليات البيع والشراء الى مقرات شركات البورصة في يناير /كانون الثاني 2001؛

¹ ريوح زكرياء، مرجع سابق ، ص:10.

²<http://www.casablanca-bourse.com>

الفصل الثاني: اثر السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الاوراق المالية

- تقليص مدة الإتمام النظري الخاص بعملية البورصة من 5 الى 3 أيام في مايو/أيار 2001؛
- إطلاق المؤشرات مازي وماديكس، والمؤشرات القطاعية، ومؤشرات المردودية، ومؤشرات العملات في يناير/كانون الثاني 2002، ثم الأخذ، ابتداء من كانون الأول 2004، بالقيمة السوقية للرأسمال العائم (الرسملة) في طريق حساب هذه المؤشرات؛
- اعتماد نظام خاص بضمان حسن إتمام العمليات وإلغاء سوق القطع الذهبية المسعرة في البورصة في شهر مارس/آذار 2002؛
- بدأ تنفيذ القانون رقم 01-52 المعدل للظهير رقم 1-93-211 الصادر بتاريخ 21 أيلول 1993 والمتعلق ببورصة القيم، ليتم بذلك تبسيط شروط الإدراج في البورصة وإحداث 5 أسواق تداول: 3 أسواق للأسهم، وسوق للسندات وسوق آخر للرسميل، وذلك في ابريل من سنة 2004؛
- تطبيق المعايير الجديدة للمكوث في جدول التسعيرة في يناير/كانون الثاني 2005؛
- في مايو 2007 تم إصدار قوانين جديدة متعلق بالظواهر المعتمدة بمثابة قانون رقم 1-93-211 المتعلق ببورصة القيم، وقانون رقم 1-93-122 المتعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من طرف الأشخاص المعنويين اللذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم وكذا القانون رقم 03-26 المتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة.
- اعتماد النسخة 900 لنظام التسعير الالكتروني، في شهر مارس/اذار 2008؛
- في كانون الاول 2008، أنشأت بورصة الدار البيضاء " لجنة متابعة من أجل تعديل النظام الإداري للشركة واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد منذ سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابي؛
- في ابريل/نيسان 2009، تم الاعتماد الفعلي لنظام حوكمة يتركز على مجلس إدارة وإدارة عامة.

2. تعريف بورصة الدار البيضاء

بورصة الدار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة، وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد والمالية وتزاول نشاطها بناء على دفتر التحملات مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة.

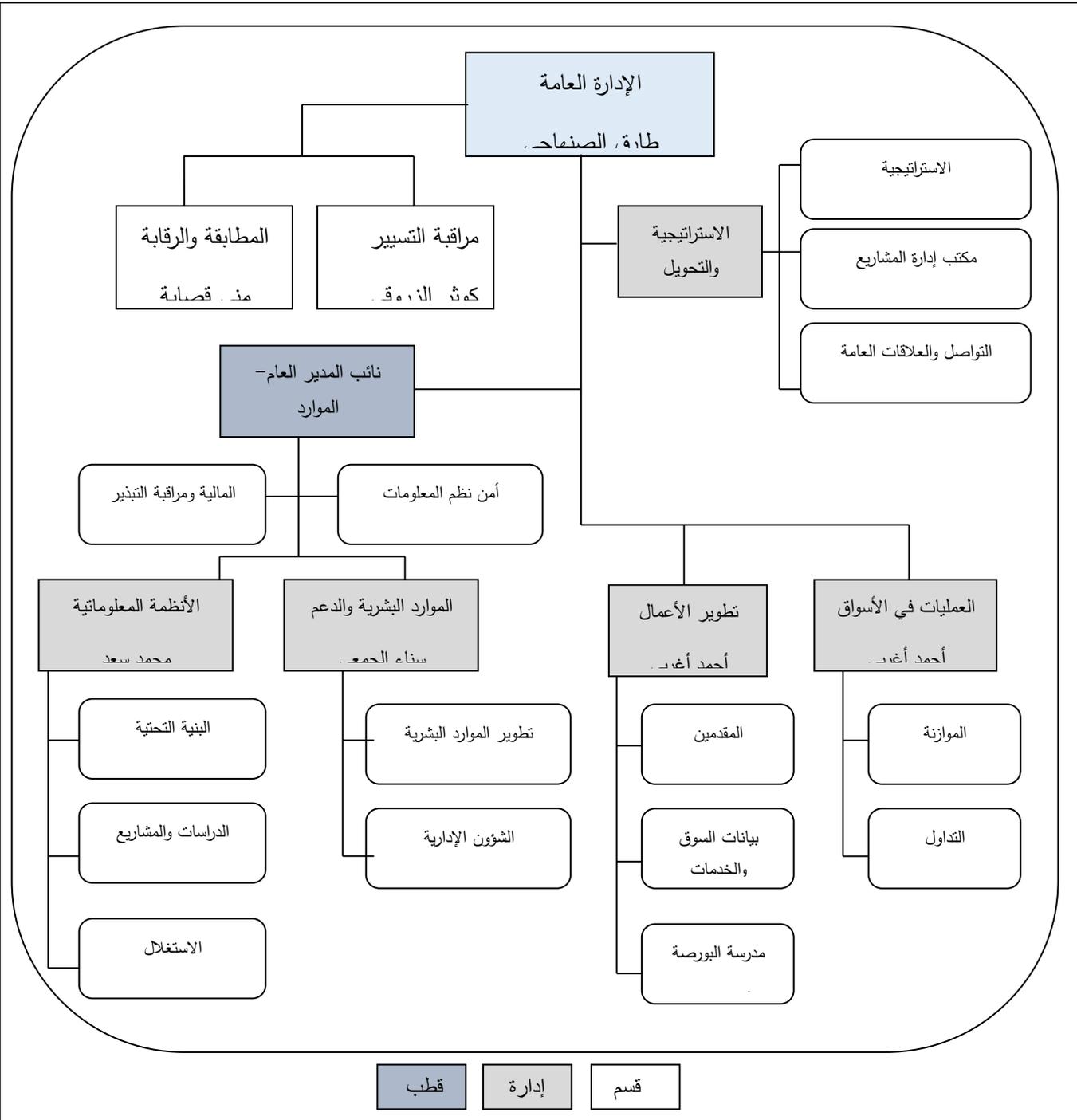
وتعتبر البورصة احد أوجه التقدم الاقتصادي للمغرب الحديث، وقد استفادة من ثورة الانترنت حيث أصبحت جل التعاملات انطلاقا من موقعها الالكتروني

الفصل الثاني: اثر السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الاوراق المالية

حيث أصبحت قاعة التعاملات فارغة ولم يعد المتعاملون يلزم عليهم لشراء أسهم وسندات اللجوء إلى مقر البورصة.

3. الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء

الشكل رقم (02): الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء



المصدر: <http://www.casablanca-bourse.com>

4. أهداف بورصة الدار البيضاء

- وضعت بورصة الدار البيضاء في إطار مزاولة نشاطها وتطبيقا للمهام التي أسندت إليها، رؤية واضحة وطموحة لأهدافها وهي كالتالي:
- مواكبة التطور الاقتصادي للبلاد من خلال المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل اقتصاد البلاد بتسهيل ؛
 - التواصل بين المستثمرين والجهات المصادرة؛
 - تلبية حاجيات الفاعلين في السوق؛
 - تطوير سوق البورصة؛
 - احتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في أفريقيا.

5. مهام بورصة الدار البيضاء

- تكمن مهمة بورصة الدار البيضاء في ضمان سير وتطوير وتشجيع سوق البورصة المغربي، وذلك من خلال:
- مراقبة ورصد حصة التداول؛
 - إصدار ونشر معلومات السوق؛
 - مساعدة الجهات المصادرة على تداول قيمهم المنقولة وعند تنفيذ عملياتهم المالية؛
 - التدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف؛
 - ضمان حركة الأوراق المالية في حال عجز أحد الوسطاء؛
 - توزيع الأسهم.

6. مؤشرات بورصة دار البيضاء

تضم بورصة دار البيضاء أكثر من مؤشر وهي كالتالي:

- 1.6 مازي عائم:** هو مؤشر عام يشمل جميع القيم المنقولة من نوع الأسهم، أي أنه لا يشمل السندات والمنتجات المالية المشتقة...، فعندما يسجل مازي ارتفاعا بنسبة 2 في المائة، لكن لا يعني أن كل الشركات ارتفعت بنفس القيمة، ولكن هنالك أسهم شركات حققت ارتفاعا وأخرى انخفضا وأخرى ربما لم تتغير، وهذا ما يفسر تقديمهم لجدول يبين أهم الارتفاعات المسجلة وأهم الانخفاضات المسجلة.

الفصل الثاني: اثر السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الاوراق المالية

2.6. مادكس عائم: هو مؤشر مدمج يتكون من القيم الخاضعة للتداول المستمر، أي أنه لا يقتصر فقط على الأسهم بل يضم الأنواع الأخرى، لكنه يقتصر فقط على القيم التي يتم تداولها بشكل مستمر في بورصة الدار البيضاء

ويمثل مادكس معدل التغير أو التقلب القيم الخاضعة للتداول المستمر بغض النظر هل هي أسهم أم أشكال مالية أخرى، فعندما يسجل مادكس مثلاً انخفاضاً بـ 2 في المائة، يعني أن القيم المالية التي يتم تداولها بيعها أو شراؤها باستمرار قد حققت معادل تقلب ناقص 2 في المائة، وما قلناه على مازي ينطبق على مادكس، وهو أنه مجرد معدل ولا يعني أن كل القيم حققت نفس الرقم، لكنها حققت أرقام مختلفة والتي أعطت معادل ناقص 2 في المائة.

3.6 مؤشرات قطاعية: هو مؤشر مدمج يتكون من القيم المنتسبة لنفس القطاع، أهمية هذا النوع من المؤشرات أنه يتابع التغيرات حسب قطاعاتها مثل قطاعات: البنوك، التأمينات، المناجم، العقار، الكيماويات البناء ومواد البناء...

المطلب الثاني: عينة الدراسة

أليانس للتطوير العقاري (ADI)

مجال عمل الشركة أليانس هي شركة عامة مدرجة في سوق الدار البيضاء منذ مارس 2010. تعمل أليانس في القطاع العقاري مع التركيز على الأنشطة العقارية المتنوعة : جميع المقاولات من خلال تأسيس شركات أو المساهمة في تأسيسها ورفع رأس مال شركات متواجدة أو شراء أوراق مالية أو حقوق شركات . يقع مقر أليانس في الدار البيضاء , المغرب . وقد تم تأسيسها في يونيو 1994.

إقامات دار السعادة ش.م

مجال عمل الشركة إقامات دار السعادة ش.م المعروفة باسم (فضاءات السعادة) هي شركة عامة مدرجة في المغرب منذ ديسمبر 2014. تعمل فضاءات السعادة ضمن قطاع العقارات مع التركيز على التطوير العقاري . يقع مقر فضاءات السعادة في الدار البيضاء , المغرب . تم تأسيس الشركة في يناير 2001.

إنفوليس (INV)

مجال عمل الشركة إنفوليس هي شركة عامة مدرجة في سوق الدار البيضاء منذ ديسمبر 2006. تعمل شركة إنفوليس في مجال الهندسة الالكترونية والاتصالات، تشغيل أي جهاز الكتروني وتصميم البرامج الالكترونية. وقد تم تأسيسها في مايو 1986. يقع مقر إنفوليس في الدار البيضاء , المغرب.¹

¹ -<https://www.mubasher.info/markets/CSE/stocks/INV/profile>

المطلب الثالث: أدوات الدراسة

لقد تم استخدام المنهج التحليلي القياسي تحديد طبيعة العلاقة بين المتغير الرئيسي والمتغيرات التابعة، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها تم الاعتماد على مجموعة من الأدوات والأساليب الإحصائية، نذكرها فيما يلي:

1 . الأدوات المستخدمة

- برنامج Eviews10

هي حزمة إحصائية لنظام لتشغيل Windows، تستخدم أساساً في تحليل السلاسل الزمنية الموجهة للاقتصاد القياسي. تم تطويره من قبل أحد مطوري البرامج الإحصائية (QMS)، والذي هو الآن جزء من مؤسسة IHS. تم إطلاق الإصدار الأول (1.0) في مارس 1994، ثم سنقوم باستخدام الإصدار الحالي Eviews هو 10، الذي تم إصداره في يونيو 2017.

كما يعتبر أحد برامج التحليل الإحصائي للبيانات. ويعد برنامجاً متقدماً في التحليل القياسي وبناء وتقدير النماذج الاقتصادية. وهو نسخة مطورة من برنامج TSP، وقد تم تصميمه للتعامل مع المشاكل الإحصائية الناتجة عن تقدير نماذج الانحدار مثل الارتباط الذاتي (Autocorrelation) والارتباط المتعدد (Multicollinearity) وأخطاء صياغة النماذج (Heteroskedasticity) واختلاف التباين (Misspecification).

ويشتمل على تقنيات متقدمة في تحليل السلاسل الزمنية وأساليب فحص جذر الوحدة Unit Roots واختبار التكامل المشترك Cointegration Tests إضافة إلى تحليل بيانات البانل Panel Data Analysis

إن استخدام النماذج غير الخطية كنماذج الانحدار الذاتي المشروطة بعدم تجانس تباينات الأخطاء ARCH التي تهدف إلى نمذجة عوائد مؤشرات السوق والتنبؤ بالأسعار في المستقبل ودراسة ظاهرة تقلبات للأسعار (Volatility) التي غالباً ما تكون سبباً في إشعال فتيل الأزمات.

2 . الأساليب الإحصائية

1.2 نموذج الانحدار الخطي البسيط: ويستخدم هذا الاختبار لتحديد تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع.¹ ويتعلق بتحليل الانحدار بالتنبؤ بالمستقبل (غير معروف) اعتماداً على بيانات جمعت عن الماضي (المعروف)، فهو يحلل أحد المتغيرات (المتغير التابع) متأثراً بعامل آخر أو أكثر من عامل مستقل.

¹ - وليد عبد الرحمن خالد الفراء، تحليل بيانات الاستبيان باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS، الندوة العالمية للشباب الإسلامي، إدارة البرامج والشؤون الخارجية، ص: 15 (نقلاً عن الموقع: www.guidespss.com)، بتاريخ: 26-05-2021، التوقيت: 12:30.

الفصل الثاني: اثر السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الاوراق المالية

2.2 نموذج بانل: تعرف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات والوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، بينما تتصف بيانات السلسلة الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة، بمعنى يقصد بيانات بانل المشاهدات المقطعية، مثل: الدول، الولايات، الشركات، الأسر... المرصدة عبر فترة زمنية معينة، أي دمج البيانات المقطعية مع الزمنية في آن واحد.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

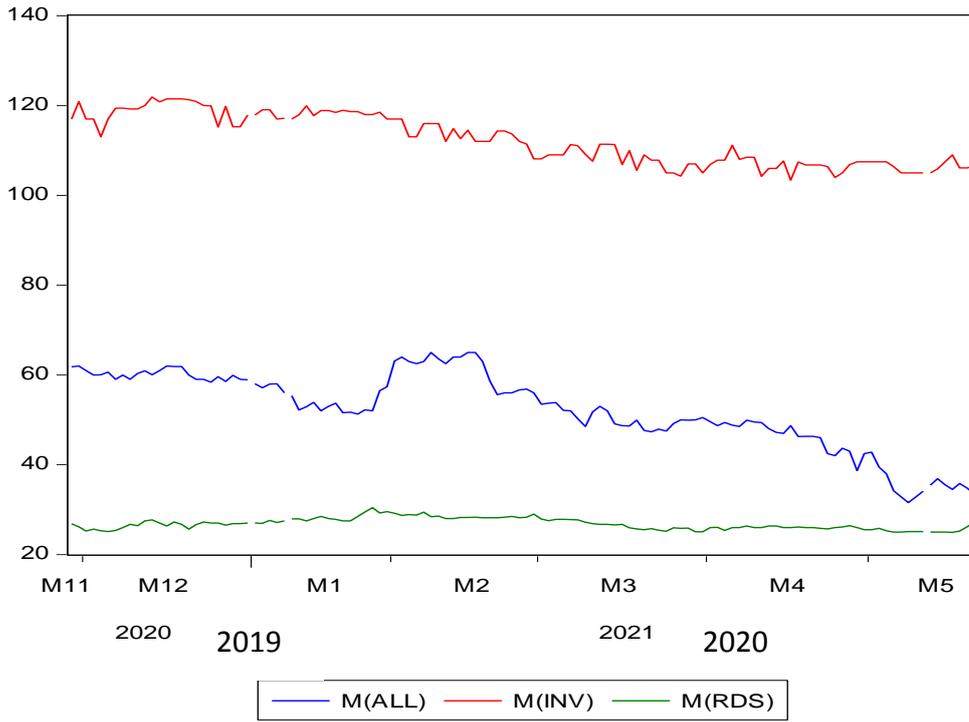
المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

يتم في هذا المطلب عرض نتائج الدراسة المتوصل إليها بناء على المعلومات التي تم جمعها، تلخيصها ومعالجتها من خلال البرامج الإحصائية سالفه الذكر.

1 . عرض نتائج التشوهات الملاحظة في بورصة الدار البيضاء

لدراسة تشوهات الموسمية الحاصلة في حركة أسعار الأسهم في بورصة الدار البيضاء تم الاعتماد على مؤشر حجم التداول وكذا مؤشر القيمة السوقية، ومن خلال البيانات أسهم عينة الدراسة تم توضيح حركة أسعار الأسهم في التمثيل البياني الموضح ادناه

الشكل رقم (03): تمثيل بياني يوضح سلوك المستثمرين (حجم التداول) عينة الدراسة

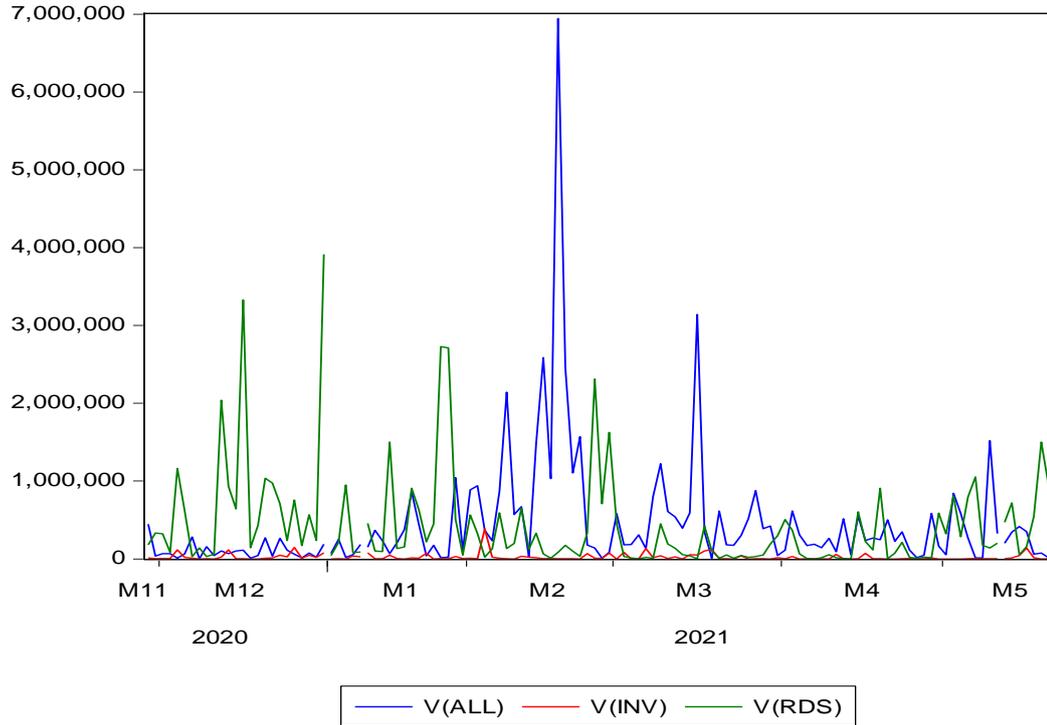


المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات مستخرجة من بورصة الدار البيضاء

يلاحظ ان هناك تذبذب في أسعار الأسهم الثلاثة خلال فترة الدراسة وهو ما سيتم توضيحه من خلال التمثيل البياني التالي:

الفصل الثاني: اثر السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الاوراق المالية

الشكل رقم (04): تمثيل بياني يوضح سلوك المستثمرين وحركة أسعار أسهم عينة الدراسة

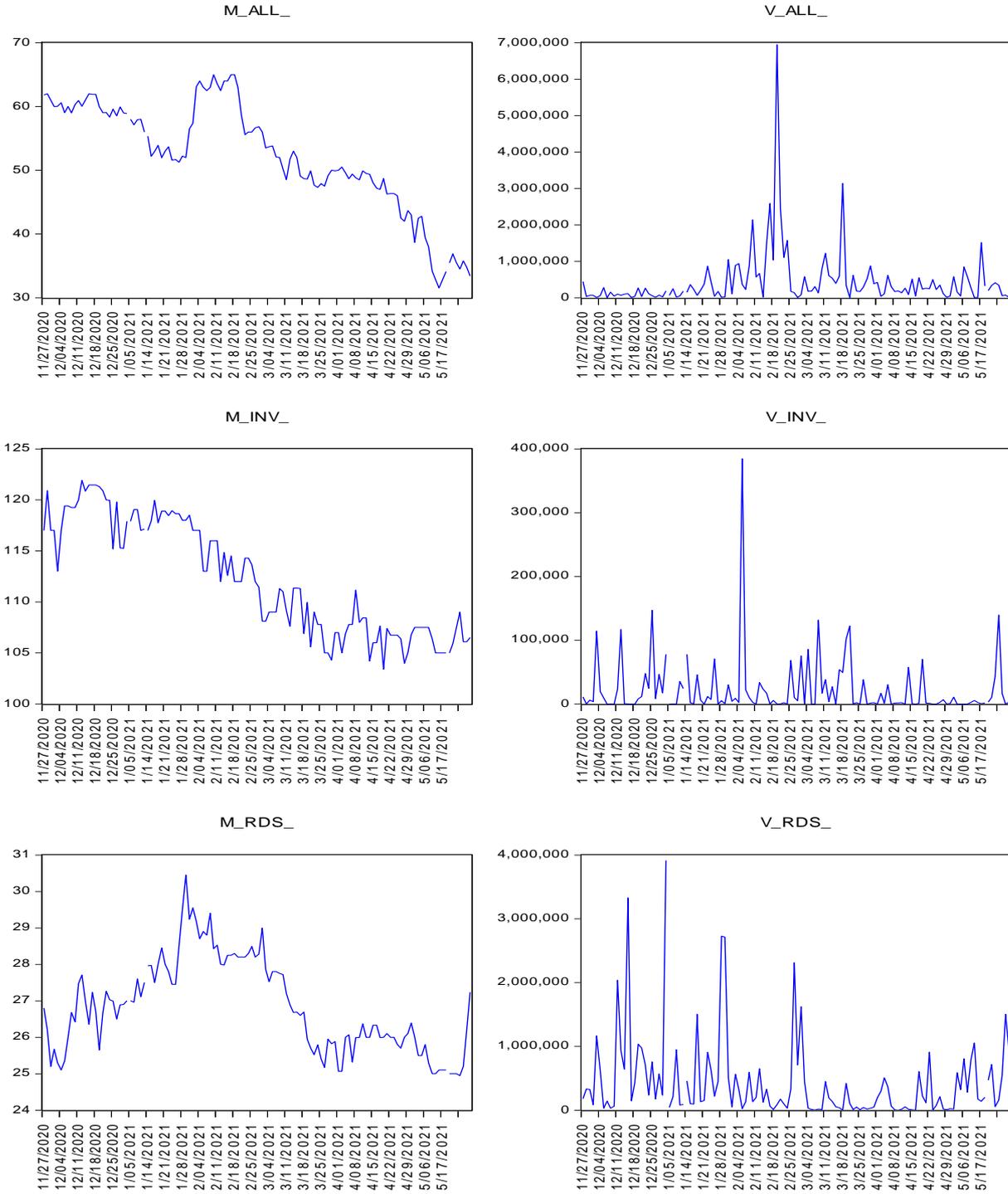


المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات مستخرجة من بورصة الدار البيضاء

يلاحظ من خلال نماذج الانحدار الخطي البسيط ان هناك حركة عشوائية بتفسير العلاقة بين سلوك سلوك المستثمرين وأسعار الاسم خاصة في سهم **RDS** وهو ما سيتم توضيحه من خلال التمثيل البياني لكل شركة على حدي.

الفصل الثاني: اثر السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الاوراق المالية

الشكل رقم (05): تمثيل بياني يوضح سلوك المستثمرين (حجم التداول) عينة الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات مستخرجة من بورصة الدار البيضاء

نلاحظ من خلال هذا التمثيل ان هناك تذبذب في أسعار الأسهم وحجم التداول وهذا راجع الى أثر آخر موسمي لوحظ في الأسواق المالية خلال السنة، وهو أثر جانبي، حسب هذا الأثر المر دودية المحصل عليها في شهر جانفي أعلى من تلك المحققة في الأشهر الأخرى للسنة.

2. عرض نتائج تأثير سلوك المستثمرين على حركة أسعار الأسهم

لاختبار العلاقة الترابطية بين حركة أسعار الأسهم وأحجام التداول يتم بناء نموذج انحدار خطي بسيط بين أسعار الأسهم كمتغير تابع وحجم التداول كمتغير مستقل كما يلي:

$$M_t = \alpha_0 + \alpha_1 V_t + \varepsilon$$

حيث أن:

$M_t = \alpha_0$ مؤشر بورصة الدار البيضاء.

$\alpha_0 \alpha_1$ معاملات النموذج الكلي.

V_t حجم التداول.

ε الباقي.

وبالاستعانة ببرنامج *Eviews8* تم تقدير نماذج الانحدار الخطي البسيط بطريقة المربعات الصغرى العادية، الخاصة بأسهم عينة الدراسة، والموضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): نماذج الانحدار الخطي البسيط بطريقة المربعات الصغرى العادية، الخاصة بأسهم عينة الدراسة

نماذج الانحدار	المعنوية الكلية	المعنوية الجزئية		معامل التحديد	معنوية اختبار السببية <i>Granger</i>	
		معنوية الانحدار	المعنوية التقاطعية		من V إلى M	من M إلى V
RDS	0.0230	0.0230	0.0000	0.0416	0.4595	0.4563
ALL	0.0928	0.0929	0.0000	0.0229	0.2092	0.3777
INV	0.8101	0.8101	0.0000	0.0004	0.1751	0.3541

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات مستخرجة من بورصة الدار البيضاء

3. عرض نتائج نماذج تفسير سلوك المستثمرين في بورصة الدار البيضاء

لمعرفة مدى تأثير سلوك المستثمرين على أداء بورصة الدار البيضاء، تم إختيار عينة من الأسهم تمثلت في؛ RDS، ALL، INV. خلال الفترة الممتدة من سنة 2020 إلى 2021 لاعتبار توفر

الفصل الثاني: اثر السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الاوراق المالية

المعطيات الإحصائية في كل الشركات المدرجة في العينة خلال هذه الفترة. وذلك بالاعتماد على تقنية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) كونها تلائم المعطيات المدرجة المتمثلة في مزيج بين المقاطع (شركات) والسلاسل الزمنية (الفترة المدروسة)، وبعدها تم استخدام اختبارات المفاضلة لاختيار النموذج المناسب،

وبالاستعانة ببرنامج EVIEWS10 تم تقدير نماذج بانل بطريقة المربعات الصغرى العادية والخاصة باسهم عينة الدراسة والموضحة في الجداول التالية:

الجدول رقم (02): نموذج الإنحدار التجميعي

		Dependent Variable: M		
		Method: Panel Least Squares		
		Date: 05/30/21 Time: 10:04		
		Sample: 11/27/2020 5/25/2021		
		Periods included: 124		
		Cross-sections included: 3		
		Total panel (balanced) observations: 372		
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	5.594035	2.90E-06	-1.62E-05	V
0.0000	34.10307	2.013354	68.66155	C
	63.76909	Mean dependent var	0.077981	R-squared
	36.37702	S.D. dependent var	0.075489	Adjusted R-squared
	9.95262	Akaike info	34.9770	S.E. of regression

الفصل الثاني: اثر السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الاوراق المالية

3	crit	5	
9.97369	Schwarz	452655.	
2	crit	7	Sum squared resid
9.96099	Hannan-Quinn	1849.18	
0	crit.	8	Log likelihood
0.12365	Durbin-Watson	31.2932	
6	stat	3	F-statistic
		0.00000	
		0	Prob(F-statistic)

جدول رقم (03): نموذج التأثير الفردية الثابتة

Dependent Variable: M				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/30/21 Time: 10:07				
Sample: 11/27/2020 5/25/2021				
Periods included: 124				
Cross-sections included: 3				
Total panel (balanced) observations: 372				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0292	2.189483	5.19E-07	1.14E-06	V
0.0000	184.0168	0.344681	63.42716	C
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
63.76909	Mean dependent		0.973672	R-squared
36.37702	S.D. dependent		0.973458	Adjusted R-squared

الفصل الثاني: اثر السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الاوراق المالية

6.407431	Akaike info criterion	5.926477	S.E. of regression
6.449570	Schwarz criterion	12925.31	Sum squared resid
6.424166	Hannan-Quinn criter.	- 1187.782	Log likelihood
0.107703	Durbin-Watson stat	4536.558	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

جدول رقم(04): نموذج التأثير العشوائي

Dependent Variable: M				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 05/30/21 Time: 10:11				
Sample: 11/27/2020 5/25/2021				
Periods included: 124				
Cross-sections included: 3				
Total panel (balanced) observations: 372				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0315	2.159465	5.19E-07	1.12E-06	V
0.0000	5.871298	10.80372	63.43186	C
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.9088	18.70307	Cross-section random		
0.0912	5.926477	Idiosyncratic random		
Weighted Statistics				
1.81387	Mean dependent 5var		0.012150	R-squared

الفصل الثاني: اثر السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الاوراق المالية

6.02785 7var	S.D. dependent	0.009480	Adjusted R-squared
13316.5 2	Sum squared resid	5.999215	S.E. of regression
0.10434 0stat	Durbin-Watson	4.550894	F-statistic
		0.033559	Prob(F-statistic)
	Unweighted Statistics		
63.7690 9var	Mean dependent	-0.011120	R-squared
0.01875 6stat	Durbin-Watson	496399.1	Sum squared resid

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على البيانات المستخرجة من بورصة الدار البيضاء

المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج

في هذا المطلب سنحاول مناقشة وتحليل النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة التطبيقية على بورصة الدار البيضاء والتي تكشف عن مجموعة من النتائج التي يمكن أن تثبت أو تنفي فرضياتنا، وذلك بالإعتماد على التحليل الإحصائي الذي يعتبر أداة التحليل الأنسب لذلك.

1. تحليل ومناقشة نتائج التشوهات الموسمية

يعد حجم التداول المفسر الأساسي لسلوك المستثمرين في بورصة الأوراق المالية، حيث حظي موضوع العلاقة بين أحجام التداول واتجاه الأسعار اهتمام العديد من الباحثين، ومن خلال نتائج الدراسة الموضحة للتمثيل البياني رقم ... يلاحظ ان هناك تذبذب في أسعار الأسهم عينة الدراسة خلال الفترة (2019-2020) ويمكن تفسير هذا أن المالية السلوكية ساهمت في تسليط الضوء وتفسير الكثير من التشوهات التي يقف وراءها سلوك بشري غير عقلاني، غير أنها لم تقدم بعد حلولاً لهذه الانحرافات فهي لا تزال مستمرة في الحدوث ولا تزال تسبب أزمات واختلالات في أسواق المال، صحيح أن بعض التشوهات قد اختفت بمجرد اكتشافها على غرار كل من أثر جانبي وأثر نهاية الأسبوع

ومن خلال التمثيل البياني الموضح في الإشكال رقم .. يلاحظ ان هناك تذبذب كبير في إحجام التداول خاصة في نهاية السنة حيث ارتفع التداول الى أقصاه وهذا ما اثر في أسعار أسهم الشركات وهو

ما تم ملاحظته في شركة RDS، غير انه ليس من الواضح سبب العلاقة بين سلوك المستثمر وحركة أسعار هذه الأسهم

2. تحليل ومناقشة نتائج تأثير سلوك المستثمرين على بورصة الدار البيضاء

من خلال تحليل نتائج نموذج RDS يلاحظ أن للمعالم α_0, α_1 معنوية إحصائية، أي أنها تختلف معنويا عن الصفر بنسبة معنوية 5 بالمائة، وهو ما تؤكد نسبة الاحتمال والتي هي أقل تماما من نسبة المعنوية 0.05. وبالتالي، يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تقرر أن للمعالم α_1, α_2 معنوية إحصائية.

من الملاحظ أن القيمة الحرجة لإحصائية فيشر أقل تماما من نسبة المعنوية 0.05. وبالتالي، يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة والتي تقرر أن للنموذج معنوية إحصائية، أي أن النموذج المقترح مقبول إحصائيا. فمن خلال نتائج هذا النموذج يتبين أن له قدرة تفسيرية ضعيفة 4.16% وبهذا يمكن القول أن الحجم لا يعزز اتجاه حركة الأسعار.

3 . تحليل ومناقشة نتائج نماذج تفسير سلوك المستثمرين في بورصة الدار البيضاء

من خلال نتائج الدراسة الموضحة في المطلب السابق في الجدول رقم .. وبالنظر إلى اختبار هوسمان (prob=0.0015) يتبين لنا أن مستوى المعنوية أقل من 5% مما يدفعنا إلى قبول الفرضية الصفرية H1 التي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم، أي أن هناك اختلافات في المعلمة الثابتة بين نماذج الانحدار قد تعود إلى طبيعة وقطاع النشاط الذي تنتمي فيه هذه الشركات خاصة في ظل هذه الجائحة، مما أثر على اختلاف سلوكيات المستثمرين حسب كل قطاع، فمن خلال نتائج الانحدار المقدرة سلفا يلاحظ أن سلوكيات المستثمرين تأثرت في قطاع الخدمات الذي يعتمد على السياحة بدرجة أولى والتي تأثرت بشكل كبير بجائحة كورونا من خلال القيود الصارمة من طرف الدولة المغربية على السياح والفنادق والخدمات الملحقة بها.

مما سبق، يمكن القول أن العلاقة السببية بين مؤشر بورصة الدار البيضاء وأحجام التداول لا تتسجم مع نموذج (Noise trading) وذلك لأنه وفقا لهذا نموذج (Noise trading) فإن المستثمر لا يقوم بالتداول وفقا لأسس اقتصادية تحليلية بل يعتمد على الإشاعات والمعلومات غير الدقيقة، حيث يؤدي ذلك إلى زيادة التداول وبالتالي تغيير في حركة الأسعار.

خلاصة الفصل الثاني:

تعتبر بورصة دار البيضاء للأوراق المالية من أقوى البورصات الناشطة في إفريقيا، وهي تضم مجموعة كبيرة من الأسواق الفرعية، ومنها نجد سوق اليانس وقامات دار السعادة، التي كانت محل دراستنا، وقد حاولنا في هذا الفصل توضيح أو اختبار إمكانية الاعتماد على سلوك المستثمرين كمدخل في التأثير على سوق الأوراق المالية، وكانت الإجابة بنعم بالنظر إلى النتائج المتوصل إليها بعد تطبيق النماذج على عينة من 3 أسهم ناشطة تمثلت في INV،ALL،RDS. إذ مكنتنا الدراسة من معرفة تأثير سلوك المستثمرين على الأوراق المالية محل الدراسة.

خاتمه

تتضمن خاتمة هذه الدراسة مجموعة من النتائج والاقتراحات التي يتم إظهارها لبورصة سوق الأوراق المالية بصفة عامة وبورصة المغرب بصفة خاصة، وكذا المستثمرين فيها، إضافة إلى عرض آفاق البحث لغرض فتح مجال البحث في هذا الموضوع، وذلك فيما يلي:

نتائج اختبار الفرضيات

حاولت هذه الدراسة -تأثير السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الأوراق المالية في بورصة المغرب- معالجة إشكالية البحث التي تدور حول ما مدى تأثير السلوك المالي للمستثمرين على أداء سوق الأوراق المالية؟ وما واقع ذلك على بورصة الدار البيضاء؟

من خلال عرض الجوانب التطبيقية لسوق الأوراق المالية والعوامل المؤثرة فيها، وانطلاقاً من الفرضيات الأساسية وباستخدام الأساليب والأدوات الإحصائية، تم التوصل إلى النتائج الآتية: ساهمت المالية السلوكية في تسليط الضوء وتفسير الكثير من التشوهات التي يقف وراءها سلوك بشري غير عقلاني، غير أنها لم تقدم بعد حلولاً لهذه الانحرافات فهي لا تزال مستمرة في الحدوث ولا تزال تسبب أزمات واختلالات في أسواق المال، صحيح أن بعض التشوهات قد اختفت بمجرد اكتشافها على غرار كل من أثر جانبي وأثر نهاية الأسبوع. فالمالية السلوكية تراهن على قيام المستثمرين بتصحيح سلوكياتهم غير العقلانية مباشرة بعد إدراكها، غير أنه وفي المقابل لا تزال الانحرافات الأخرى لم تختف بعد على الرغم من كثرة الحديث عنها، كسلوك القطيع والارتكاز على الإشاعات وتبسيط عملية اتخاذ القرار، مما يعني قبول فرضية الأولى والتي تقرر قدرة المالية السلوكية على تفسير التشوهات الملحوظة في بورصة الدار البيضاء.

بينت نتائج الدراسة أن النموذجين الخطيين لكل من شركة ALL و INV، غير مقبولين إحصائياً، وبهذا يمكن القول أن الحجم لا يعبر عن اتجاه حركة الأسعار، أي أن هناك عوامل أخرى هي التي تفسر حركة الأسعار خلال فترة الدراسة الممتدة بين 2019 و 2020، بينما هناك علاقة خطية فيما يخص نموذج شركة RDS، غير أن هذه العلاقة لها قدرة تفسيرية ضعيفة جداً قدرت بـ 4.16% وبهذا يمكن القول أن الحجم لا يعزز اتجاه حركة الأسعار، أي أن هناك عوامل أخرى ذات أهمية أكبر تفسر حركة الأسعار خلال فترة الدراسة، وهذا ما يعني رفض الفرضية الثانية والتي تقرر أن هناك تأثير قوي لسلوك المستثمرين على حركة أسعار الأسهم المدرجة في بورصة الدار البيضاء؛

أثبتت نتائج اختبارات المفاضلة بين نماذج الدراسة المتعلقة بمعرفة مدى تأثير سلوك المستثمرين على أداء بورصة الدار البيضاء، أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم من بين النماذج المفسرة لسلوك المستثمرين في بورصة الدار البيضاء، أي أن هناك اختلافات في المعلمة الثابتة بين نماذج الانحدار قد تعود إلى طبيعة وقطاع النشاط الذي تنتمي فيه هذه الشركات خاصة في ظل هذه الجائحة، مما أثر على اختلاف سلوكيات المستثمرين حسب كل قطاع، وهذا ما يعني قبول الفرضية الثالثة، فمن خلال نتائج الانحدار المقدرة يلاحظ أن سلوكيات المستثمرين تأثرت في قطاع الخدمات الذي يعتمد على السياحة بدرجة أولى والتي تأثرت بشكل كبير بجائحة كورونا من خلال القيود الصارمة من طرف الدولة المغربية على السواح والفنادق والخدمات الملحقة بها.

نتائج الدراسة

- بالرغم من الحجج الكثيرة على كفاءة السوق تشهد أسواق المال العديد من التشوهات التي لا يمكن تفسيرها في إطار هذه النظرية أهمها التشوهات الموسمية، أثر الحجم... إلخ؛
- يقوم السوق في الواقع على تعايش كل من المستثمرين العقلانيين والمستثمرين الجاهلين (NT)، ينجم عن هذا التعايش سلوكيات غير عقلانية مرتبطة تتراكم في نفس الاتجاه بفعل التقليد والمحاكاة عوض أن يلغي بعضها أثر بعض مكونة بذلك اتجاها سعريا مما يوضح مدى مساهمة المستثمرين غير العقلاني ينفي تشكيل الأسعار؛
- يأتي تناول موضوع سوق الأوراق المالية من حيث المفهوم والأدوات والأهمية في سياق تبصيرا لقارئ بآليات عمل النظام الاقتصادي العالمي الجديد الذي يركز بشكل أساسي على نشاط المؤسسات المالية والمصرفية؛
- يهدف التعريف بسوق الأوراق المالية في سلسلة قضايا إستراتيجية إلى بناء منصة تعين القارئ على فهم واستيعاب مجموعة من المواضيع الاقتصادية الساخنة والمعاصرة، منها تكرار الأزمات والتي سيشار لها في الإصدارات القادمة؛
- من بين الانحرافات السلوكية التي يمكن ملاحظتها هي تلك التي تطال عملية التنبؤ كالثقة المفرطة، التفاؤل... إلخ، كما أنه توجد انحرافات تؤثر على التفضيل على قرار طريقة عرض الموضوع أو المشكل، تجنب الخسارة، التقليد.....

الاقتراحات

تمد النتائج التي خلص إليها في هذا البحث إلى جملة من الأفكار حول أداء بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية والمستثمرين فيها بشكل خاص، ويمكن صياغة هذه الأفكار في شكل اقتراحات كما يلي:

- التطرق إلى المالية السلوكية في شقها التي يتناول مالية المؤسسة من خلال محاولة تفسير سلوكيات المسيرين فيها وذلك بالإعتماد على الدراسات الميدانية؛
- لقد ظهر إلى جانب المالية السلوكية في محاولة لتفسير اختلالات سوق المال اتجاه بحثي جديد آخر يشكك في نظرية الكفاءة يطلق عليه "الاقتصاد التجريبي" يقوم على إعادة اختبار ما توصلت إليه النظرية الاقتصادية من خلال إجراء تجارب مخبرية، وقد حاز مؤسسه أيضا "فرنونمسيث" على جائزة نوبل للاقتصاد 2002، لذا يمكن أن يشكل هذا الاتجاه بدوره موضوعا خصبا للبحث؛
- ينبغي على المتعاملين في سوق المال إدراك حقيقة وجود التشوهات، فليس كل اتجاه سعري سعودي يعكس بالضرورة زيادة في قيمة المؤسسة؛
- يقع على المتعاملين تعلم تفسير ما يحدث حولهم في السوق حتى لا يقعوا ضحية للتقليد والإشاعات؛
- الأخذ في الاعتبار اعتقادات الأغلبية قبل اتخاذ أي قرار في سوق المال لأن رأي الأغلبية يعد بدوره متغيرا يؤثر على القيمة التي سيعطيها السوق مستقبلا لأي ورقة مالية؛
- بالرغم من كون التقليد انحرافا سلوكيا إلا أنه يجب على المتعاملين اكتشاف الحالات التي يكون فيها السلوك الأنسب والأكثر ربحية؛
- على جميع المتعاملين الانتباه من الوقوع في أحد الانحرافات السلوكية سابقة الذكر، فمعظم الناس لا يدركون أصلا ارتكابهم لبعض الأخطاء، وينبغي العلم بأن انحراف الإدراك يؤدي إلى انحراف السلوك؛
- العمل على تصحيح الانحراف بمجرد إدراكه لأن معظم التشوهات في السوق تختفي بمجرد اكتشافها وبالتالي من شأن هذا العمل على عودة الاستقرار إلى السوق؛
- يمكن حتى للمستثمر الذي يرغب في بناء محفظة سلوكية أن يستعين بالمعايير الواردة في التحليل - "العائد المخاطرة" فهذا يساعده على الوصول إلى محفظة أكثر كفاءة.

الآفاق

تبين من خلال تحليل ودراسة جوانب موضوع البحث وجود مفاهيم هامشية، ولكنها مهمة في مجال تحليل الأسواق المالية حيث شكلت حدودا نظرية في البحث مما تتيح المجال للغير للبحث والتوسع فيها، ومن أهمها ما يلي:

- التطرق إلى المالية السلوكية في شقها الذي يتناول مالية المؤسسة من خلال محاولة تفسير سلوكيات المسيرين فيها وذلك بالاعتماد على الدراسات الميدانية أو ما يطلق عليه "basedresearch-field"؛
- أثر إقصاء الجانب الأخلاقي في علم الاقتصاد عامة والمالية تحديدا على ما تشهده الأسواق من اختلالات؛

- لقد ظهر إلى جانب المالية السلوكية في محاولة لتفسير اختلالات سوق المال اتجاه بحثي آخر يشكك في نظرية الكفاءة يطلق عليه اسم "الاقتصاد التجريبي" (**économie' Léxpérimentale**) يقوم على إعادة اختبار ما توصلت إليه النظرية الاقتصادية من خلال إجراء تجارب مخبرية، وقد حاز مؤسسه أيضا "فرنون سميث، على جائزة نوبل للاقتصاد عام 2002، لذا يمكن أن يشكل هذا الاتجاه بدوره موضوعا خصبا للبحث.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

1- الكتب

1. السيد متولي عبد القادر(2010)، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الطبعة الأولى، عمان.
2. رسمية أبو موسى(2005)، الأوراق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان.
3. رمضان علي الشراح ومحروس أحمد حسن(1999)، الاستثمار: النظرية والتطبيق، ط2، الكويت.
4. زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 71، 72
5. سمير عبد الحميد رضوان (1992)، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة.
6. ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات: سوق رأس المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الجزائر، 2003.
7. عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية أداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010 .
8. عبد الله طاهر وموفق على خليل(2004)، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، دار يزيد للطباعة والنشر، عمان.
9. غازي فلاح المومني، "إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
10. محمد محمود الداغر (2005)، الأسواق المالية، دار الشروق، الطبعة الأولى، الأردن.
11. محمود محمد الداغر(2005)، الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان.
12. منير إبراهيم الهندي (1994)، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاستثمار وأسواق العقود المستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان.

2- المذكرات والرسائل

1. برارمة ريمة، اثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2019.
2. بلحول فتحي، مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد، أطروحة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة مستغانم، 2018.
3. روح زكرياء، بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة قسنطينة، سنة 2015 .
4. سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، أطروحة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012.
5. سيرين خالد الحموي، تأثير العوامل السلوكية على عوائد الأسهم، أطروحة ماجستير، كلية الاقتصاد، قسم المالية والمصرفية، جامعة دمشق، 2016.
6. مزهدية رفيق، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في سوق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2015 .

3- المجلات والملتقيات

1. أديب قاسم شندي (2013)، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، وقائع مؤتمر كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة.
2. بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الاسوق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد 01، الجزائر.
3. جابو سليم، محاضرات في الهندسة المالية، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الأولى ماستر، مالية مؤسسية، جامعة تبسة، 2020.

4- المواقع الإلكترونية

1. <https://www.mubasher.info/markets/CSE/stocks/INV/profile>
2. -Hélène Rainelli , **Le Montagner, Des marchés et des hommes**, Sur: www.institut Europlace.com/files/doc/doc898966.doc,...
3. -<http://www.casablanca-bourse.com>

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1. An de Meulen, P., Michel, M., & Schmidt, T. (2014). **Forecasting real estate prices in Germany: the role of consumer Confidence.** Journal of Property Research.
2. André F. Perold « **the capital asset pricing model** » Journal of Economic Perspectives—Volume 18, Number 3, Summer 2004..
3. Andrew W. Lo, "**Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis,**" Journal of Investment Consulting. Vol. 7. 2005.
4. Campbell J. Y. et autre The Econometrics of Financial Markets Princeton University Press Princeton, New Jersey .
5. CHAN K. C., CHEN. N-F (1991) » **Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms** » THE JOURNAL OF FINANCE • VOL. XLVI, NO. 4 • SEPTEMBER 1991 .
6. **Editorial Introduction to the special issue on behavioral finance** Journal of Empirical Finance 11 (2004) .
7. Fama, E. F. and French, K. R. (1993) **Common risk factors in the returns on stocks and bonds,** Journal of Financial Economics, 54,—56.
8. Fama, E. F. and French, K. R. (1993) **Common risk factors in the returns on stocks and bonds,** Journal of Financial Economics, 54, 3—56.
9. Fama. E. ; French. K. R. **The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence** The Journal of Economic Perspectives, Vol. 18, No. 3. (Summer, 2004).
10. Galli more, P., & Gray, A. (2002). **The rôle of Investor sentiment In Property Investment décisions.** Journal of Property Research.
11. Ibbotson R.G. 1975. **‘Price Performance of Common Stock New Issues’,** Journal of Financial Economics, Vol.2: 235-272.
12. James R. Delisle.(2010) **Fundamentals of Real Estate: A Behavioral Approach.**(work in progress).

13. Jochen H, Jessica R & Marcel L. (2018). **News-based sentiment analysis in real estate: a machine learning approach**, *Journal of Property Research*.
14. John Y. Campbell et autre « **The Econometrics of Financial Markets** » Princeton University Press Princeton, New Jersey .
15. Lin, C. Y., Rahman, H., & Yung, K. (2009). **Investor sentiment And REIT returns. The journal of real estate finance and Economics**
16. Maheran. N , Muhammad. N & Muhd N. A 2010 « **Efficient Market Hypothesis and Market Anomaly: Evidence from Day-of-the Week Effect of Malaysian Exchange** » *International Journal of Economics and Finance* .
17. Mohamed chikhi « **etude économétrique de l'efficience informationnelle face aux anomalies sur les marchés Boursiers** » revue de chercheur n3 2004 .
18. OPREA (2013) **Anomalies on the capital markets from the former communist European countries Theoretical And Applied Economics** Volume XX (2013), No. 11(588).
19. Raj k, kohli and kohers t. 2001 « **the week –of – the month effect in stock returns: the evidence from the s&p Composite index**, *journal of economics and finance* .
20. Raj k, kohli and kohers 2001 « **the week –of – the month effect in stock returns: the evidence from the s&p Composite index**, *journal of economics and finance* .
21. Roger Su ,, Dutta A S, Mingwei Xu 2011 **Financial Anomalies: Evidence from Chinese A-share Markets** *International Journal of Economics and Finance* Vol. 3, No. 2 .
22. Schleifer A (1986) « **Do Demand Curves for Stocks Slope Down ?** « *The Journal of Finance*, Vol. 41, No. 3, *Papers and Proceedings of the Forty-Fourth Annual Meeting of the American Finance Association, New York, New York, December 28-30, 1985. (Jul., 1986).*
23. Shiller RJ (1981) **The use of volatility measures in assessing market efficiency** *journal of finance* 36 ;3,..

24.Yalçın. K. C ,2010 **Market Rationality: Efficient Market Hypothesis versus Market Anomalies** »European Journal of Economic and Political Studies .

الملاحق

مخرجات شركة RDS

نموذج الانحدار الخطي البسيط بين أسعار الأسهم كمتغير تابع وحجم التداول كمتغير مستقل

		Dependent Variable: M_RDS_		
		Method: Least Squares		
		Date: 05/30/21 Time: 09:20		
		Sample: 11/27/2020 5/25/2021		
		Included observations: 124		
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0230	2.302501	1.71E-07	3.93E-07	V_RDS_
0.0000	197.6629	0.134856	26.65599	C
26.8278	Mean dependent var		0.041645	R-squared
1.27246	S.D. dependent var		0.033790	Adjusted R-squared
3.30141	Akaike info criterion		1.250782	S.E. of regression
3.34690	Schwarz criterion		190.8635	Sum squared resid
3.31989	Hannan-Quinn criter.		-202.6876	Log likelihood
0.19969	Durbin-Watson stat		5.301510	F-statistic
			0.023001	Prob(F-statistic)

الملاحق

العلاقة السببية بين سلوك المستثمر (حجم التداول) وأسعار الأسهم

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 05/30/21 Time: 09:23			
Sample: 11/27/2020 5/25/2021			
Lags: 2			
Prob.	F-Statistic	Obs	Null Hypothesis:
0.4595	0.78270	122	V_RDS_ does not Granger Cause M_RDS_
0.4563	0.78997		M_RDS_ does not Granger Cause V_RDS_

مخرجات شركة ALL

نموذج الانحدار الخطي البسيط بين أسعار الأسهم كمتغير تابع وحجم التداول كمتغير مستقل

Dependent Variable: M_ALL_				
Method: Least Squares				
Date: 05/30/21 Time: 09:29				
Sample: 11/27/2020 5/25/2021				
Included observations: 124				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0929	1.693581	9.75E-07	1.65E-06	V_ALL_
0.0000	58.48125	0.879810	51.45237	C
52.18468	Mean dependent var		0.022970	R-squared

الملاحق

8.596818	S.D. dependent var	0.014962	Adjusted R-squared
7.141584	Akaike info criterion	8.532265	S.E. of regression
7.187073	Schwarz criterion	8881.545	Sum squared resid
7.160063	Hannan-Quinn criter.	-440.7782	Log likelihood
0.061168	Durbin-Watson stat	2.868217	F-statistic
		0.092897	Prob(F-statistic)

العلاقة السببية بين سلوك المستثمر (حجم التداول) وأسعار الأسهم

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 05/30/21 Time: 09:30			
Sample: 11/27/2020 5/25/2021			
		Lags: 2	
Prob.	F-Statistic	Obs	Null Hypothesis:
0.2092	1.58542	122	V_ALL_ does not Granger Cause M_ALL_
0.3777	0.98185		M_ALL_ does not Granger Cause V_ALL_

مخرجات شركة INV

نموذج الانحدار الخطي البسيط بين أسعار الأسهم كمتغير تابع وحجم التداول كمتغير مستقل

Dependent Variable: M_INV_				
Method: Least Squares				
Date: 05/30/21 Time: 09:31				
Sample: 11/27/2020 5/25/2021				
Included observations: 124				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.8102	0.240702	1.08E-05	2.61E-06	V_INV_
0.0000	201.3264	0.557483	112.2361	C
112.2948	Mean dependent var		0.000475	R-squared
5.561320	S.D. dependent var		0.007718	Adjusted R-squared
6.293234	Akaike info criterion		5.582741	S.E. of regression
6.338723	Schwarz criterion		3802.373	Sum squared resid
6.311713	Hannan-Quinn criter.		388.1805	Log likelihood
0.130167	Durbin-Watson stat		0.057937	F-statistic
			0.810190	Prob(F-statistic)

الملاحق

العلاقة السببية بين سلوك المستثمر (حجم التداول) وأسعار الأسهم

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 05/30/21 Time: 09:33			
Sample: 11/27/2020 5/25/2021			
Lags: 2			
Prob.	F-Statistic	Obs	Null Hypothesis:
0.1751	1.76884	122	V_INV_ does not Granger Cause M_INV_
0.3541	1.04747		M_INV_ does not Granger Cause V_INV_

النموذج الأمثل

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary	
0.0015	1	10.138057	Cross-section random	
Cross-section random effects test comparisons:				
Prob.	Var(Diff.)	Random	Fixed	Variable
0.0015	0.000000	0.000001	0.000001	V
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: M				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/30/21 Time: 10:14				
Sample: 11/27/2020 5/25/2021				
Periods included: 124				

الملاحق

		Cross-sections included: 3		
	Total panel (balanced) observations: 372			
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	184.0168	0.344681	63.42716	C
0.0292	2.189483	5.19E-07	1.14E-06	V
		Effects Specification		
	Cross-section fixed (dummy variables)			
63.76909	Mean dependent var		0.973672	R-squared
36.37702	S.D. dependent var		0.973458	Adjusted R-squared
6.407431	Akaike info criterion		5.926477	S.E. of regression
6.449570	Schwarz criterion		12925.31	Sum squared resid
6.424166	Hannan-Quinn criter.		1187.782	Log likelihood
0.107703	Durbin-Watson stat		4536.558	F-statistic
			0.000000	Prob(F-statistic)

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير السلوك المالي للمستثمرين على أداء بورصة الدار البيضاء حيث تم اختيار عينة من الشركات تمثلت في شركة INV,ALL,RDS وذلك من خلال الفترة الممتدة من 2019 إلى 2020 ولتحقيق هدف الدراسة تم تتبع حركة أسعار الأسهم المدرجة في بورصة الدار البيضاء والقيام بدراسة المتغيرات التي من شأنها أن تؤثر في حركة أسعار هذه الأسهم، كما اعتمدت الدراسة على تقنية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية باعتبارها الأنسب لمعالجة هذه البيانات التي تضم البعد الموضوعي (أسعار الأسهم، حجم التداول)، والبعد الفردي (الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء)، والبعد الزمني (2019.2020).

توصلت الدراسة إلى أن المالية السلوكية ساهمت في تفسير الكثير من التشوهات التي يقف وراءها سلوك بشري غير عقلاني غير أنها لم تقدم حلولاً لهذه الانحرافات فهي لا تزال مستمرة في الحدوث ولا تزال تسبب أزمات وإختلالات في أسواق المال. كما أوضحت الدراسة وجود فروقات فردية ثابتة لتأثير السلوك المالي للمستثمرين على بورصة الدار البيضاء تعود إلى طبيعة وقطاع النشاط الذي تنتمي إليه هذه الشركات خاصة في الأزمة الصحية العالمية كوفيد 19

الكلمات المفتاحية: سوق أوراق مالية؛ مالية سلوكية؛ حركة أسعار الأسهم؛ بورصة الدار البيضاء؛

نموذج بانل.

Abstract

This study aims to know the extent of the impact of the financial behavior of investors on the performance of the Casablanca Stock Exchange, where a sample of companies were selected, represented by INV, ALL, RDS, during the period from 2019 to 2020. The Casablanca Stock Exchange and to study the variables that would affect the movement of the prices of these shares. The study also relied on the technique of cross-sectional time series data as it is the most appropriate to treat these data, which includes the objective dimension (stock prices, trading volume), and the individual dimension (companies listed in Casablanca Stock Exchange), and the time dimension (2020.2019).

The study concluded that behavioral finance contributed to explaining many distortions behind irrational human behavior, but it did not provide solutions to these deviations, as it still continues to occur and still causes crises and imbalances in the financial markets. The study also showed the existence of fixed individual differences in the impact of the financial behavior of investors on the Casablanca Stock Exchange due to the nature and sector of activity to which these companies belong, especially in the global health crisis Covid 19

Keywords: stock market; behavioral financial; stock price movement; Casablanca Stock Exchange; panel model.