

من المالية التقليدية الى المالية السلوكية:التعن الجذري- دراسة نظرية لأهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية

أ.م.د. ميثم ربيع هادي

م.م. علي احمد فارس

كلية الادارة والاقتصاد/جامعة كربلاء

Abstract

From Traditional finance to behavioral Finance: The Radical Transformation Theoretical study of the most important contemporary and traditional financial beliefs and behavioral

The traditional finance depend upon understanding of financial markets by using models of financial market regarded participants as a rational men, and rationality here have two basic means, update ideas and beliefs upon receipt of any new information, and decision-making from the accepted standard (standard) based on this information. But this traditional understanding of the financial markets could not explain many unusual phenomena in these markets, such as the emergence of bubbles and financial crises plaguing the markets. So study aimed to offer and provide most important debates of behavioral finance and its ability to analyze markets.

The study was based on a theoretical problem, represented by constantly debate and intellectual conflict between supporters of the theories of traditional financial and defenders of the theory of behavioral finance, as study attempts to shed light on the most important evidence installed and refused to these theories by offering ideas and pillars of both of them , was based upon both teams with the statement points interval financial transformed the thought of the traditional approach based on assumptions about the efficient market and the ability to arbitrage to the behavioral approach that added psychological , behavioral and social variables affecting the investment decision-making process in order to absorb and evaluate and predict the movements of the financial markets. Hence arose the problem, which framed not be regarded as cognitive biases that affect the decisions of investors when making decisions to buy or sell and therefore mispricing of financial asset prices in these markets..

Psychology tried to explain and interpret the set of errors and cognitive biases suffered by the investor when the investment decision make and this shows the importance of the study that trying to understand the reasons for the emergence and repeat the anomalies in the stock markets, such as bubbles or crises cascading which stray a little or a lot their behavior-General on the basic assumptions of the financial traditional that tried to interpret and analyze financial markets from the perspective of a rational investor and the ability of arbitrage operations to stabilize fair prices of financial assets

So the financial behavioral emerged response (at least partially) to the difficulties faced by the traditional model. In a broader sense, there is a range of phenomena can be better understood by using models assume some of the irrational participants in the market. This happens precisely when reduction one or both

faiths of investor rationality. In some models of behavioral financial, market participants may fail to update their beliefs and expectations correctly when new information is received. And sometimes puts participants options are questionable at best.

This study attempts to dive into the depths of the human psyche to investors in the stock markets to explore self-impulses , emotions , feelings and psychological elements that affect the decisions of investors in the stock markets and make them do not optimize rational decision. The study found a lack of capacity of most traditional finance models to interpretation of anomalies in the movements of the stock markets without paying attention to elements of psychological and social that guide the behavior of the investor when making investment decisions, so the study emphasized the importance of understanding the behavior of the investor through knowledge and awareness elements of behavioral psychological and social, which led to decision to buy or sell any of the securities because understanding the behavior of investors helps to understand and predict future movements of the market accurately, and thus achieve higher returns than the average or avoid the risk associated with investment decisions.

الملخص

لقد اعتمدت المالية التقليدية على فهم الأسواق المالية باستخدام نماذج تعد المشاركين في الأسواق عقلاء، والعقلانية هنا تعني أمرين أساسيين هما، تحديث الأفكار والاعتقادات عند استلام أي معلومات جديدة، واتخاذ القرارات المقبولة من الناحية القياسية (المعيارية) اعتماداً على هذه المعلومات . ولكن هذا الفهم التقليدي للأسواق المالية لم يستطع تفسير العديد من الظواهر غير الاعتيادية في هذه الأسواق مثل ظهور الفقاعات والازمات المالية التي تعصف بهذه الأسواق. لذلك هدفت الدراسة الى عرض وتقديم أهم الجدليات والخلافات الفكرية عن نظريات التمويل السلوكي وقدرتها على تحليل الأسواق .

وقد استندت الدراسة على مشكلة نظرية متمثلة باستمرار الجدل الفكري والصراع التنبؤي 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 والمركبات التي استند 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 اتخاذ القرار الاستثماري إلى النماذج المالية التقليدية من أجل استيعاب وتقييم والتنبؤ بتحركات الأسواق المالية. ومن هنا نشأت المشكلة، والتي تتأطر بعدم اعتبار التحيزات الإدراكية المؤثرة في قرارات المستثمرين عند اتخاذ قرارات الشراء أو البيع ومن ثمإساءة تقدير أسعار الموجودات المالية في هذه الأسواق .

فقد حاول علم النفس شرح وتفسير مجموعة الأخطاء والتحيزات الإدراكية التي يعاني منها المستثمر عند اتخاذ القرار الاستثماري وهذا يظهر أهمية الدراسة التي تحاول فهم اسباب ظهور وتكرار الحالات الشاذة في أسواق الأسهم مثل الفقاعات أو الأزمات المتتالية والتي تبتعد قليلاً أو كثيراً 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.

لذلك ظهرت المالية السلوكية استجابة (بشكل جزئي على الأقل) للصعوبات التي تواجه النموذج التقليدي. بمعنى أوسع ، هناك مجموعة من الظواهر يمكن فهمها بشكل أفضل باستخدام نماذج تفترض عدم عقلانية بعض المشاركين في السوق . وهذا يحدث بالتحديد عند تخفيف واحد أو كلا العقيدتين المرتبطتين بعقلانية المستثمرين . ففي بعض نماذج المالية السلوكية قد يفشل المشاركين في السوق في تحديث اعتقاداتهم وتوقعاتهم بشكل صحيح عند استلام معلومات جديدة . وأحيانا يضع المشاركون خيارات هي محل شك في أحسن الأحوال .

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. وقد توصلت الدراسة الى عدم قدرة معظم النماذج المالية التقليدية على تفسير الحالات الشاذة في تحركات أسواق الأسهم دون الاهتمام بالعناصر النفسية والاجتماعية التي توجه سلوك المستثمر عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، لذلك أكدت على أهمية فهم سلوك المستثمر من خلال معرفة وإدراك العناصر السلوكية النفسية والاجتماعية التي تقوده إلى اتخاذ قرار شراء أو بيع أي من الأوراق المالية لان فهم سلوك المستثمرين يساعد على فهم والتنبؤ بالتحركات المستقبلية للسوق بشكل دقيق، ومن ثم تحقيق عائدات أعلى من المعدل أو تجنب المخاطرة المرافقة للقرارات الاستثمارية .

المقدمة

ان الهدف الرئيس للاستثمار هو تحقيق العائد بضوء تفضيلات المخاطرة. وقد استند الاستثمار لسنوات عدة على الأداء والتنبؤ وتوقيت السوق وغيرها من المبادئ. ومع هذه العناصر كانت هناك فجوة كبيرة بين العوائد التي يمكن تحقيقها والعوائد المستلمة فعلاً وهذا قاد المستثمرين والمحللين إلى البحث عن أسباب ذلك. وقد وجدوا غالباً ان هناك أخطاء أساسية في عملية اتخاذ القرار، بمعنى أنهم كانوا يتخذون قرارات غير عقلانية . وفي خضم هذه الأفكار تأكدوا من حاجتهم لرؤية وفهم أفضل للعناصر المرتبطة بالطبيعة البشرية المساهمة والمؤثرة في عملية اتخاذ القرار .

منذ الارتفاع الكبير في أسعار الأسهم في أواخر التسعينات وما لحقه من انفجار في فقاعة التكنولوجيا أصبح فهم المستثمر غير الرشيد من أهم أولويات محلي ومستشاري الأسواق المالية، وقد كانت بوادر الانطلاقات الفكرية لمدخل التمويل السلوكي في دراسات (Kahneman&Tversky,1979) في نهاية السبعينات عندما قدموا نظريتهم التي تدعى نظرية الاحتمال(Prospect Theory) كإطار تحليلي لعملية اتخاذ القرار في حالات عدم التأكد .

ولكن الانطلاقة الفكرية والتطبيقية الكبيرة لهذا المدخل كانت في نهاية التسعينات من خلال كتابات (Thaler , Shleifer, 1997 و Shiller,1999 و Barberis,2000 و Barher&Odean,2004) وغيرها من الدراسات التي حاولت شرح الظواهر النفسية والاجتماعية التي تؤثر على عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية .

لقد ساهمت في ظهور وتطور مدخل المالية السلوكية مجموعة من العوامل أهمها تكرار ظهور الحالات الشاذة في أسواق الأسهم مثل الفقاعات أو الأزمات المتتالية والتي تبتعد قليلاً أو كثيراً 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.

لقد قسمت الدراسة الى ثلاثة مباحث رئيسة تضمن الاول منها منهجية الدراسة وعرض للمشكلة النظرية وأهداف وأهمية وفرضيات الدراسة وتضمن الثاني منها الاطار النظري لتطور المالية التقليدية وأهم نظرياتها وافتراضاتها مع تقديم عرض مختصر لاهم الانتقادات التي وجهت لها من خلال تقديم الظواهر والالغاز والحالات الشاذة في تحركات أسواق الاسهم ، ومن ثم تم التطرق الى مبادئ وافتراضات المالية السلوكية وأهم التحيزات التي يعاني منها المستثمرون في أسواق الأسهم وعرض مختصر لنظرية الاحتمال ومتغيراتها التي قدمها (Kahneman & Tversky, 1979) كأول تفسير سلوكي للظواهر المالية غير الطبيعية. وتضمن الثالث ماتوصلت الدراسة له من استنتاجات لحقها أهم التوصيات التي يمكن ان تساعد على فهم وتعلم ودراسة التحيزات الادراكية في سلوكيات متخذي القرار الاستثماري.

1- منهجية الدراسة

1-1 مشكلة الدراسة

لقد اعتمدت المالية التقليدية على فهم الأسواق المالية باستخدام نماذج تعد المساهمين في الأسواق عقلاء. والعقلانية هنا تعني أمرين أساسيين هما : تحديث الأفكار والمعتقدات عند استلام أي معلومات جديدة، والآخر صنع القرارات المقبولة من الناحية القياسية (المعيارية) اعتماداً على هذه المعلومات. ولكن وبعد سنوات طويلة من البحث والجهد أصبح اليوم واضحاً بان الحقائق والمعطيات الأساسية عن أسواق الأسهم ومعدلات العائد وسلوك التداول لدى الأفراد لم يعد يفهم بسهولة ضمن هذا الإطار. ومن هنا نشأت مشكلة الدراسة والتي تتأطر بعدم قدرة النظريات المالية التقليدية رغم قوتها على تفسير الكثير من الظواهر الشاذة في أسواق الاسهم بسبب افتقارها لمجموعة من العناصر النفسية والاجتماعية المؤثرة على قرارات المستثمرين عند اتخاذ قرارات الشراء أو البيع ومن ثم إساءة تقدير أسعار الموجودات المالية في هذه الاسواق . وتتلخص المشكلة بالتساؤلات الآتية :

- (1) لماذا عجزت المالية السلوكية عن تفسير مجموعة الظواهر الشاذة (الأزمات والفقاعات) في أسواق الاسهم؟
- (2) ما هي العناصر الأكثر تأثيراً في قرارات المستثمرين والتي تفسر من خلالها مدخل المالية السلوكي كل الانحرافات الحاصلة في أسعار الاسهم عن قيمها الاساسية ؟
- (3) هل استطاعت المالية السلوكية تفسير الحالات الشاذة في أسواق الاسهم؟

2-1 أهمية الدراسة

تؤثر الأسواق المالية بشكل كبير في جميع ميادين الحياة اليوم، وصارت الفقاعات والأزمات في هذه الأسواق الشغل الشاغل للعديد من الباحثين الأكاديميين والممارسين داخل المؤسسات المالية. ولان قرار الاستثمار هو قرار فردي يعود للمستثمر وان هذا القرار يعتمد على مجموعة العناصر النفسية والاجتماعية للمستثمر لذلك أصبح من

المهم دراسة وفهم سلوكه من خلال معرفة وإدراك العناصر السلوكية والنفسية التي تقوده إلى اتخاذ قرار شراء أو بيع أي من الأوراق المالية لان فهم سلوك المستثمرين يساعد على فهم والتنبؤ بالتحركات المستقبلية للسوق بشكل دقيق، ومن ثم تحقيق عائدات أعلى من المعدل أو تجنب المخاطرة المرافقة للقرارات الاستثمارية .

3-1 أهداف الدراسة

1- الكشف عن أهم النظريات المالية السلوكية والاسس والافتراضات التي بنيت على اساسها هذه الافتراضات.

2- عرض أهم التحديات التي واجهت النظريات المالية التقليدية وردود الافعال عن هذه التحديات.

3- تقديم الجدالات النظرية الاكاديمية عن تفسير الظواهر الشاذة في أسواق الاسهم ومجموعة الانتقادات التي تعرضت لها النظريات المالية التقليدية.

4- بيان كيفية شرح وتفسير هذه الظواهر من قبل منظري مدخل المالية السلوكية وتقديم البراهين عن أهمية ودور العناصر النفسية والاجتماعية في عملية اتخاذ القرار الاستثماري.

4-1 فرضيات الدراسة

تسعى الدراسة للتحقق من الفرضيتين الرئيسيتين التاليتين:

1- هناك قدرة لمدخل المالية السلوكية على تفسير الظواهر الغريبة والشاذة في أسواق الاسهم والتي لم تستطع النظريات المالية التقليدية على تفسيرها.

2- إن ادخال المتغيرات النفسية والاجتماعية في نماذج تسعير الموجودات يساعد على تحقيق القيم الحقيقية للموجودات الرأسمالية.

2- تطور مفهوم المالية السلوكية

1-2 المالية التقليدية

مر مفهوم المالية بعملية تطور سريعة خلال سنوات القرن الماضي (Kiyilar&acar,2009:457).وقد تطورت المالية الأكاديمية لتبتعد كثيرا اليوم عن الأيام التي كانت تعد بها نظرية الأسواق الكفوءة مبرهنة لا تقبل الشك (Sheller,2002:2). اذ تستخدم المالية التقليدية نماذج تفترض ان وكلاء السوق عقلاء أي انهم يعالجون المعلومات الملائمة بشكل كفوء وغير منحاز وان قراراتهم متوافقة مع تعظيم المنفعة (Byrne&Brooks,2008:1). وأغلب النظريات الاقتصادية والمالية استندت الى فكرة أن الأفراد يتصرفون بشكل عقلاني ويهتمون بكل المعلومات المتوفرة في عملية صنع القرار (Thomaidis, 2004: 2). لقد كان أساس التحليل التقليدي للأسواق المالية من خلال نظرية المحفظة (Markowitz,1952:77-91ومبادئ المراجعة (Modigliani&Miller,1959:261-294) ونموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (Sharp,1964:425-442) و (Lintner,1965:13-37) وفرضيات السوق الكفوءة (Fama,1970:383-417) ونظرية تسعير الخيارات (Black&Scholes,1973:637-654). وحسب هذه المداخل القياسية فإن القيمة السوقية للأسهم يجب ان تساوي القيمة الأساسية بشكل عام وان الأسواق المالية تستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة (Fairchild,2007:2)، والمالية التقليدية بهذا المعنى

مقنعة لانها تستخدم أقل ما يمكن من الأدوات لبناء نظرية موحدة تحاول الإجابة عن كل الأسئلة المتعلقة بالمالية (Statman,1999:19). هناك مبدئين أساسيان للنظرية التقليدية للمالية وهما عقلانية وكلاء السوق وكفاءة الأسواق، والعقلانية التامة في السلوك تعني شيئين: الاول تحديث المعلومات بشكل صحيح عند استلام أي معلومات جديدة والاخر اتخاذ خيارات مقبولة معياريا ومتوافقة مع فكرة المنفعة المتوقعة (Barberis&Thaler,2003:2) أما فرضية السوق الكفوءة EMH فتعني بان كل المعلومات الملائمة تنعكس في الأسعار بوقت واحد وبشكل تام (Brealey,etal,2008:359).

لقد صنفت المبادئ الرئيسية للمالية كالأتي، توزيع المحفظة يعتمد على العائد المتوقع والمخاطرة، ونماذج تسعير الموجودات المستندة على المخاطرة (CAPM)، والمحافظ الكفوءة، ونظرية مودلياني وميلر وما تبعها من نظرية الوكالة (Subrahmanyam, 2007:13).

ان اغلب النظريات في الكتابات المالية والاقتصادية التقليدية تفترض ان المستثمرين يصنعون القرارات الرشيدة على سبيل المثال مخاطرة عالية عائد عالي - مخاطرة منخفضة عائد منخفض وهي بذلك تكافح من اجل تعظيم العائدات المتوقعة (Siegel,2007:322). وبشكل عام تشترك أغلب النظريات المالية التقليدية بمجموعة من الافتراضات أهمها (Copeland, et al,2005:353), (Gitman,2009:232):

- جميع المستثمرين يحلون الاوراق المالية بنفس الطريقة ويتشاركون بنفس النظرة الاقتصادية اي ان لهم تخمينات متطابقة وتوقعات متجانسة.
- جميع الأفراد عقلاء ويعظمون المنفعة المتوقعة و ابغى أنهم يفضلون العائد العالي والمخاطرة المنخفضة.
- كفاءة السوق، تعنى توفر المعلومات بشكل كامل لجميع المستثمرين ومن نفس المصادر.

2-1-1 نظرية المحفظة الكفوءة

لقد أحدث (Markowitz,1952:77-91) ثورة في طريقة عمل الاسواق المالية بنظرية المحفظة ومضامين هذه المعرفة كانت لاجل تصميم وتنويع المحافظ الاستثمارية (Curtis,2004:16). وتعني نظرية المحفظة الحديثة تعظيم العائدات من خلال توليفة من الاوراق المالية المختلفة وقد اعتمدت على مجموعة من الافتراضات أهمها (Gangadhar&Babu,2006:311):

- تدفق المعلومات في الاسواق أمثل ومجاني.
- الاسواق تامة وتمتص كل المعلومات بسرعة.
- مخاطرة الموجود المالي داخل المحفظة ينظر اليه في سياق مخاطرة السوق او مخاطرة المحفظة وليس بشكل منفصل.

2-1-2 مبادئ المراجعة

قدم (Modigliani&Miller,1959:261-294) ورقتهم عن هيكل رأس المال ومبادئ المراجعة (Van Horn,2004:258). وقد وضع الباحثان افتراضات اهمها (Hunker&Zyasar.2013:1):

- ليس هناك كلف صفقات.

- كلف الاقتراض للأفراد والشركات متساوية.
- ليس هناك فرصة لتحقيق عائدات اضافية لان جميع المعلومات تنعكس مباشرة على اسعار الموجودات بالسوق.

2-1-3 نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية

قدم (Sharp,1964:425-442) نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM الذي يستخدم لتقدير كلفة الملكية للمؤسسات التي تتداول أسهمها في البورصات، إذ يربط هذا النموذج بين مخاطرة السوق مقاسة بالبيتا والعائدات المطلوبة من قبل المساهمين (Harms,2000:66) ، وذلك من خلال جمع سعر الفائدة الخالي من المخاطرة مع علاوة المخاطرة للاسهم والتي تعكس مخاطرة السوق غير القابلة للتنوع (Koch & MacDonald,2010:431) وأهم افتراضات هذا النموذج (Hillier & Grinblatt,2012:140) :

- يهتم المستثمرون فقط بالوسط الحسابي والتباين للعائدات.
- الاسواق غير قابلة للاحتكاك frictionless
- للمستثمرين معتقدات متجانسة، اي ان كل جميعهم يصلون لنفس الاستنتاجات عن الوسط الحسابي والانحراف المعياري لجميع المحافظ الممكنة.
- وهذا الافتراض الثالث يعني ان المستثمرين لن يحاولوا التصرف بذكاء على حساب الآخرين ولن يستطيعوا ضرب السوق (تحقيق عائدات غير اعتيادية) من خلال ادارتهم الفاعلة لمحافظهم.

2-1-4 نموذج تسعير الخيارات

أما صيغة (Black&Scholes,1973:637-654) فتقدم أسعار لاتراجحية no-arbitrage لخيارات الشراء الاوربية والامريكية على الاوراق المالية الاساسية التي لاتدفع مقسوم ارباح (Hillier & Grinblatt,2012:257). واهم افتراضاته (Gangadhar&Babu,2006:453):

- ليس هناك كلف صفقات ولا ضرائب.
- ليس هناك مقسوم ارباح على الاسهم.
- ثبات اسعار الفائدة وعدم وجود أي عوائق على عمليات السوق.

2-1-5 فرضية السوق الكفوءة

ولعل من اهم النظريات المرتبطة بالمالية السلوكية هي فرضية السوق الكفوءة (Fama,1970:383-417)، وهي السوق التي تحتوي على عدد كبير من المتنافسين العقلاء والذين يسعون لتعظيم أرباحهم ويحاولون التنبؤ بالقيم السوقية المستقبلية للأوراق المالية، وإذ المعلومات الحالية المهمة متوفرة مجاناً لكل المساهمين (Fama, 1965:55) .

لقد ظلت فرضية السوق الكفوءة EMH نموذج مالي رئيس لأكثر من 40 سنة اذ قدم (Fama,1970:384) السوق الكفوءة على انها السوق التي تعكس أسعارها ويشكل تام كل المعلومات المتوفرة (Elton & Gruber,1995:406). وهذه الفرضية تقول بان الأسواق المالية في العالم الفعلي

كفاءة. ومن هنا قال Fama انه من المستحيل على نظام التداول المعتمد على المعلومات الحالية المتوفرة ان يحقق عائدات فائضة بشكل دائم.

ان فرضية السوق الكفاءة EMH أصبحت مثيرة في السبعينات وأصبحت جامعة شيكاغو وهي مصدر EMH المركز العالمي للمالية الأكاديمية والأساس النظري للنظرية استند على ثلاثة افتراضات رئيسية هي:

- المستثمرون عقلاء وقيّمون الأوراق المالية بشكل عقلائي.
- في حالة وجود عدد من المستثمرين غير العقلاء فان تداولهم يكون عشوائي ويلغي احده الاخر دون تأثير على الأسعار.
- المراجحون العقلاء يزيلوا آثار المستثمرين غير العقلاء على السوق.

في الحقيقة ان فرضية السوق الكفاءة لم تعتمد بشكل مطلق على العقلانية لوحدها لانها لا تفترض ان جميع المستثمرين عقلاء ولكنها تفترض ان السوق يسير بشكل عقلائي وهي ايضا لا تفترض امكانية استشراف المستقبل من خلال الأسواق ولكنها تفترض ان الأسواق تصنع تنبؤات غير منحازة للمستقبل مما أعطى للنظرية الكثير من المصداقية (Ritter, 2003:2).

حسب فرضية السوق الكفاءة أن أي أخبار جديدة عن الورقة المالية يجب أن تنعكس على السعر بشكل تام وفوري يجب أن لا تتحرك الأسعار ما دام لا يوجد أي معلومات جديدة عن الشركة، والتي يجب ان تساوي بالضبط قيمة الورقة المالية وهذا يعني عدم الاستجابة عند عدم وجود معلومات جديدة (Shleifer, 2000:).

لقد تم التمييز بين ثلاثة أشكال من كفاءة الأسواق (Konstantinidis, et al, 2012: 17)

- الشكل الضعيف إذ كل أسعار وعائدات السوق السابقة وغيرها من المعلومات تدمج بشكل تام في الأسعار (Ricciardi, 2004:27) وهذا يجعل من المستحيل تحقيق أرباح معقولة معدلة بالمخاطرة اعتمادا على البيانات التاريخية مما يجعل التحليل الفني غير مفيد.
- الشكل شبه القوي وفيه تعكس الأسعار كل المعلومات العامة المتوفرة بضمنها معلومات الكشوف المحاسبية المعلنة وجميع المعلومات التاريخية (Ross, et al, 2008:374) مما يجعل التحليل الأساس غير مفيد.
- الشكل القوي ويعني ليس هناك مستثمر يستطيع تحقيق عائدات غير طبيعية باستخدام المعلومات العام واو الخاصة (Copeland, et al, 2005:355)، وهذا يعني انه حتى المعلومات الداخلية لن تساعد المستثمر على تحقيق عائدات فائقة.

اكثر التقييمات اعتمدت على الشكل الضعيف وشبه القوي من الكفاءة لانه يصعب قبول الشكل القوي فهناك أدلة على أن الداخليين يحققون عادة إرباح غير طبيعية حتى لو تداولوا بشكل قانوني. وحسب الداعمين لفرضية الأسواق الكفاءة لا تعتمد كفاءة الأسواق بشكل أساسي على عقلانية كل المستثمرين ففي العديد من السيناريوهات تبقى الأسواق كفاءة رغم وجود بعض المستثمرين غير العقلاء، أحيانا بسبب عدم تواصل

المستثمرون غير العقلاء أحدهم مع الآخر اذ تصبح عندها تداولاتهم عشوائية وغير مترابطة (Thomaidis,2004:30).

2-2 الانتقادات

رغم ان هذه النماذج كانت ثورة في دراسة المالية الا انها تركت العديد من الفجوات دون اجوبة، فالمالية التقليدية لعبت دور محدود جدا في شرح قضايا كثيرة اهمها الحالات الشاذة في اسواق الأسهم والألغاز المحيرة للقيمة. ان الارتفاع الكبير في أسهم الشركات الامريكية وفي قطاع التكنولوجيا بالخصوص في اواخر التسعينات هز العديد من المعتقدات عن الاسواق المالية الكفوءة وسحب العديد منهم الى منظور المالية السلوكية (Baberis, 2002:246) فالنموذج التقليدي يادعاه ان المستثمرين ليسوا عاطفيين، وغالبا ما يقوموا بإرجاع أسعار السوق الرأسمالي إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة لا يبدو انه يقدم أفكار تامة (مثلى) عن هذه الحالات الشاذة في تسعير الموجودات (Baker&Wurgler,2007:129). ان كل من المالية التقليدية المعاصرة والسلوكية لها مضامين مختلفة لتسعير الموجودات والعلاقة بين العائد والمخاطرة اذ ان البحوث الحالية في الاقتصاديات المالية ناقضت فكرة كفاءة السوق وأدركت أثر التحيزات النفسية على سلوك المستثمر وعلى أسعار الموجودات (Paudel&Laux,2010:99). لقد قدم (Shiller, 2002:85) دليل نظري وتجريبي لدعم حقيقة ان CAPM و EMH وغيرها من النظريات المالية التقليدية عملت بشكل جيد في التنبؤ وفي شرح الأحداث الأكيدة ولكن الأكاديميون بدؤوا على كل حال بإيجاد حالات شاذة وسلوكيات لا يمكن ان تقرها النظريات التقليدية.

أن أثر اللارشاد او اللاعقلانية التي يتصف بها الافراد عند صنع القرارات المعقدة ينقسم الى صنفين (Bodie,etal,2009:385):

- ان المستثمرين لا يعالجون دائما المعلومات بشكل صحيح، ولذلك هم يستنتجون توزيعات احتمالية غير صحيحة عن معدلات العائد المستقبلية.
- حتى لو تم الحصول على التوزيع الاحتمالي للعائدات، غالبا ما يصنع المستثمرون قرارات متضاربة (غير مثلى) وبشكل متكرر.

وهذا ما حث الأكاديميون للنظر في علم النفس الإدراكي لحساب سلوك المستثمر غير العقلاني وغير المنطقي (Phung, 2002:2).

إن أهم التحديات التي واجهتها فرضية كفاءة الأسواق هي (Ross, etal,2008:384) ، (Ackert&Deaves,2010:631-64)

2-2-1 مفاجئات الإيرادات

لقد أظهرت البحوث الاخيرة بأن أسعار الاسهم قد تستجيب لاجبار الاعلانات عن الايراد وان اخطاء التسعير هذه تصحح ولكن بشكل بطيء (De Bont& Thaler,1987:557-580). فعندما تعلن الشركة عن انخفاض كبير في الايرادات مثلا سيتطرف سعر السهم بالانخفاض ولكن بعد هذا الانخفاض الاولي الكبير سيرتفع الى مستويات اكثر طبيعية خلال مدة عدة اسابيع (Mishkin& Eakins,2012:165). وهذا

يخالف فرضية السوق الكفوءة لان المستثمر ممكن ان يحقق عائدات عالية غير طبيعية من خلال شراء الاسهم مباشرة بعد اعلان الايرادات السيئة ثم ببيع هذه الاسهم بعد عدة اسابيع عندما ترتفع لتعود الى مستوياتها الطبيعية.

فإذا كانت الأسواق كفوءة يجب ان نتوقع مشاهدة استجابة ايجابية (سلبية) للاخبار الجيدة (السيئة) على النافذة التي تتضمن الحدث على طول الاستجابة التدريجية المقارنة للايام بعد الاعلان لان السوق الكفوءة يجب ان تستجيب بشكل تام للمعلومات الملائمة مباشرة بعد الاعلان عن الحدث (Ackert@ Deaves, 2010: 61).

2-2-2 أثر حجم المنظمة

أن أثر الشركات الصغيرة واحد من أقدم الحالات الشاذة المسجلة اذ لا يبدو بها سوق الاسهم كفوءا (Mishkin & Eakins, 2012:164). ولعل من أشهر الدراسات التجريبية التي أظهرت هذا الاثر دراسة (Reinganum, 1983:89-104) ودراسة (Ritter, 1988:701-717)، و (Roll, 1988:18-28)، اذ أظهرت هذه الدراسات أن الشركات الصغيرة حققت عائدات عالية غير طبيعية خلال فترات طويلة من الزمن حتى مع أخذ المخاطر العالية للشركات الصغيرة بالحسبان. واثر الحجم على معدل الايرادات المعدلة بالمخاطرة يقاس عادة بالقيمة السوقية الكلية (Brown & Reilly, 2009:161).

نشر (Roll, 1981:881) ورقة قدمت دليل بأن العائد على الاسهم للشركات ذات رأس المال السوقي الصغير كانت أكبر من العائدات على أسهم الشركات برأس مال كبير خلال معظم القرن العشرين. والشكل التالي يبين معدلات العائد خلال المدة من 1963 الى 1995 لخمسة محافظ للأسهم الأمريكية مرتبة حسب الحجم (Ross, et al, 2010:448).

2-2-3 أثر شهر كانون ثاني

من أشهر انواع الشذوذ الخاصة بالسنة التقويمية ما يعرف بأثر كانون ثاني (January Effect) إذ ترتفع أسعار الاسهم في بداية كل سنة جديدة (Pompian, 2006:13). لقد قدمت عدد من الشروح المختلفة لهذا الاثر أهمها فرضية ضغوط البيع لاغراض ضريبية وتعني ان بعض المستثمرين يبيعون الاوراق المالية في نهاية السنة لتحقيق خسائر رأسمالية قصيرة الامد لاغراض تجنب ضريبة الدخل، وضغوط البيع في نهاية السنة تقود الى انخفاض الأسعار بشكل مؤقت ثم بعد ذلك ترتفع الأسعار في شهر كانون ثاني (Roll, 1981:881). وقد أظهر هذا النوع من الشذوذ ايضا (Keim, 1986:19-34) في دراسته عن نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية وتشريعات عائدات الملكية. والمقصود ان المستثمرين لديهم الحافز لبيع الاسهم قيم نهاية السنة في شهر كانون أول لأنهم يمكن ان يحققوا عندها خسائر رأسمالية وهذا يقلل من العائد الخاضع للضريبة ومع بداية السنة الجديدة يمكنهم اعادة شراء الاسهم مما يرفع من الاسعار وينتج عن ذلك عائدات عالية غير طبيعية (Mishkin & Eakins, 2012:165). ومع هذه القصة المستندة على الضرائب يبقى السؤال عن كفاءة السوق، لماذا لا يستطيع المراجحون إزالة انخفاض الأسعار هذا في نهاية السنة (Ackert & Deaves, 2010:62).

2-2-4 القيمة مقابل النمو

أظهرت عدد من البحوث بأن الاسهم التي لها نسب قيمة دفترية / سعر السهم عالية أو إيرادات الى نسب سعر عالية (اسهم قيمة) تؤدي أفضل من الاسهم التي لها نسب منخفضة (اسهم نمو) (Gilson & Kraakman, 2003, 32). لقد اظهرت الكثير من البحوث الاكاديمية ان أسهم القيمة (التي لها اسعار سوقية منخفضة نسبة للقيمة الدفترية او للإيرادات) لها ميل أكبر لان تؤدي افضل من أسهم النمو (لها قيمة سوقية عالية نسبة الى القيمة الدفترية او للإيرادات) على الامد الطويل (Hede, 2012: 53)

2-2-5 ألغاز سوق الاسهم

لقد تعرضت الاسواق المالية الى العديد من الظواهر الغريبة والتي سميت ألغاز Puzzles ولعل أهم هذه الالغاز (Prast, 2004: 4):

- الاستجابة المبالغ والضعيفة لسعر الموجود: الكثير من الدراسات استنتجت ان اسعار الموجودات تميل لان تستجيب بشكل مبالغ او بشكل بطيء للاخبار الجديدة (cutler, etal, 1991: 529).
- التداول المكثف ولغز اختلاف الجنس: أظهرت الدراسات ان المستثمر الذي يتداول أقل يحقق عائدات اعلى ومن خلال دراسة (Barber & Odean, 2000: 773) وجدوا ان المستثمرين الافراد على المعدل يتداولون بشكل مكثف رغم الحقيقة السابقة عن عائدات التداول الاقل. وفي دراسة اخرى استنتج (Barber & Odean, 2001: 261) بأن تكرار التداول للرجال اكثر من النساء بمعدل 1.5 مرة، ورغم ذلك، ما يحققوا من عائد اقل بمقدار 1%.
- لغز الافراط والذعر المالي: في دراسة قدمها (Kaminsky & Schmukler, 1999: 537) وجدوا ان الاسعار تستجيب بشكل مبالغ واكثر قوة كلما أصبحت الأزمات أسوء وأنها تستجيب بقوة في بعض الأوقات للاخبار السيئة اكثر من الاخبار الجيدة.
- لغز علاوة الملكية: في دراسة (Mehra & Prescott, 1985: 145) وجدوا ان العلاوة بين الموجودات الخطرة والخالية من المخاطرة تصل الى 6% سنويا. ولكي تفسر هذه الظاهرة بالاطار العقلاني يجب ان نفترض وجود مستويات عالية وغير واقعية لتجنب المخاطرة من قبل المستثمرين. والنماذج المالية التقليدية تحدد هذه العلاوة بمقدار اقل بكثير من 6% (Hede, 2012: 52). وقد قدمت المالية السلوكية تفسير لهذا اللغز هو ان هناك متغير آخر يضاف الى تجنب المخاطرة وهو تجنب الغموض، وهو لايعني فقط الجهل التام بالتوزيعات الاحتمالية للعائدات ولكن ايضا الجهل بالمعلومات والمقاييس الخاصة بالتوزيع الاحتمالي (Ackert & Deaves, 2010: 241).
- لغز الربح/الخاسر: ويعني ان المستثمرين يكررون بيع الاوراق المالية الرباحة أكثر من الخاسرة. لقد أظهر (Odean, 1999: 1279) ان المستثمرين يكررون بيع أسهمهم الرباح أكثر بمقدار 1.7 مرة من تكرارهم لبيع الأسهم الخاسرة.
- لغز مقسوم الأرباح: ويعني ان المستثمرين يفضلون المقسومات النقدية (Miller & Scholse, 1982: 1118)، وهذه من حالات شذوذ الاسواق لان مقسوم الارباح والارباح الرأسمالية

يجب ان يكونا بديلين تامين احدهما للآخر بغياب الضرائب. ومن المعروف ان المقسومات خاضعة للضرائب، لذلك اصبح العديد من الباحثين ينظرون لهذه المسألة على انها لغز. ومع هذه التساؤلات في عالم المالية، اكتشف الباحثون في علم النفس بان الافراد غالباً ما يتصرفون بطرق غريبة عند صنع القرارات المتعلقة بالنقود. لقد وجد علماء النفس بان القرارات المالية غالباً ما تتخذ بطريقة غير عقلانية، فالأخطاء الإدراكية والعواطف المتطرفة يمكن ان تجعل المستثمر يتخذ قرارات استثمارية سيئة.

2-3 المالية السلوكية

هي فرع من المالية يدرس كيفية تأثير سلوك الوكلاء في الأسواق المالية بالعناصر النفسية والآثار الناتجة على صنع القرار عندما يقوموا بالبيع او الشراء ومن ثمالتأثير على الأسعار، وهو يركز على تطبيق مبادئ علمي النفس والاقتصاد لتحسين عملية صنع القرار المالي (Hede,2012:18). وتعد المالية السلوكية علم اكايمي جديد ومتطور دمج المالية وعلم النفس ودراسات سلوك المستهلك (Mayo,2010:396). وهي عبارة عن دراسة للأخطاء الإدراكية والعواطف في القرارات المالية (Hirschey & Nofsinger,2010:223) وهذا العلم يهدف لشرح الأسباب المنطقية للاعتقاد بان الأسواق غير كفوءة. وهناك مجموعة من الافتراضات الأساسية لجميع نماذج المالية السلوكية وهي ان للمستثمرين تحيزات سلوكية، وان هذه التحيزات السلوكية مترابطة بين المستثمرين، والافتراض الثالث هو ان هناك حدوداً للمراجعة في الأسواق لذلك لا يمكن تصحيح أخطاء التسعير التي تسببها التحيزات المترابطة بين المستثمرين (Li,2011:90). إذ يعتقد الباحثون في المالية السلوكية بأن قرارات المستثمرين تتأثر بعدد من المعتقدات والتفضيلات وأن التحيزات الناتجة ستجعل المستثمر يبالغ في إستجابته لانواع معينة من المعلومات المالية ولا يستجيب بشكل كافي لمعلومات اخرى (Levy&Post,2005:412). والمالية السلوكية هي دراسة اثر علم النفس على سلوك المتنافسين في الأسواق المالية والآثار الناتجة عن ذلك على الأسواق (Sewell, 2007:2). إذ يتعامل هذا العلم مع نظريات وتجارب تركز على ما يحدث عندما يصنع المستثمر القرار اعتماداً على الحدس او العواطف. وقد ظهر هذا العلم في الأسواق المالية استجابة ولو جزئية للصعوبات التي تواجه النموذج التقليدي (Barberis&Thaler,2003:2). اذ تخفف المالية السلوكية من الافتراضات التقليدية للاقتصاديات المالية من خلال دمج الانحرافات البشرية المشاهدة والمنظمة عن العقلانية في النماذج المعيارية للاسواق المالية. ان ميل الافراد لان يفراطوا في الثقة يسبب اول تحيز لدى المستثمرين ورغبة الافراد بتجنب الندم قدم التحيز الثاني (Barber&Odean, 2001:263).

لقد قدم (Shefrine,2002:4-5) ثلاثة موضوعات أساسية للمالية السلوكية هي:

- الموضوع الأول: المستثمرون يخطئون في صنع القرارات الاستثمارية لأنهم يعتمدون في أحكامهم على التجارب السابقة (rule of thumb).
- الموضوع الثاني: يتأثر المستثمرون بالشكل الظاهر فضلاً عن تأثرهم بالجواهر عند صنع القرارات الاستثمارية.
- الموضوع الثالث: تتأثر أسعار السوق المالية بالأخطاء وبأطر القرار.

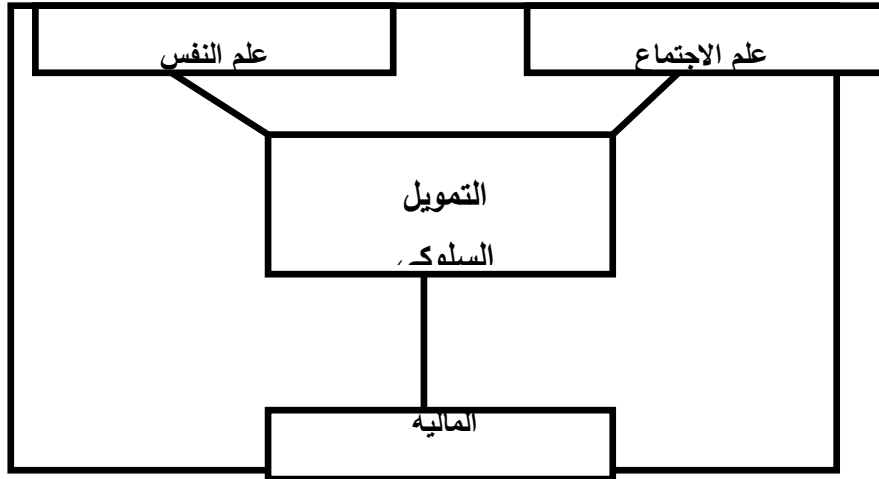
يتضمن الموضوع الأول مفهوم الموجهات (heuristics) أو اختصار الوقت عند اتخاذ القرار بالاعتماد على التجارب الشخصية السابقة التي توجه الأفراد نحو هذا القرار، والمفهوم الثاني يسمى التأطير (framing)، أما الموضوع الثالث في المالية السلوكية فيعني الاخطاء التي تسببها الموجهات وأثر التأطير على تسعير الموجودات (Fabozzi,etal,2010:264).

المالية السلوكية وتعرف أحيانا "الاقتصاديات السلوكية" هي علم يعتمد على عدد من العلوم الأخرى (interdisciplinary) إذ يجمع علم النفس والاجتماع والمالية (Wang, etal,2010:1919). وتمثل المالية السلوكية دراسة لنماذج سلوك المشاركين في السوق، وجدت لوصف أحداث الأسواق المالية باستخدام الافتراضات السلوكية التي تقترب من الواقع قدر الإمكان (Rabine,2002:658). ويعني ذلك إن العنصر الأساسي الذي تبتعد به النظرية السلوكية عن التقليدية هو تطوير مقدمات نموذج أكثر واقعية يمثل حجر الزاوية فيه، المستثمر العقلاني (Deutsche,2011:44). لقد أكدت المالية السلوكية على العناصر الاجتماعية والإدراكية والعاطفية التي تقود المستثمرين إلى الابتعاد عن السلوك العقلاني الذي تفترضه المالية التقليدية إذ ترى أن المستثمرين يصنعون نفس الأخطاء وبشكل متكرر (Elan,2010:1) وبذلك صارت المالية السلوكية ميدان من ميادين المالية التي تقترح النظريات المستندة على علم النفس لشرح الحالات الشاذة في أسواق الأسهم إذ تفترض أن هيكل المعلومات وخصائص المشاركين في السوق تؤثر بشكل منتظم في القرارات الاستثمارية (Mertes,2010:1). ومن هذا المنطلق فإن المالية السلوكية تحاول فهم وشرح كيف تؤثر أخطاء التفكير في قرارات المستثمرين وأسعار السوق وهذا ناتج عن البحوث المستمرة في مجال علم النفس الإدراكي الذي يعني بدراسة كيفية تفكير الأفراد وكيف يتخذوا وما أهم الأخطاء الإدراكية المؤثرة في هذه القرارات والتي تسبب عدم كفاءة السوق (Jodran&Miller,2008:245). والمالية السلوكية يمكن ان تعرف بانها ميدان من المالية يقترح شرح الحالات الشاذة بسوق الاسهم باستخدام التحيزات النفسية المعروفة بدلا من تجاهلها بعدها نتائج بالصدفة وتتوافق مع نظريات كفاءة السوق، وهي تفترض ان المستثمرين الافراد ومخرجات السوق تتاثر بهيكل المعلومات والخصائص المتنوعة للمساهمين في السوق (Banerjee, 2011:870). وهي منظور علمي واسع للمالية يتضمن علم النفس وعلم الاجتماع ويهتم بفهم وتفسير كيفية تفاعل المتداولون العقلاء وغير العقلاء (Vasile, etal,2008:717). وهي تهتم بالبحوث الخاصة بالدور الذي تلعبه العواطف وباقي العناصر الشخصية في قرارات الاستثمار (Levy&post,2005:411) وتجادل المالية السلوكية بان الخيارات الاستثمارية لا تصنع دائما على اساس العقلانية التامة وهي تحاول فهم ظاهرة السوق الاستثمارية من خلال التخفيف من عقديتين من النموذج التقليدي هما فشل المديرين في تحديث معتقداتهم بشكل صحيح وهناك انحراف منتظم عن عملية صنع الخيارات الاستثمارية المعيارية (Kishore, 2004:106). لقد استندت المالية السلوكية على ثلاث دعائم هي حدود المراجعة وتعني هناك صعوبة يواجهها المتداولون العقلاء لابطال التوزيع السيء الذي يسببه المتداولون الاقل رشدا (Barberis & Thaler 2003:3) لذلك ستوجد فرص المراجعة وهذا يسمح لزياد عدم العقلانية للمستثمرين وان يكون هناك اثر طويل لها على الأسعار. وهذا يوصلنا الى الاساس الثاني علم النفس، إذ أظهرت البحوث في هذا

المجال بان الأفراد يظهرون تحيزات معينة ويشكل منتظم عند صياغة معتقداتهم وتفضيلاتهم وهذا يؤثر على قراراتهم. والدعامة الثالثة علم الاجتماع ، وهو يؤكد على حقيقة ان هناك عدد كبير من القرارات المالية ينتج عن التفاعل الاجتماعي ولا تتخذ هذه القرارات بشكل منعزل عن المجتمع (Schindler,2007:18).

والشكل الاتي يوضح هذه الدعائم

الشكل (1): الدعائم الثلاث للمالية السلوكية



Evolution of behavioral finance

Source:(Ricciardi&Simon,2000:2)

وهذا يناقض الفرضية الرئيسية الواضحة التي تقول ان الافراد يتخذون القرارات دون مؤثرات خارجية. فالنماذج التي تطورها المالية السلوكية لا تهدف لفهم كيف يجب ان يتصرف الافراد في الأسواق المالية ولكن كيف يتصرفوا فعلا في هذه الأسواق (Kiyilar&Acar,2009:459).

وقد أشار (Shefrin,2000:3) الى ان المشاركين في السوق الذين يدرسون المالية السلوكية عليهم تعلم كيفية تمييز أخطائهم وأخطاء الآخرين وفهم هذه الاخطاء ومن ثم اتخاذ خطوات لتجنب هذه الاخطاء. كما ان المالية السلوكية تحدد استخدام دوال المنفعة التقليدية اعتمادا على فكرة تجنب المخاطرة (Byrne&Brooks,2008:1). وقد قسمت البحوث عن المالية السلوكية الى مجالين رئيسيين هما، تحديد الحالات الشاذة في فرضيا السوق الكفوءة والتي يمكن ان تفسرها النماذج السلوكية (DeBondt& thaler, 1985:794)، والمجال الثاني هو تحديد سلوكيات وتحيزات المستثمرين الافراد والتي لاتتوافق مع النظريات الاقتصادية الكلاسيكية عن السلوك العقلاني (Odean,1999:1280). لذلك فإن المالية السلوكية تتحدى منظور الأسواق الكفوءة وتركز على كيفية تفسير وتعامل المستثمرين مع المعلومات المجانية المتوفرة لهم. ويمكن وصف المالية السلوكية بالطرق الآتية (Fuller,2000:1):

- المالية السلوكية مكملة للمالية التقليدية مع إضافة علم النفس وعلوم صنع القرار.
- هي محاولة لشرح أسباب الحالات الشاذة التي تشاهد وتسجل في البحوث والكتابات المالية.

• هي دراسة كيفية قيام المستثمرون بارتكاب الأخطاء بشكل منتظم عند اتخاذهم للأحكام أو (الأخطاء الذهنية)

ان دراسة المالية السلوكية تشير الى الدور المهم الذي يلعبه علم النفس في المالية كما أن نماذج المالية السلوكية تظهر كيف يتصرف المستثمرون وكيف تؤثر تصرفاتهم على الأسواق المالية، واسباب المالية السلوكية هو المطابقة بين عواطف المستثمرين وقراراتهم (Sadi, etal,2011:234) وبذلك فإن المالية السلوكية ظهرت استجابة للصعوبات التي تواجه النماذج التقليدية، فهي ترى ان الخيارات الاستثمارية لا تتخذ دائما على أساس العقلانية التامة وهي تحاول فهم ظاهرة سوق الاستثمار من خلال التخفيف من مبدئين للنماذج التقليدية ،اي ان المالية السلوكية ترى (Kishore,2004:3) :

• الوكلاء يفشلون في تحديث معتقداتهم بشكل صحيح.

• هناك إنحراف منتظم عن العملية القياسية في صنع القرارات الاستثمارية.

ان أسلحة المعركة بين المالية التقليدية والسلوكية هي الاستجابة المبالغة والاستجابة البطيئة (overreaction & underreaction) وهذه المعركة مستمرة لان كفاءة السوق لها معنيين فهي تعني للبعض عدم امكانية ضرب السوق من قبل اي احد من المستثمريه وتعني للآخرين بأن أسعار الاوراق المالية عقلانية أي أنها تعكس كل الخصائص الاساسية مثل المخاطرة ولكن لاتعكس الخصائص السلوكية مثل الميول العاطفية (Statman,1999:18).

كما ان المالية السلوكية ترى بأن هناك حدوداً للمراجعة تسمح لعدم عقلانية المستثمر بأن يكون لها تاثير طويل الامد على الأسعار، فالمالية السلوكية تقدم نماذج مالية تسعى لتكميل النظريات التقليدية من خلال تقديم مجالات سلوكية في عملية اتخاذ القرار، لانها تتعامل مع الافراد وطرق جمعهم واستخدامهم للمعلومات. وهو علم بجوهره يعمل على تحليل طرق صنع القرارات المالية للأفراد ويسعى لفهم المضامين النظامية لعملية صنع القرارات النفسية في الأسواق المالية. للمالية السلوكية ثلاثة أركان أساسية هي علم النفس وعلم الاجتماع وحدود المراجعة

2-3-1 علم النفس

علم النفس يركز على كيفية صنع الأخطاء من قبل الأفراد (3: Berg, 2005). ويهتم علم النفس الإدراكي بدراسة ادراكات وذاكرة وتفكير الأفراد (Mitchell, etal,2002:96)، ويساعد هذا العلم على شرح وتفسير العمليات الذهنية لدى الافراد متى ما تعاملو مع غيرهم او مع البيئة المحيطة بهم والمالية السلوكية ترى بأن السلوكيات والحالات المزاجية للأفراد هي عوامل محددة في تشكيل تفضيلاتهم الاستثمارية (Kiyilar & Acar,2009: 457). ويصعب تحليل السلوك البشري بسبب الطبيعة المعقدة جدا له (Skenner,2005:35). والسلوك في علم النفس هو جميع ردود الافعال للكائنات الحية والتي تأتي استجابة للمحفزات (Kiyilar & Acar,2009: 458).

القرارات المالية تقيد وتوجه بعناصر غير مالية تتضمن الخصائص الشخصية للأفراد والبيئة الاجتماعية التي تتخذ بها القرارات (Holden,2010:1). لقد ساهمت نظرية التحليل النفسي (Psychoanalysis) في

توضيح الربط بين تجارب الطفولة والسلوك المالي الناشج والذي يسلب الضوء على أهمية زيادة قدرة الوالدين على وضع نموذج جيد للسلوك المالي ومناقشة المعلومات المالية مع أطفالهم. والمساهمة الأخرى هي التأكيد بأن العقل اللاواعي يؤثر على السلوكيات والعواطف البشرية من ضمنها السلوكيات المرتبطة بالصفقات المالية (Holden,2012:1). يرى علماء النفس أن الموجهات يمكن أن تقود إلى تحيزات منتظمة في صنع القرار وتسمى هذه بالتحيزات الإدراكية (Cognitive Biases) (Fabozzi,etal,2010:264).

إن الإدراك Cognition هو القدرة البشرية على المعرفة والتي تساعد على أداء النشاطات الإدراكية من خلال امتلاك مقدرات فكرية معينة (Wit,2010:28). لقد أظهر علماء النفس بأن الأفراد عادة يخضعون لتجنب الخسارة أي ان حزنهم عند معاناة خسارة مبلغ ما أكبر من فرحهم بربح نفس المبلغ، وان الافراد يميلون للثقة المفرطة بأحكامهم وكل واحد منهم يرى ان أداءه أفضل من المعدل (Mishkin & Eakins,2012:171). فالمستثمرون بشر ويصنعون الأخطاء وقد يتصرفوا بشكل غير عقلائي وهذه الوقائع تؤثر في عملية اتخاذ القرارات. لذلك ومن خلال دراسة السلوك وتعريف الأخطاء يمكن للمالية السلوكية ان تسهم في تحسين العائدات او تقليل المخاطرة التي قد يتعرض لها المستثمرون (Mayo,2010:396). ان المدافعون عن نماذج المالية السلوكية يرون انها قادرة على تفسير عدد من التحيزات اعتمادا على الخصائص النفسية للأفراد (Brown & Reilly,2009:170). لقد ناقش علماء النفس مجموعة من التحيزات الادراكية التي تشمل:

- 1- تحيزات الأحكام : وتتضمن الثقة المفرطة والتفاؤلية والاستجابة المبالغة للأحداث .
 - 2- تحيزات التفضيلات وتتضمن استخدام أسعار الشراء كنقاط مرجعية والتأطير في عملية اتخاذ القرار وتبني وجهات النظر قصيرة الأمد .
 - 3- التحيزات المرتبطة بالخوف من عواقب الأمور وينشأ عنها تحيز الندم وتجنب الخسارة ولها الكثير من المضامين بخصوص العلاقة بين الندم وتقبل المخاطرة .
- ان اهم التحيزات المرتبطة بعلم النفس
- تحيز الثقة المفرطة:الثقة المفرطة من أهم العناصر السلوكية التي يفهم من خلالها الحالات الشاذة في أسواق الاسهم من خلال علم نفس الاحكام المالية (Hede,2012:37). ويعني الايمان (دون ميرر كافي) بالاحكام والحدس والمقدرات الادراكية للمرء (Pmpian,2006:51). وهذا المفهوم مشتق من العديد من التجارب في علم النفس الادراكي ومن الاستطلاعات، اذ يبالغ الافراد في مقدراتهم على التنبؤ ويبالغوا بدقة المعلومات التي يمتلكونها بمعنى ان الافراد يرون بأنهم أدكى من غيرهم ولديهم معلومات أفضل. لقد أظهر (De Bont&Thaler,1985:793-805) أن المستثمرين الافراد يميلون للمبالغة بالاستجابة للحدث الجديدة وغير المتوقعة، والثقة المفرطة بالمهارات الاستثمارية تجعل المستثمرين يقوموا بالتداول أكثر. وقد قدم (Jordan&Miller,2008:249) مجموعة من الدراسات التي تثبت ان المستثمرون الاكثر تداولاً يحققون ايرادات أقل من نظرائهم الاقل تداولاً وهذا ما أثبتته (Barber&Odean,2000:773-806).

• تحيز التمثيلية: يطور الافراد ميل فطري لتصنيف الاشياء والافكار من أجل الحصول على معنى من تجارب الحياة (Pompian,2006:63). فعندما يواجه المستثمر ظاهرة غير متوافقة مع اي من التصنيفات التي حددها مسبقا، يقوم بأخضاع هذه الظاهرة الى تصنيفاته بأي طريقة أعتادا على تقريب غير دقيق لافضل مطابقة ممكنة ومن اهم مخاطر التمثيلية هو سرعة اكتشاف نماذج لبيانات هي في حقيقتها عشوائية مثل اعتبار احدى الشركات ناجحة اعتمادا على بيانات نسبة النمو في ايراداتها لفترات سابقة قصيرة نسبيا (Pickford,2002:248). وتحيز التمثيلية على نوعين:

1- تجاهل معدل الاساس: ويعني تجاهل أغلب المتغيرات المحيطة باتخاذ القرار والاعتماد على متغير واحد لتصنيف المشروع الاستثماري.

2- تجاهل حجم العينة: ويعني الفشل في تحديد الحجم المناسب لعينة البيانات التي يستند عليها بأحكامه.

• الاعزاء الذاتي: وهو ميل الافراد لان يعزون النجاحات الاستثمارية لمهاراتهم وقدراته الشخصية على التنبؤ، بينما يضعون اللوم عند الفشل على متغيرات خارجية مثل الحظ السيء (Pompian,2006:104).

2-3-2 علم الاجتماع

يقدم هذا العلم دراسة نظامية للسلوك الاجتماعي البشري وسلوك الجماعات ويركز هذا العلم بالأساس على تأثير العلاقات الاجتماعية على مواقف وسلوكيات الأفراد (Ricciardi & Simon,2000:1). وغالبا ما يتعلم الأفراد من خلال التفاعل مع الآخرين إذ تتعن المحادثات ويشكل متزايد إلى الاستثمار. وتعني المبادئ الاجتماعية مجموعة الآراء والقواعد والإجراءات غير الرسمية للجماعة (Hirschey & Nofsinger,2010:239). إن التحيزات الاجتماعية هي ميول ممتدة عميقا داخل الأفراد تحاول مطابقة المنظورات السائدة لدى الجماعة (Lovallo & Sibony,2010:11). ولعل سلوك القطيع من أشهر التحيزات المرتبطة بعلم الاجتماع والذي يعني تصرف المستثمرين بنفس الاسلوب مما ينتج عن هذا التصرف ظهور فقاعات الأسواق (Mayo,2010:399).

• سلوك القطيع: يعني تشكل الاجماع الاجتماعي من خلال التعلم من الآخرين ومعرفة افكارهم عن الاستثمارات المتنوعة (Hirschey & Nofsinger,2010:240). فسلوك القطيع يظهر عندما يتخذ كثير من الافراد قرارات متشابهة اعتمادا على جزء معين من المعلومات مع تجاهل الحقائق الاخرى الملائمة للقرار (Kukacka & Barunik,2012:4). وفي الاستثمار في اسواق الاسهم يعني الميل لشراء وبيع الاسهم المتشابهة او التداول بالاتجاه نفسه لجميع المستثمرين خلال مدة من الزمن (Nofsinger & Sias,1999:2265). وهناك عدة اسباب لهذا السلوك منها مخاطرة السمعة إذ قد يتجنب المستثمرون آرائهم الشخصية ويتبعوا ذهنية الحشد، والسبب الاخر انهم قد يكون حصولهم على المعلومات من نفس المصدر او قد يحد المستثمرون من قراراتهم الاستثمارية بسبب تجنب المخاطرة والسيولة المنخفضة (Wermers,1999:583).

2-3-3 حدود المراجعة

المراجعة هي استراتيجية استثمارية تقدم ارباح خالية من المخاطرة وبدون كلفة. يعتقد منظري المالية التقليدية ان أي تسعير خاطئ ينتج عن المتداولين غير العقلاء (noise trader) في السوق سيخلق فرصة جذابة يتم استغلالها بسرعة من قبل المتداولون العقلاء (المراجحون) ويتم عندها تصحيح خطأ التسعير، اما المنظرون السلوكيون فيرون ان هذه الاستراتيجيات الخاصة بتصحيح خطأ التسعير يمكن ان تكون مكلفة وخطرة لذلك هي تجعل من خطأ التسعير فرصة غير جذابة وتسمح له بالاستمرار (Kishore,2004:4).

لن تكون التحيزات السلوكية مهمة لتسعير الأسهم اذا تمكن المراجحون العقلاء من إستغلال اخطاء المستثمرين السلوكيين بشكل تام. فعمليات التداول للمستثمرين الباحثين عن الأرباح ستصحح أي اختلال في الأسعار (Bodie ,etal, 2009:38). على كل حال المدافعين عن (EMH) يقولون بان المتداولين العقلاء يعدون ذلك فرصة جذابة وسيشترون الورقة المالية الاساس بهذا السعر وفي نفس الوقت يحوطون رهانهم من خلال البيع القصير لورقة مالية بديلة والتي لها نفس تدفقات النقدية في المستقبل (Barberis&Thaler ,2002:3). وهذا يمثل الاعتراض التقليدي لميدان المالية السلوكية فحتى مع وجود وكلاء في السوق ليسوا بالعقلانية التامة فإن المتداولون العقلاء سيستغلوا بسرعة أخطاء التسعير أو التوزيع الذي يسببه المتداولون غير العقلاء (Baltussen,2008:23). ولكن المالية السلوكية لا تنتظر للمراجعة على انها خالية من المخاطرة ولا ترى ان المراجحون يعملون دائما على ارجاع السوق لحالة التوازن او الى تصحيح الانحرافات الناتجة عن سلوك المستثمرين غير العقلاء والاعتقاد ان الموجود مسعر بشكل خاطئ يخلق ويشكل مباشر فرصة للأرباح الخالية من المخاطرة غير صحيح واهم ما يواجه المراجحون عند محاولتهم تصحيح أخطاء التسعير:

1. المخاطرة الاساسية

على فرض وجود مراجح يعتقد بأن هناك سهماً معيناً مسعراً بأعلى من قيمته الحقيقية في السوق نسبة الى المقسومات المستقبلية المتوقعة منه. عندها يقوم المستثمر بالبيع القصير للسهم على أمل انخفاض سعره لاحقاً. وعلى افتراض ان قرار المستثمر صحيح اعتماداً على المعلومات المتوفرة فإنه سوف يواجه مخاطرة بسبب احتمالية وصول معلومات جديدة مفاجئة ترفع من سعر السهم وتسبب خسارة للمراجح. وهناك مخاطرة اخرى متعلقة بتحقق مقسومات اعلى من المتوقع عندها سيواجه المراجح مشكلات نقدية اضافية لانه سيضطر الى دفع المقسومات الاضافية الى الشخص الذي اقترض منه السهم (Ackert&Deavis,2010:72).

2. كلف التنفيذ

إن كلف التداول (المراجعة) من المحددات المهمة لانحراف ما بعد الاعلان عن الايرادات لذلك فإن أي اختلاف في كلف التنفيذ قد يقود الى سلوك سعري مختلف (Kothari, etal,2004:6) وتشمل كلف التنفيذ و كلف الصفقات العمولات والهوامش المطلوبة عند تنفيذ عمليات المراجعة ، لذلك يمكن ان يكون استغلال التسعير المبالغ به صعب جداً. فبيع الاوراق المالية بيعاً قصيراً يستلزم كلف،البائع القصير قد يكون عليه ارجاع الورقة المقترضة دون اشعار طويل مما يجعل افق البيع القصير غير اكيد غير من المستثمرين مثل العديد من

مديري صناديق التقاعد او المشتركة يواجهوا محددات قوية على قراراتهم عن البيع القصير للأوراق المالية (Bodie ,El.At,2009:391). وهذا يمكن ان يقيد قدرة نشاط المراجعة على اىصال الأسعار إلى القيمة العادلة .

3. مخاطرة متداولوا الضجيج

قدمت هذه المخاطرة كفكرة من قبل (Shleifr&Vishny,1997:35) وهي مخاطرة ان يستغل اخطاء التسعير من قبل المراجح بشكل اسوء على الامد القصير. وهذا يجبر المراجحون على تسهيل مراكزهم بسرعة. ويمكن توضيح ذلك بالمثال الذي قدمه (Shleifr&Vishny,1997) اذ افترضوا ان هناك عقدين مستقبليين لسنتين متطابقين تماما احدهما في بورصة لندن والاخر في بورصة فرانكفورت وان سعر العقد في لندن اعلى منه في فرانكفورت وعندها يعمل المراجح على شراء العقد في فرانكفورت وبيعه في لندن. وعند التسليم سوف يحقق ربح ببساطة. ولكن الواقع اكثر تعقيدا من ذلك، فالمشكلة ان الاسعار الخاطئة قد تصبح خاطئة أكثر على الامد القصير، فاذا كانت اخطاء التسعير الذي يحاول المراجح استغلالها اسوء على الامد القصير، هذا يولد عائدات سالبة والمستثمرون قد يقرروا انه غير كفوء ومن ثم يسحبون اموالهم. فاذا حدث ذلك سيجبر المراجح على تسهيل مركزه مبكرا. الخوف من هذا التسهيل المبكر يجعله اقل هجومية في استغلال اخطاء التسعير في المرحلة الاولى.

2-4 نظرية الاحتمال

تعد نظرية الاحتمال من اهم النظريات الخاصة بعملية صنع القرار تحت ظروف عدم التأكد في السنوات الماضية (fennema & wakker,1997:53). قدم هذه النظرية (Kahneman&Tversky,1979:2) تتكون هذه النظرية من مرحلتين متميزتين لكل قرار المرحلة الاولى تسمى التأخير والأخرى تسمى مرحلة التقييم (yazdipour,2011:22) لقد بدأت هذه النظرية بمحتوى محدد يشير الى ان المنفعة المتوقعة المعيارية لا يمكن ان تفسر جميع عمليات صنع القرار تحت ظروف المخاطرة (ackert&deaves,2010:38). لذلك هي مثلت بديل لنظرية تعظيم المنفعة المتوقعة، فنظرية المنفعة المتوقعة تقدم تمثيل للسلوك الرشيد عند مواجهة حالات عدم التأكد ويعد المستثمر حسب هذه النظرية متجنب للمخاطرة. لقد قدم Daniel Bernouli الافكار الاولى لنظرية المنفعة في اواسط القرن الثامن عشر اذ قال ان قاعدة القرار عند الاختبار في ظروف المخاطرة هو تعظيم المنفعة المتوقعة وليس تعظيم القيمة المتوقعة (Hede,2012:6) وقد طور نظرية المنفعة المتوقعة كل من John von Numann و Oskar Morgenstern في محاولة منهم لتعريف السلوك الرشيد عندما يواجه الافراد ظروف عدم التأكد (ackert & deaves,2010:6).

لقد وضعت نظرية المنفعة المتوقعة بالفعل للتعامل مع حالات المخاطرة وليس حالات عدم التأكد. فالمخاطرة يمكن قياسها باستخدام الاحتمالية ولكن لا يمكن قياس عدم التأكد بالاحتمالية. فحسب هذه النظرية دالة المنفعة مقعرة ذات ميل نازل لكل مستويات الثروة (Johnsson, et al,2002:13).

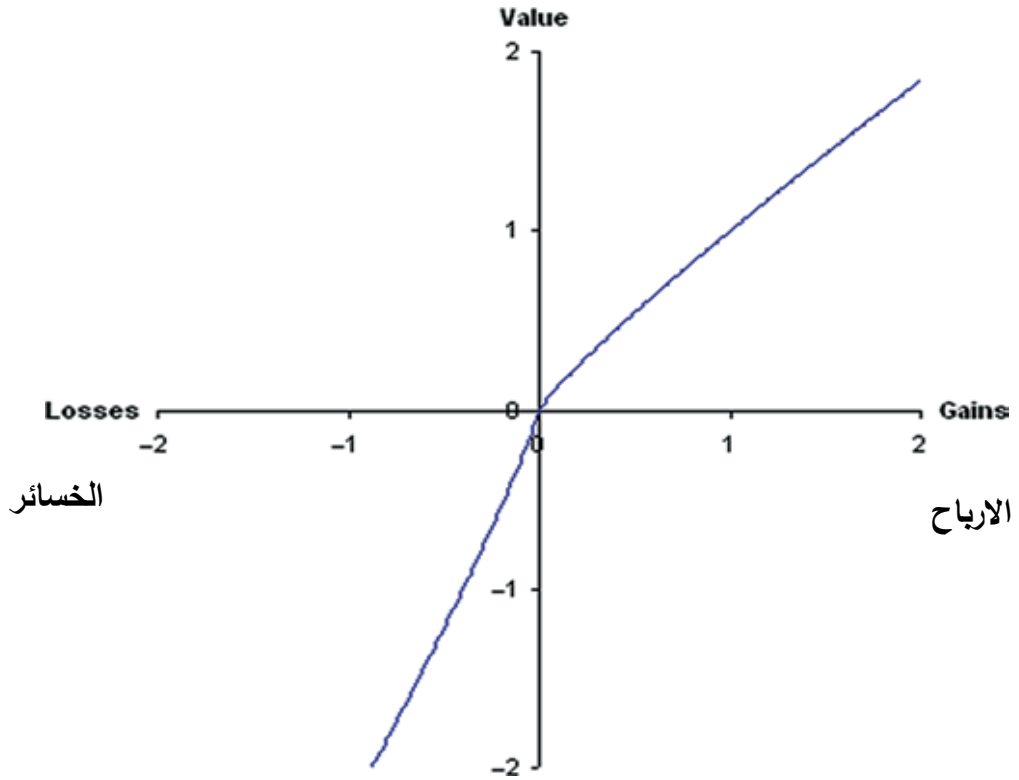
لقد لاحظ علماء النفس عند اتخاذ الأفراد لقرارات خطيرة فإنهم ينفرون من الخسائر بشكل خاص ، وإن المستثمرين لا يركزون فقط على القيمة الحالية لا يملكون ولكنهم يؤكدون على ما اذا كانت استثماراتهم تحقق ربح او خسارة (Brealey,et al,2008:370)، وان قرارات الأفراد في حالات عدم التأكد تنحرف بشكل نظامي عما تنتبأ به النظرية الاقتصادية القياسية (Micheal, 2006:6) وهذه النظرية تختبر كيفية تعظيم القيمة او المنفعة عند الاختيار بين البدائل التي تتضمن مخاطرة (Elau, 2010:2).

إن محتوى هذه النظرية يعتمد على أساسين الاول، ان المستثمرين يميلوا الى التصرف بشكل مختلف عندما يواجهوا احتمالات الارباح والخسائر (Jordan& Miller ,2008: 245) وجوهر هذه النظرية هو ان المستثمر يكون متجنب للمخاطرة عندما تتعلق الامور بالارباح ويكون باحث عن المخاطرة عندما تتعلق الامور بالخسائر. على سبيل المثال عند طرح سؤال على افراد مجموعتين للاختيار بين يا نصيب يقدم فرصة ربح \$3000 بنسبة احتمال 25% ويا نصيب يقدم فرصة 20% لربح \$4000 فان 65% من المستجيبين اختاروا الاخير (4000, 20%). وعندما تم سؤال نفس الافراد الاختيار بين احتمالية ربح \$3000 بنسبة 100% وبين ربح \$4000 باحتمالية 80% اختاروا الخيار الاول. نظرية المنفعة المتوقعة هنا تشير الى ان الافراد يجب ان يختاروا نفس الخيار في الحالتين (لان السؤال الاول هو نفس السؤال الثاني ما عدا ان احتماليات السؤال الثاني مضروبة بمقدار 4)، وتدعو نظرية الاحتمال هذا الاختلاف في الاجابة بأثر التأكد. (Kahneman & Tversky,1979:264).

اما الاساس الثاني لنظرية الاحتمال فهو دالة القيمة. فدالة القيمة تختلف عن دالة المنفعة في نظرية المنفعة المتوقعة بسبب المرجعية التي تمثل الانطباع الشخصي للأفراد. اذ ان ميل دالة القيمة يكون صاعد لمستويات معينة من الثروة حسب نقطة مرجعية معينة ونازل حسب مستويات ثروة اخرى بعد النقطة المرجعية (Shiller, 1997:4) لذلك عندما يقوم الافراد بصنع القرار فانهم ينصرفون لتعظيم دالة القيمة التي تأخذ الشكل S. (Odean,2000:1). والشكل(2) يوضح دالة هذه القيمة .

شكل (2): دالة القيمة حسب نظرية الاحتمال

القيمة



Source: (Yazdipour, 2011, 24)

تقسم نظرية الاحتمال الى مرحلتين: (Yazdipour, 2001, 22)

1- مرحلة التأطير

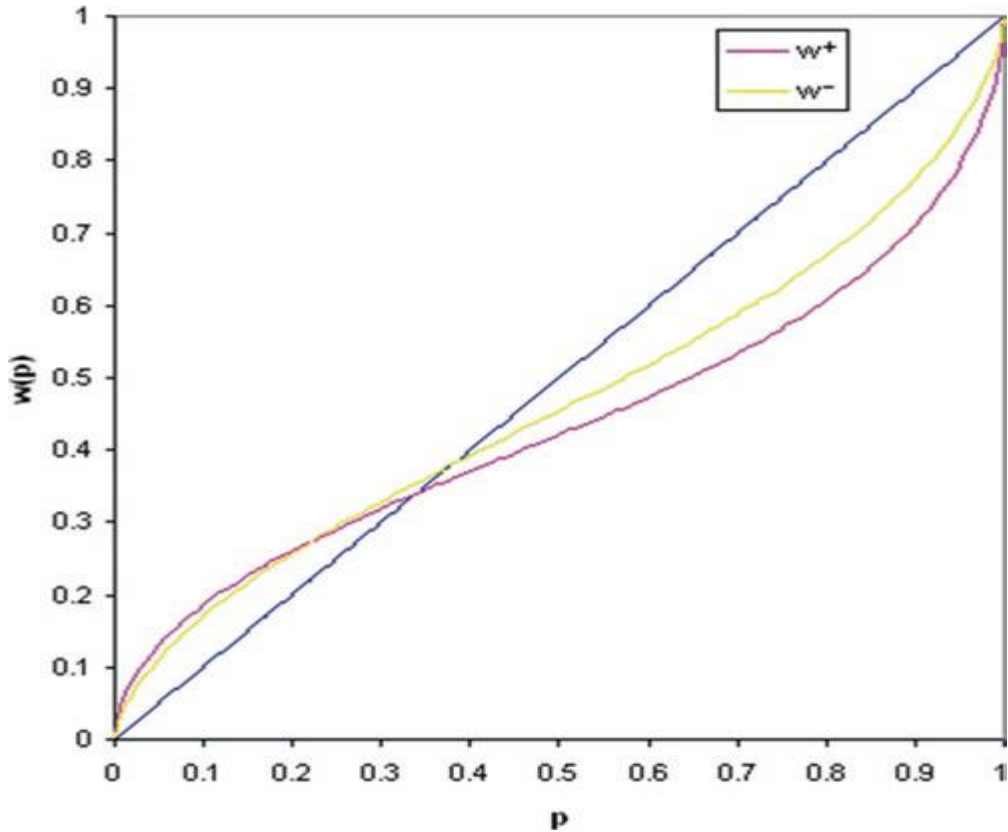
اثر التأطير ينشأ عندما يتم وضع وصف مختلف لنفس المشكلة بإذ يسلب الضوء على مجالات مختلفة من نتائج القرار وهنا يعتمد الاختيار على اسلوب تأطير البدائل وتقديمها. وهذا الامر مرفوض في نظرية المنفعة المتوقعة. ودور هذه المرحلة هو تنظيم الخيارات الممكنة لغرض تبسيط المرحلة الأخرى وهي مرحلة التقييم وبالنتيجة تسهيل عملية اختيار البديل النهائي الذي له اعلى قيمة لمتخذ القرار، وتسمى هذه المرحلة مرحلة ادراك الفرصة. تشمل هذه المرحلة مجموعة من العمليات (Yazdipour,2011:23):

- **Coding**: اي تضيف النتائج الى ارباح وخسائر وليس على اساس المستوى النهائي للثروة. والارباح والخسائر تعرف هنا على اساس الوضع الراهن او على اساس نقطة مرجعية (Ackert&Deaves,2010:39).
- **التوليفة Combination**: وتشير الى الميل لجمع احتماليات الخيارات التي تقدم نتائج متطابقة. على سبيل المثال احتمال (500, 25% / 500, 25%) تختصر الى (500, 50%) لتسهيل عملية التقييم.
- **العزل (Segregation)**: ويحدث عندما يتم فصل المكون الخالي من المخاطرة لاحتمال عن المكون الخطر لهذا الاحتمال.

- الإلغاء (Cancelation): وهو الميل لطرح (ترك) الخيارات ذات الاحتماليات المشتركة على سبيل المثال : الخيارات (200, 0.2/ 100,0.5/ 20,0.3) و (200, 0.2/ 300,0.4/ -50,0.4) تختصر لتصبح (100,0.5/ 20,0.30) و (300,0.4/ -50,0.40) اي قمنا بحذف الخيار المشترك وهو (200,0.2).

2- مرحلة التقييم

وهنا يتم تقييم كل النشاطات والمواقف المرتبطة بها والنتائج لكل قرار يتم اختياره. وفي هذه المرحلة يتم تقييم الاحتمالات المؤطرة واختيار اعلاها قيمة. و تستخدم هنا دالة القيمة لتعيين القيم لكل احتمال او فرضية. ولمعرفة كيف، نأخذ المثال التالي على فرض ان هناك مراهنة ذات نتيجتين : x باحتمالية P و y باحتمالية $(1-P)$ إذ $x \geq y$ حسب نظرية الاحتمال قيمة المراهنة هي $V = P \cdot v(x) + (1-P) \cdot v(y)$. ان V هي قيمة المخرجات . والقيمة في نظرية الاحتمال تعرف بالخسائر والارباح المتوقعة وليس لمستوى الثروة المتوقعة . بالاضافة لذلك فان دالة ترجيح الاحتمالية $W(P)$ هي ليست نفسها الاحتمالية P . كما سوف نشاهد في الشكل (3). ان دالة ترجيح الاحتمالية تعن الاحتماليات الاصلية الى احتماليات شخصية تتبع نماذج لاخطية كما في الشكل (3) الذي يظهر ان P لها وزن للقرار هو $W(P)$ وحسب نظرية الاحتمال ان الدوال الموزونة بالاحتمالية تعطي اهمية اكبر للاحتتمالات الاقل وتعطي اهمية أقل للاحتتمالات الاعلى



شكل (3) دوال الاحتمالات الموزونة للارباح والخسائر

ربح

خسارة

Source: (Yazdipour, 2011:25)

والشكل يبين ان الدالة تكون مقعرة للارباح ومحدبة للخسائر. وهذا الدالة تكون اكثر انحدارا في الخسائر وهذا يعني ان الخسائر تسبب شعور بالالم اكبر من شعور الراحة الذي تسببه نفس المبلغ من الربح. في نظرية المنفعة، توزن منافع المخرجات باحتمالياتها. ومن ثم وصف لسلسلة مشاكل الاختيار إذ يتم انتهاك مبدء تفضيلات الأفراد. سوف يظهر في البداية ان الافراد يعطون وزن مبالغ للنتائج التي يعدونها اكيدة نسبة للنتائج التي تكون محتملة فقط وهذه الظاهرة تسمى اثر التاكيد افضل مثال لاثر التاكيد قدمه الاقتصادي الفرنسي Maurice Allaise عام 1953 والمثال التالي يوضح هذه العملية (Ackert& Deaves.2010:11).

◆ المسألة 1: الاختيار بين الاتي :

A:2500 .with p. 0.33	B:2400	اكيدة
2400 with p. 0.66		
0 with p. 0.01		
N=72	{%18}	{%82}

◆ مسألة 2 : الاختيار بين :

C : 2500 with P 0.33	D:2400 with P 0.34
0 with P 0.67	0 with P 0.66
N = 72	{%83}
	{%17}

اي ان 82% من المستجيبين اختاروا B من المسألة 1 و 83% من المستجيبين اختاروا C من المسألة 2. وكل من التفصيلات بمستوى معنوية 0.01. وهذا النموذج من التفصيل ينتهك نظرية المنفعة المتوقعة بالطريقة التي وصفها Allais. حسب هذه النظرية ومع $u(0)=0$ فان التفضيل الاول يعني $U(2400) > 0.33 u(2500) + 0.66 u(2400)$ او $0.34 u(2400) > 0.33 u(2500)$

اما في المسألة الأخرى فالتفصيل يكون معكوس

لاحظ ان المسألة الأخرى تم الحصول عليها من المسألة الاولى من خلال ازالة احتمالية 0.66 ربح 2400 من كلا الاحتمالين الأخوين وهذا التغيير زاد من عدم الرغبة عند التعن من حالة التأكد الى حالة الاحتمال. من البديهيات الأخرى لنظرية المنفعة هي بديهية الاحلال (Kahnman&Tversky,1979:281) اي انه اذا كان B مفضل على A عندها اي مزيج احتمالي (B,P) يجب ان يفضل على (A,P). ولكن المستجيبين لم يخضعوا لهذه البديهية. فتقليل احتمالية الربح من 1 الى 0.25 له اثر اكبر من تقليلها من 80%—20%.

◆ مسألة 3: اكد (3000) B: او (4000,80%) A:

N= 92	20%	80%	
	C:(4000,20%)	D:(3000,25%)	مسألة 4:
	65%	35%	

لاحظ ان رأي المستجيبين تغير بين المشكلتين 3 و 4 رغم ان ماجرى كان مجرد تقسيم كلا الاحتماليتين على 4 وهذا يبين اثر اختلاف حجم لاحتمالية على مستوى تجنب المخاطر للمستثمر.

إن أهم التحيزات المرتبطة بنظرية الاحتمال هي المحاسبة الذهنية والتأطير

- المحاسبة الذهنية: ويعني ميل الافراد لتصنيف وتقييم المخرجات اقتصاديا من خلال تجميع الموجودات المالية الى اي عدد من الحسابات الذهنية غير قابلة للاستبدال **nonfungible** (Pompian,2006:171). وتعني ان الافراد يعاملون المبالغ النقدية المتنوعة بشكل مختلف اعتمادا على مصدر هذه الاموال (العمل، الوراثة، المراهنة، أو المكافئة وغيرها) أو على المجال الذي يرغبون استخدام هذه الاموال به (ضروريات او كماليات وغيرها). ويقوم الافراد هنا بعزل القرارات الاستثمارية عن بعضها البعض، على سبيل المثال قد يأخذ المستثمر مخاطرة في حساب استثماري معين ولكنه يأخذ مركزا محافظا جدا في حساب آخر يخص مثلا مسألة تعليم ولده. مبدئيا قد يبدو افضل لو تم التعامل مع الحسابين على انهما جزء من محفظة كلية للمستثمر مع حدود مخاطرة - عائد موحد يأخذ تشكلاان اطار واحد (Bodie,etal,2009:387).

- التأطير: ويعني ميل صانع القرار للاستجابة للمواقف المتنوعة بشكل مختلف حسب طريقة أو سياق تقديم الخيار (الاطار) (Pompian,2006:237). والاطار يتأثر بطريقة تقديم المشكلة ومدى ادراك المرء للسؤال والخصائص الشخصية (Hede,2012:22). لقد قدم (Kahneman&Tversky,1979:301) مثال جيد عن التأطير من خلال سلسلة من التجارب على سلوك المستثمرين الذي يخالف ماقدمته النظرية التقليدية. فقد وجهوا مجموعة من الاسئلة على مجموعتين من المستثمرين، طلب من الاولى التالي:

1- بالاضافة لما تملك سيتم منحك \$1000 ، وبعدها يتم طلب الاجابة للاختبار بين
a. الحصول على \$500 مؤكدة.

b. فرصة 50% للحصول على \$1000 و50% لعدم الحصول على شيء.

وطلب من المجموعة الأخرى التالي:

2- بالفضلاً عما تملك سيتم منحك \$2000 قتختار بين التالي

a. خسارة أكيدة مقدارها \$500.

b. فرصة 50% لخسارة \$1000 و 50% لعدم خسارة شيء.

وقد اختار 84% من المجموعة الاولى الخيار a. وفي المجموعة الأخرى اختار 69% منها الخيار b. مع ان القيمة المتوقعة للجائزتين في كل مثال كانت نفسها، على كل حال طريقة عرض السؤال سببت تفسير المسألتين بشكل مختلف.

3- الاستنتاجات والتوصيات

3-1 الاستنتاجات

- 1- لم تستطع نظريات المالية السلوكية رغم قوتها ان تفسر العديد من الألغاز والظواهر والحالات الشاذة التي تظهر بشكل متكرر في أسواق الاسهم.
- 2- لا يستطيع المراجحون الاذكياء إعادة أسعار الاسهم الى قيمها الحقيقية دائما، لان هناك حدود للمراجحة تقديدهم، اهمها مخاطرة استمرار الاسعار بالانخفاض على الامد القصير (مخاطرة متداولوا الضجيج) وكلف الصفقات ومحددات البيع القصير.
- 3- قدمت المالية السلوكية بديل آخر لعملية تسعير الموجودات الرأسمالية من خلال استخدام العناصر والمتغيرات النفسية والاجتماعية مع المتغيرات المالية الاساسية المرتبطة بالعائد والمخاطرة، أي ان المالية السلوكية تعد مكملة وليست بديلة عن المالية التقليدية.
- 4- أظهر علماء النفس ان القرارات المالية توجه وتفيد بعناصر غير مالية تتضمن الخصائص الشخصية للأفراد والمجتمع.
- 5- هناك مجموعة من التحيزات النفسية المرتبطة بالاحكام مثل الثقة المفرطة والتمثيلية تؤثر في عملية صنع القرار الاستثماري وتجعل المستثمرين يقعون في أخطاء التحيزات عند اتخاذ القرار.
- 6- أظهرت الدراسات ان المستثمرين يبالغون أحيانا في تقدير مهاراتهم وامكاناتهم الشخصية في عملية التنبؤ وأمتلاك المعلومات الملائمة.
- 7- أظهرت الدراسات ان المستثمرين يتجاهلون غالبا أثر حجم العينة في دقة وشمولية القرارات وهم غالبا ما يتجاهلوا بعض المتغيرات المحيطة بالقرار ويركزوا على متغيرات محددة فقط.
- 8- قدم علم الاجتماع تفسير للعديد من الظواهر السوقية المرتبطة بحدوث الفقاعات والازمات من خلال ميل المستثمرين للتصرف بسلوك القطيع والتفكير الجمعي تجنباً لقضايا شخصية مثل مخاطرة السمعة وتجنب الندم على القرارات.
- 9- أظهرت دراسات علم النفس الادراكي بأن المستثمرين يميلون غالبا الى فصل الحسابات المالية والتعامل معها بشكل منفرد وليس على انها محفظة واحدة اعتمادا على مصدر الحساب المالي او على نية انفاق هذا الحساب.
- 10- يميل أغلب المستثمرين لتقديم استجابات مختلفة لنفس المشكلة اذا ما قدمت بأشكال (أطر) مختلفة وهذا الميل يجعلهم يخطئون في قراراتهم الاستثمارية.

3-2 التوصيات

- 1- قدمت المالية السلوكية فكريا جديدا تحدث به النظريات التقليدية وفسرت العديد من الظواهر الغريبة في أسواق رأس المال وهذا يستدعي دراسة النماذج السلوكية من قبل المستثمرين والمحليلين من خلال برامج لتطوير قدراتهم التحليلية لفهم كيفية تحرك الاسواق ومن ثم زيادة قدرتهم على التنبؤ الدقيق باسعار الموجودات المالية.

- 2- لأجل محاولة التخلص من التحيزات النفسية الإدراكية نوصي بدراسة السلوكيات الشخصية وسلوكيات الآخرين من اجل تصميم الاستراتيجيات الهجومية لاستغلال المستثمرين الذين لازالوا يعانون من أخطاء التحيزات الإدراكية، ويمكن ان يتم ذلك من خلال فتح فروع أكاديمية بعلم النفس الإدراكي والاجتماعي في الاقسام المالية والاستثمارية.
- 3- محاولة تعريف حدود المهارات والإمكانات التي يمتلكها المستثمر وتدقيق المعلومات المتوفرة لتجنب تحيز الثقة المفرطة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية. ويتم عمل ذلك من خلال دراسة أهم المعتقدات والثقافات التي تؤثر تفكير الافراد والتي تؤثر بشكل مباشر على قراراتهم الاستثمارية.
- 4- فهم سلوكيات المجتمع وأسباب ظهور سلوك القطيع من اجل معرفة وتحديد ما اذا كان ارتفاع وانخفاض أسعار الاسهم ناتج عن التفكير الجمعي أو عن أسباب مالية صرفية. من خلال اقامة دورات للتطوير الاجتماعي ودراسة ظواهر المجتمع الشائعة.
- 5- الدقة في تحديد حجم العينة المستخدمة في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية من اجل اعطاء التمثيل الافضل والأنسب لمجتمع العينة ومن ثم التحقق من دقة وصواب القرار. بالاعتماد على القواعد والنظم الاحصائية الدقيقة.
- 6- توظيف العلوم النفسية والاجتماعية في القطاعات المالية الاكاديمية والاستثمارية من خلال استخدام المتخصصين بعلم النفس والاجتماع للمساعدة في فهم وتفسير السلوكيات النفسية والاجتماعية للمستثمر في جميع الاقسام والكليات والمجمعات البحثية المتخصصة بالشؤون المالية والاستثمارية.

المصادر

اولا- الكتب

- 1- Ackert , Lucy F . & Deaves , Richard " Behavioral Finance : psychology Decision – Making and Markets " . south – western . 2010 .
- 2- Barberries , Nicholas , "Investors Seek Lessons in thinking " From James Pickford editor of " Mastering Investment " FT printice Hall 2002 .
- 3- Bodie ,zvi,Kane , Alex & Marcus , Alan J., " Investment " . 8th ed . McGraw – Hill 2009 .
- 4- Brown, Keith C.& Reilly, Frank K., "Analysis of Investments and Management of Portfolios", 9th, South-Western, 2009.
- 5- Cecchtti, Stephen G.& Schoenholtz, Kermit L.& Fackler, James, "Money, Banking and Financial Market", 3rd, McGraw-Hill Irwin, 2011.
- 6- Copeland, Thomas E.& Weston, J. Fred& Shastri, Kuldeep, "Financial Theory and Corporate Policy", 4th Ed, Pearson-Addison Wesley, 2005.
- 7- Elton, Edwin J.& Gruber, Martin J., " Modern Portfolio Theory and Investment Analysis", 5th, John Wiley& Sons,1995.
- 8- Fabozzi, Frank J.& Modigliani, Franco& Jonse, Frank J., "Foundations of Financial Market and Institutions", 4th, Pearson, 2010.
- 9- Gangadhar, V.& Babu,G. Ramesh, "Investment Management", Anmol Publications, Pvt. Ltd., 2006.

- 10- Gitman , Lawrence J. & Joehnk , Michael D. "Fundamentals of Investing "10th ed , Pearson . Addison .Wesley 2008 .
- 11- Gitman, Lawrence, "Principles of Managerial Finance", 12th, Pearson Prentice Hall, 2009.
- 12- Harms, Philipp, "International Investment, Political Risk, and Growth", Kluwer Academic Publishers, Boston, 2000.
- 13- Hede, Peter, "Financial Decision-Making & Investor Behavior", Bookboon.com,2012.
- 14- Hillier, David& Grinblatt, Mark& Titman, Sheridan, "Financial Markets and Corporate Strategy", 2nd, McGraw-Hill, 2012.
- 15- Hirshey , Mark & Nofsinger , John , " Investments :Analysis and Behavior " 2nd ed , McGraw – Hill Irwin 2010 .
- 16- Jordan, Bradford D. & Miller , Thomas , " Fundamental of Investment " 4th ed , McGraw – Hill Irwin 2008 .
- 17- Levy , Haim & Post ,thievery " Investment ". prentice Hall 2005 .
- 18- Koch, Timothy W. & MacDonald, S. Scott, "Bank Management", 7th, South-Western, 2010.
- 19- Mayo , Herbert B . " Introduction to Investment " 10th Liter rational edition 2011 .
- 20- Mishkin, Frederic S.& Eakins, Stanley G., "Financial Markets and Institutions", 7th, Prentice Hall, 2012.
- 21- Pompeian , Michael M. " Behavioral Finance and wealth management " . John Wiley. & Sons', 2006 .
- 22- Ross, Stephan A.& Westerfield, Randolph W.& Jaff, Jeffrey& Jordan, Bradford D., "Modern Financial Management", 8th, McGraw-Hill,2008.
- 23- Ross, Stephan A. & Westerfield, Randolph W.& Jaff, Jeffrey, "Corporate Finance", 9th, McGraw Hill, 2010.
- 24- Shefrin, Hersh, "Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing ", New York Oxford University Press,2002.
- 25- Skinner, Bernard F."Science and Human Behavior", Sinner Foundation, Cambridge, 2005.
- 26- Thaler, Richard H. "Advances in Behavioral Finance" Volume 2, Russell Sage Foundation, New Jersey, 2005.
- 27- Van Horn, James," Financial Management and Policy", 12th, Prentice-Hall of India, 2004.
- 28- Wit, Bob Di& Meyer, Ron, "Strategic Synthesis" 3ed, South-Western, 2010.
- 29- Yazdipour, Rossoul, :Advances in Entrepreneurial Finance: With Applications From Behavioral Finance and Economics", Springer, 2011.

ثانياً - الدوريات

- 30- Alghalith, Moawia & Floros, Christos & Dukharan, Marla , "Testing dominant theories and assumptions in behavioral finance" , The Journal of Risk Finance, Vol. 13, Issue 3, (2012) .

- 31- Baker, M. & Wurgler, J., "Investor Sentiment in Stock Market", Journal of Economic Perspective, Vol. 21, no. 2, 2007.
- 32- Banerjee, Arindam, "Application of Behavioral Finance in Investment Decisions: An Overview", The Management Accountant, Vol.46, Issue10, 2011.
- 33- Barber, Brad M., and Odean, Terrance, "The Courage of Misguided Convictions", Financial Analysts Journal Vol. 55, Issue 6, 1999.
- 34- -----, "Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors", Journal of Finance, Vol. 55, Issue 2, 2000.
- 35- Barber, Brad M., and Odean, Terrance. "Boys will be Boys: Gender, Overconfidence and common Stock Investment", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 116, issue 1, 2001.
- 36- Black, Fischer & Scholes, Myron, "The Pricing of Option and Corporate Liabilities", Journal of Political Economy, vol. 81, no.3, May- June, 1973.
- 37- Chan, Wesley S. & Frankel, Richard M. & Kothari, S.P. "Testing Behavioral Finance. Theories using Trend and Sequences in Financial performance" School of Management (SSRN) 2003.
- 38- Chuvakhin, Nikolai "Efficient market hypothesis and Behavioral Finance – is A compromise in sight? 2001.
- 39- Cunningham, Lawrence A. "Behavioral Finance. and investor Governance" Washington & Lee Law Review Vol :59; 2002.
- 40- Cutler, D. & Poterba, J. & Summers, L., "Speculative Dynamics", Review of Economic Studies, Vol 58, 1991.
- 41- De Bondt, Werner F. & Thaler, Richard, "Does the Stock Market Overreaction?", Journal of Finance, vol.40 (3), 1985.
- 42- -----, "Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality" Journal of Finance, Vol. 62, 1987.
- 43- Fama, Eugene F. "Market efficiency, Long term Returns and Behavioral Finance". Journal of Financial economics 49, 1998.
- 44- -----, "Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work", Journal of Finance 31(1), May, 1970.
- 45- Fellner, Gerlinde & Krügel, Sebastian, "Judgmental overconfidence: Three measures, one bias", Journal of Economic Psychology, 33 (2012)
- 46- Fuller, Russell & . "Behavioral Finance and source of Alpha" Journal of pension plan Investing, Vol.2 No.3, 1998.
- 47- Grauwe, Paul De & Grimaldi, Marianna "Bubbles and Crashes in a Behavioral Finance sveriges, Risk Bank" working paper series 164. June 2004. SSRN.
- 48- Hon-Snir, Shlomit, "Stock Market Investors: Who Is More Rational, and Who Relies on Intuition?", International Journal of Economics and Finance Vol. 4, No. 5; May 2012.
- 49- Kahnman, D., & Tversky, A., "Prospect Theory: an analysis of Decision Making Under Risk", Econometrica, Vol. 47, no. 2, 1979.

- 50- Kaminsky, Graciela & Schmukler, Sergio, "What Trigger Market Jitter? A Chronicle of the Asian Crisis", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18, no. 4, 1999.
- 51- Keim, Donald B., "The CAPM and Equity Return Regularities", *Financial Analysts Journal*, Vol. 42, 1986.
- 52- Kiyilar, Murat & Acar okan "Behavioral Finance and The study of the irrational Financial choices of credit card users " *Annals Universitatis . Apulensis series oeconomica* , 11(1) 2009 .
- 53- Konstantinidis, A. & Katarachia, A., & Borovas, G. & Voutsas, M. E., "From Efficient Market Hypothesis to Behavioral Finance: Can Behavioral Finance Be the New Dominant Model for Investing", *Scientific Bulletin_ Economics Sciences*, Vol. 11, Issue 2, 2012.
- 54- Lintner, J., "The Valuation of Risk Asset and the Selection of Risk, Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets" *Review of Economics and Statistics*, 47(1), 1965.
- 55- Markowitz, Henry, "Portfolio Selection", *Journal of Finance* , 7(1), 1952.
- 56- Mehra, Rajnish. & Prescott, Edward., "The Equity Premium: A Puzzle", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 15, Issue 2, 1985.
- 57- Miller, M. & Scholse, M., "Dividends and Taxes: Some empirical Evidence", *Journal of Political Economy*, Vol. 90, 1982.
- 58- Modigliani, F. & Miler, M.H., "The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment", *American Economic Review*, vol. 48, 1959.
- 59- Nofsinger, J. & Sias, R., "Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors", *Journal of Finance*, Vol. 54, no. 6, 1999.
- 60- Patro, Archana, "Exploring the Herding Behaviour in Indian Mutual Fund Industry", *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol. 4, No. 1, June 1, 2012.
- 61- Odean, T., "Do Investors Trade Too Much", *American Economic Review*, vol. 89, 1999.
- 62- Paudel, Jayash & Laux, Judy, "A Behavioral Approach To Stock Pricing", *The Journal of Applied Business Research*, Vol. 26, no. 3, 2010.
- 63- Reingnum, Marc R., "The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firm in January: Empirical Tests of Loss Selling Effects", *Journal of Financial Economics* Vol. 12, 1983.
- 64- Ritter, Jay R., "The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the Turn of the Year", *Journal of Finance*, Vol. 43, 1988.
- 65- Roll, Richard, "A Possible Explanations of the Small Firm Effect", *Journal of Finance*, Vol. 36, 1981.
- 66- Roll, Richard, "The Turn- of- the- Year Effect: Anomaly or Risk Mismeasurement", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 9, 1988.
- 67- Sadi, Rasoul & Ghalibaf, Hassan & Rostami, Mohammad Reza, "Behavioral Finance: The Explanation of Investors' Personality and Perceptual Biases Effects on Financial Decisions", *International Journal of Economics and Finance* Vol. 3, No. 5; October 2011.

- 68- Sahi, Shalini Kalra , "Neurofinance and investment behavior" , Studies in Economics and Finance, Vol.29 Iss: 4 , 2012.
- 69- Schiffrin , Hersh " Behavioral Corporate Finance " (from book " Beyond . Greed , and Fear : understanding Behavioral Finance and the psychology of Investing" (Boston : Harvard Business School press 1999), 2002 .
- 70- Shleifer, A.& Vishny, R., "The Limits of Arbitrage", Journal of Finance, Vol. 52, 1997.
- 71- Sharp, William," Capital Asset Prices: A theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk" Journal of Finance 19(3),1964.
- 72- Sornette , D & Woodard , R " Financial . Bubbles , Real estate babbles , Derivative Bubbles . and The Financial and economic Crisis " . CCSS Working paper series 2010 .
- 73- Sundali , James A.& Stone , Gregory R.& Guerrero, Federico L., " The effect of setting goals and emotions on asset allocation decisions" , Managerial Finance, Vol. 38 Iss: 1, 2012 .
- 74- Wermers, R., "Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices", Journal of Finance, Vol. 54, no.2, 1999.

ثالثاً - الانترنت

- 75- Barberis , Nicholas. and Thaler , Richard., "A Survey of Behavioral Finance", B.V. 2003.
- 76- Berg, Nathan, "Finance, Psychology, Economics and the Design of Successful Institutions", Economic Globalization & The Choise of Asia, Shanghai Forum, 2005.
- 77- Curtis, Gregory, "Modern Portfolio Theory and Behavioral Finance", www.amalik@ijournals.com, 2004.
- 78- Deutsche BundesBank, "Investor Behavior in Theory and Practice" Monthly Report, January, 2011.
- 79- Elan, Seth," Behavioral Patterns and Pitfalls of U. S. Investors " , A Report by the Federal Research Division, WWW.Ioc.gov./rr/frd,2010.
- 80- Fuller, Russel J., " Behavioral Finance and Source of Alpha", 2000.
- 81- Holden, Karen, "Theories of Human Behavior and Emotions: What They Imply About the Financial Behavior of Vulnerable Populations", Center of Financial Security, CFS, 2010.
- 82- Gilson, Ronald J.& Kraakman, Reinier, "The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias", <http://ssrn.com>, 2003.
- 83- Kishore, Rohit, "Theory of Behavioral Finance and its Application to Property Market: A Change in Paradigm", Twelfth Annual Pacific Rim Real Estate Society Conference, January, 2004.
- 84- Kothari, S. P.& Jonathan, Lewellen& Jerold, B. Warnar, "Stock Returns, Aggregate Earning, and Behavioral Finance", December, 2004.

- 85- Kukacka, Jiri & Barunik, Jozef, "Behavioral Breaks in the Heterogeneous Agent Model", Institute of Economic Studies, Prague, Czech Republic, 2012.
- 86- Lovo, Dan & Sibony, Olivier, "The Case for Behavioral Strategy", McKinsey Quarterly, 2010.
- 87- Mitchell, Ronald K. & Lant, Theresa & Morse, Eric A., "Toward a Theory of Entrepreneurial Cognition: Rethinking the People Side of Entrepreneurship Research", Baylor University, ETP, 2002.
- 88- Prast, Henriette, "Investor Psychology: A Behavioral Explanation of Six Finance Puzzles", Research Series Supervision, 2004.
- 89- Sewell, Martin, "Behavioral Finance", University of Cambridge, 2010.
- 90- Statman, Meir, "Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements", Association for Investment Management and Research, 1999.
- 91- Thomaidis, Nikos S., "The Implications of Behavioral Finance for the Modeling of Securities Prices", URL: [http:// decision.fme.aegean.gr](http://decision.fme.aegean.gr), 2004.
- Wang, Limin & Cao, Shinan & Zhou, Jiqui, "A New Experimental Method for Behavioral Finance", IEEE, University of Science and Technology, Beijing, 2010.
- 92- Wenjuan, Zhu & Jun, Tian & Ying, Chen, "An analysis of herding behavior under cognitive bias structure--a stock market case study". International Conference, 2010.