



أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث ل.م.د.
في العلوم المالية و المحاسبة تخصص أسواق مالية

أثر مالية الأسواق على سلوك الاستثمار للمؤسسات

-دراسة مؤشرات أسهم بورصتي باريس و لندن -

إشراف: د. مكي مكاوي

إعداد الطالب: جمال عديدو

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة. معسكر	أستاذ التعليم العالي	أ.د. تشيكو فوزي
مقررا	جامعة. معسكر	أستاذ محاضر"أ"	د. مكاوي مكي
ممتحنا	جامعة. معسكر	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بوشيفي محمد رضا
ممتحنا	جامعة. معسكر	أستاذ التعليم العالي	أ.د. حاج أحمد محمد
ممتحنا	جامعة. سعيدة	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بن حميدة محمد
ممتحنا	جامعة. سيدي بلعباس	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بن سعيد محمد

السنة الجامعية: 2023/2022

شكر وعرفان

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

اللهم إننا نسألك أن تلهمنا، شكر نعمك وتجعل علمنا مخلصا لوجهك فالحمد والشكر

لجلالك وعظيم سلطانك

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم

"لا يشكر الله من لم يشكر الناس" رواه أحمد وأبو داود والبخاري

وقوله صلى الله عليه وسلم

"ومن أتى إليكم معروفا فكافنوه، فإن لم تجدوا ما تكافنونه فادعوا له حتى تعلموا أن قد

كافأتموه" رواه أحمد، وأبو داود، وصححه الألباني

واقتهاء بهذا الحديث نوجه شكرنا إلى الأستاذ المشرف: " د. مكي مكايوي " الذي غمرنا

بكرمه ونصائحه وتوجيهاته وخاصة دعمه و تفهمه، وإلى كل زملائنا وزميلاتنا في

البحث العلمي ، إلى كل من ساعدنا واعاننا من قريب أو من بعيد ولو بكلمة ، نصيحة

، أو دعاء

كما نتقدم بجزيل الشكر والتقدير مسبقا لأعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول مناقشة

هذه الأطروحة والحكم عليها وإثرائها بأرائهم السديدة.

الحمد لله رب العالمين

إهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الحمد لله الذي أعاننا بالعلم وزيننا بالحلم وأكرمنا بالتقوى وأجملنا بالعافية

أتقدم بإهداء عملي المتواضع إلى:

- الدرع الواقى والكنز الباقي، إلى من جعل العلم منبع اشتياقي، لك أقدم وسام الاستحقاق،
أنت أبي العزيز أطال الله عمرك رمز العطاء وصدق الإيلاء -
- إلى ذروة العطف والوفاء، لكي يا أجمل حواء، أنت أُمِّي الغالية أطال الله عمرك -
- إلى زوجتي نبع الحب الصافي ومُعين الوفاء -
- إلى قرّة عيني أبنائي " آدم وضياء الدين و عبد الإله " -
- إلى إخوتي الأعزاء وأختي العزيزة -
- رمز الصداقة وحسن العلاقة زملاء الدراسة -
- إلى كل باحث في مجال الاقتصاد والأسواق المالية ، يسعى إلى تقويتها ، ويشد من أزرها ، ويعمل على نصرها، بما يمدّه إياها من أفكار وأبحاث -
- إلى من هم انطلاقة الماضي وعون الحاضر وسند المستقبل إلى كل من مد يد المساعدة وساهم معي في تذليل ما واجهت من صعوبات -
-- إلى هؤلاء أهدي ثمرة جهدي --

" اللهم لك الحمد حتى ترضى، ولك الحمد إذا رضيت، لك الحمد بعد الرضا "

وصل الله وسلم على نبينا محمد وعلى آله وصحبه وسلم

جمال حديثي

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
II	شكر وعرفان
III	الإهداء
X-VI	فهرس المحتويات
XIII-XI	فهرس الجداول والأشكال
XIV	الملخص
أ- ي	مقدمة
68-1	الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية
3	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
3	المطلب الأول: مفاهيم حول الأسواق المالية
3	الفرع الأول: ماهية الأسواق المالية
6	الفرع الثاني: نشأة الأسواق المالية
6	الفرع الثالث: مراحل تطور الأسواق المالية
7	المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية
8	الفرع الأول: السوق النقدي
9	الفرع الثاني: سوق رأس المال
13	الفرع الثالث: أسواق العملات الأجنبية (FOREX)
14	المطلب الثالث: هيكل عمل الأسواق المالية و وظائفها
14	الفرع الأول: هيكل النظام المالي
15	الفرع الثاني: وظائف النظام المالي
17	الفرع الثالث: مميزات الأسواق المالية
18	المبحث الثاني: أهمية الأسواق المالية ومكوناتها
18	المطلب الأول: أهمية الأسواق المالية وشروط قيامها
18	الفرع الأول: أهمية الأسواق المالية
19	الفرع الثاني: شروط قيام الأسواق المالية
20	الفرع الثالث: التنظيم المالي للأسواق المالية

21	المطلب الثاني: الاستثمار في سوق النقد
21	الفرع الأول: أهمية سوق النقد
22	الفرع الثاني: الأدوات المالية المستخدمة في سوق النقد
25	الفرع الثالث: المتدخلون في سوق النقد
28	المطلب الثالث: عمليات الاستثمار في سوق رأس المال
29	الفرع الأول: المتدخلون في سوق رأس المال
30	الفرع الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال
39	الفرع الثالث: الأدوات المالية الحديثة المتداولة في سوق رأس المال
42	المبحث الثالث: آليات التعامل في سوق الأوراق المالية
43	المطلب الأول: عمليات السوق
43	الفرع الأول: طبيعة عمليات السوق
46	الفرع الثاني: أوامر السوق
48	الفرع الثالث: التسعير في سوق الأوراق المالية
52	المطلب الثاني: بناء المحفظة الاستثمارية
52	الفرع الأول: ماهية المحافظ الاستثمارية
53	الفرع الثاني: خصائص المحافظ الاستثمارية وأهدافها
54	الفرع الثالث: أهمية التنوع الاستثماري في المحافظ الاستثمارية
55	المطلب الثالث: مؤشرات الأسواق المالية ومخاطر السوق
56	الفرع الأول: مفاهيم عامة حول المؤشرات وطرق بنائها
62	الفرع الثاني: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
65	الفرع الثالث: أدوات قياس مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
137-69	الفصل الثاني: من النظرية المالية التقليدية إلى النظرية المالية السلوكية
71	المبحث الأول: نظرية كفاءة الأسواق المالية
71	المطلب الأول: الإطار النظري لنظرية كفاءة الأسواق المالية
71	الفرع الأول: مفاهيم عامة حول كفاءة الأسواق المالية وأقسامها
74	الفرع الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية ومتطلباتها
81	الفرع الثالث: كفاءة الأسواق المالية والحركة العشوائية للأسعار

86	المطلب الثاني: نماذج تسعير الأصول المالية في نظرية كفاءة الأسواق
86	الفرع الأول: نظرية ماركوويتز
86	الفرع الثاني: نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM
89	الفرع الثالث: نموذج التسعير المرجح
90	المطلب الثالث: عدم تناظر المعلومات وكفاءة الأسواق
90	الفرع الأول: ماهية عدم تناظر المعلومات
91	الفرع الثاني: النظريات المفسرة لحالة عدم تماثل المعلومات
93	المبحث الثاني: النظريات المفسرة لتحليل السوق وفق نظرية كفاءة السوق
93	المطلب الأول: النظريات المفسرة لتحليل السوق
93	الفرع الأول: نظرية داو Dow Theory
95	الفرع الثاني: نظرية موجة إليوت
97	المطلب الثاني: تحليل السوق باستخدام التحليل الفني
97	الفرع الأول: مفاهيم عامة حول التحليل الفني
99	الفرع الثاني: مبادئ التحليل الفني وأدواته
104	الفرع الثالث: مساوئ التحليل الفني
107	المطلب الثالث: مقارنة التحليل الأساسي بالتحليل الفني والانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة السوق
107	الفرع الأول: ماهية التحليل الأساسي
110	الفرع الثاني: التمييز بين التحليل الفني والتحليل الأساسي
112	الفرع الثالث: الانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة الأسواق المالية
114	المبحث الثالث: النظرية المالية السلوكية
115	المطلب الأول: الإطار النظري لمفهوم النظرية المالية السلوكية
115	الفرع الأول: جذور النظرية المالية السلوكية ودوافع نشأتها
120	الفرع الثاني: مبادئ النظرية المالية السلوكية
122	المطلب الثاني: التحيزات السلوكية وأهم النظريات المفسرة لسلوك المستثمر
122	الفرع الأول: التحيزات العاطفية والإدراكية
128	الفرع الثاني: مقاربات النظرية المالية السلوكية
133	المطلب الثالث: نماذج تسعير الأصول المالية وفقاً للمالية السلوكية

133	الفرع الأول: نموذج روي 1952 ROY
134	الفرع الثاني: نموذج أرزك و باوا (1977) Arzac & Bawa
135	الفرع الثالث: نموذج "شيفرين" و "ستايتمن" 2000, Shefrin & Statman "
174-138	الفصل الثالث: دراسة علاقة مالية الأسواق بالتحيزات السلوكية وأثرها على قرار الاستثمار
140	المبحث الأول: تأثير انعكاسات العوامل السوقية على سلوك المستثمر في اتخاذ القرار
140	المطلب الأول: ماهية القرار الاستثماري وعلاقته بالسوق
140	الفرع الأول: مفاهيم عامة حول القرار الاستثماري
142	الفرع الثاني: مكونات القرار الاستثماري وخصائصه
143	الفرع الثالث: ماهية سلوك الاستثمار
143	المطلب الثاني: مراحل اتخاذ القرار الاستثماري وعوائقه
143	الفرع الأول: مراحل اتخاذ القرار الاستثماري
144	الفرع الثاني: معوقات عملية اتخاذ القرار الاستثماري
144	الفرع الثالث: حالة عدم التأكد (Uncertainty)
145	المطلب الثالث: العوامل المحددة لاتجاه قرارات المستثمرين في السوق
145	الفرع الأول: العوامل المرتبطة برغبات المستثمر
146	الفرع الثاني: الأحداث الخارجية والمناسبات واختلاف الثقافات
148	الفرع الثالث: المهارات الفردية للمستثمرين
148	المبحث الثاني: أثر التحيزات السلوكية على قرار الاستثمار
148	المطلب الأول: أشكال وصور تأثير التحيزات السلوكية على القرار الاستثماري
150	الفرع الأول: تأثير العوامل الشخصية للفرد
151	الفرع الثاني: تأثير تحيزات الشعور والجوانب النفسية والعقلية
154	الفرع الثالث: تأثير الاستدلال والتحيزات المعرفية
156	المطلب الثاني: أثر المزاج والتخوف من مخاطر المستقبل على الأداء الاستثماري
156	الفرع الأول: إدراك المخاطر وأثره على القرار الاستثماري
157	الفرع الثاني: تأثير المزاج والكفاءات
158	المطلب الثالث: التحيزات السلوكية والأداء الاستثماري
158	الفرع الأول: مدى ارتباط الأداء الاستثماري بالتحيزات السلوكية

159	الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على الأداء الاستثماري
160	المبحث الثالث: تفسير التشوهات الموسمية وظاهرة الفقاعات
160	المطلب الأول: تفسير الحالات الشاذة في المفهوم السلوكي
160	الفرع الأول: الحالات الشاذة وتراجع السوق
164	الفرع الثاني: أثر الحجم والزخم وإضافة ورقة مالية جديدة
165	الفرع الثالث: أثر معنويات المستثمرين والقيمة الدفترية على عوائد الأسهم
166	المطلب الثاني: انعكاس ظاهرة الفقاعات على قرار المستثمر
166	الفرع الأول: تفسيرات النظرية المالية السلوكية لظاهرة فقاعات المضاربة في السوق
168	الفرع الثاني: فقاعات المضاربة عبر التاريخ
169	المطلب الثالث: دلائل تأثير التحيزات السلوكية على قرار الاستثمار.
169	الفرع الأول: الابحاث والدراسات السابقة في هذا المجال
171	الفرع الثاني: اسهامات المالية السلوكية في تفسير القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية
172	الفرع الثالث: مقارنة بين التمويل القياسي والسلوكي في دراسة السوق وقرار الاستثمار
207-175	الفصل الرابع: اختبار أثر المخاوف وتقلبات السوق على سلوك الاستثمار للمؤسسات
177	المبحث الأول: دراسة أثر تقلبات السوق والمخاوف على بورصتي باريس ولندن
177	المطلب الأول : تقديم عام لبورصة باريس
177	الفرع الأول: نشأة بورصة باريس
177	الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لبورصة باريس
179	الفرع الثالث: مؤشرات بورصة باريس
181	المطلب الثاني: بورصة لندن
181	الفرع الأول: نشأة وتطور بورصة لندن
181	الفرع الثاني: تنظيم بورصة لندن
183	الفرع الثالث: مؤشرات بورصة لندن
185	المبحث الثاني: قياس تأثير تقلبات السوق والمخاوف على مؤشر بورصة باريس CAC40
185	المطلب الأول : صياغة النموذج القياسي لمؤشر بورصة باريس CAC40
185	الفرع الأول: تحديد متغيرات النموذج المقترح لمؤشر بورصة باريس CAC40
188	الفرع الثاني: الدراسة الوصفية للمتغيرات لمؤشر بورصة باريس CAC40

188	المطلب الثاني: تقدير و تحليل النموذج القياسي المقترح لمؤشر بورصة باريس CAC40
188	الفرع الأول: اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمؤشر بورصة باريس CAC40
190	الفرع الثاني: تحليل الانحدار المتعدد بين متغيرات الدراسة لمؤشر بورصة باريس CAC40
191	المطلب الثالث: الدراسة الاحصائية للنموذج لمؤشر بورصة باريس CAC40
191	الفرع الأول: تشخيص النموذج لمؤشر بورصة باريس CAC40
192	الفرع الثاني: اختبار ثبات تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة باريس CAC40
193	الفرع الثالث: اختبار طبيعية الأخطاء العشوائية لمؤشر بورصة باريس CAC40
194	الفرع الرابع: اختبار الاستقرارية للنموذج لمؤشر بورصة باريس CAC40
195	الفرع الخامس : تحليل وتفسير النتائج لمؤشر بورصة باريس CAC40
196	المبحث الثالث: قياس أثر تقلبات السوق والمخاوف على مؤشر بورصة لندن FTSE 100
196	المطلب الأول : صياغة النموذج القياسي لمؤشر بورصة لندن FTSE 100
196	الفرع الأول: تحديد متغيرات النموذج المقترح لمؤشر بورصة لندن FTSE 100
198	الفرع الثاني: الدراسة الوصفية للمتغيرات لمؤشر بورصة لندن FTSE 100
198	المطلب الثاني: تقدير وتحليل النموذج القياسي المقترح لمؤشر بورصة لندن FTSE 100
198	الفرع الأول: اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمؤشر بورصة لندن FTSE 100
200	الفرع الثاني: تحليل الانحدار المتعدد بين متغيرات الدراسة لمؤشر بورصة لندن FTSE 100
201	المطلب الثالث: الدراسة الاحصائية للنموذج لمؤشر بورصة لندن FTSE 100
201	الفرع الأول: تشخيص النموذج لمؤشر بورصة لندن FTSE 100
202	الفرع الثاني: اختبار ثبات تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة لندن FTSE 100
203	الفرع الثالث: اختبار طبيعية الأخطاء العشوائية لمؤشر بورصة لندن FTSE 100
204	الفرع الرابع: اختبار الاستقرارية للنموذج لمؤشر بورصة لندن FTSE 100
205	الفرع الخامس: تحليل وتفسير النتائج لمؤشر بورصة لندن FTSE 100
212-208	خاتمة
237-213	قائمة المراجع
251-238	قائمة الملاحق

فهرس الجداول

والأشكال

فهرس الجداول والأشكال

قائمة الأشكال		
الرقم	العنوان	الصفحة
(01-01)	أقسام الأسواق المالية	7
(02-01)	تمويل الشركات وإدارة الاستثمار	16
(03-01)	أسس بناء المؤشر	57
(01-02)	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	88
(02-02)	حركة الأسعار وفق نظرية داو	94
(03-02)	سلوك أمواج إلبوت الخمسة	96
(04-02)	مدخلي التحليل الأساسي	109
(05-02)	تطور المالية السلوكية	118
(06-02)	تتبع دورة مشاعر المستثمر في السوق المالي	119
(07-02)	أثر التصفية أو التخلص من الأصول	123
(08-02)	العوامل السلوكية التي تؤثر على قرار الاستثمار	128
(01-03)	مبادئ Statement حول عملية اتخاذ القرار	140
(02-03)	مسار صنع القرار في الدماغ البشري	149
(01-04)	التوزيع الطبيعي للأخطاء بورصة باريس	194
(02-04)	نتائج اختبار استقراريه النموذج CUSUM بورصة باريس	194
(03-04)	نتائج اختبار استقراريه النموذج CUSUM OF SQUARES بورصة باريس	194
(04-04)	التوزيع الطبيعي للأخطاء بورصة لندن	203
(05-04)	نتائج اختبار استقراريه النموذج CUSUM بورصة لندن	204
(06-04)	نتائج اختبار استقراريه النموذج CUSUM OF SQUARES بورصة لندن	204
قائمة الجداول		
(01-02)	متغيرات العوامل السلوكية التي تؤثر في صنع القرار الاستثماري	129
(01-04)	ترتيب الشركات الخمسة الأولى في مؤشر CAC40 من حيث رأس المال السوقي	180
(02-04)	أهم الشركات المدرجة في بورصة لندن	182
(03-04)	ترتيب أكبر 5 حيازات من حيث القيمة السوقية لمؤشر FTSE100 ابتداء من جانفي 2021	184
(04-04)	متغيرات الدراسة بورصة باريس	187

188	الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة بورصة باريس	(05-04)
189	اختبار استقرار السلسلة ADF بورصة باريس	(06-04)
189	اختبار استقرار السلسلة pp بورصة باريس	(07-04)
190	تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى بورصة باريس	(08-04)
192	نتائج اختبار Berush Godfrey بورصة باريس	(09-04)
193	اختبار تجانس الأخطاء بورصة باريس	(10-04)
197	متغيرات الدراسة بورصة لندن	(11-04)
198	الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة بورصة لندن	(12-04)
199	اختبار استقرار السلسلة ADF بورصة لندن	(13-04)
199	اختبار استقرار السلسلة pp بورصة لندن	(14-04)
200	تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى بورصة لندن	(15-04)
202	نتائج اختبار Berush Godfrey بورصة لندن	(16-04)
203	اختبار تجانس الأخطاء بورصة لندن	(17-04)

الملخص

ملخص: من خلال هذه الدراسة نهدف إلى دراسة ووصف التحيزات المختلفة في اتخاذ قرارات الاستثمار في مجال التمويل السلوكي، محاولين تبيان أهم ما يميز هذه النظرية عن نظرية كفاءة الأسواق المالية في تفسير قرار الاستثمار، تستند هذه الدراسة أيضا إلى بعض أحدث الأعمال البحثية للحصول على نظرة عامة سريعة و التمكن من البحث في هذا المجال، حيث تم التركيز على أثر المشاعر على قرار الاستثمار من خلال اختبار مدى تأثير مؤشر الخوف و تقلبات أسعار النفط على عوائد مؤشرات أسهم كل من بورصتي باريس و لندن خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2022، وأسفرت هذه النتائج عن وجود علاقة عكسية بين تحيزات الخوف و عوائد أسهم الشركات مفسرة بذلك أثر مشاعر الخوف على قرار الاستثمار .

الكلمات المفتاحية: القرار الاستثماري، كفاءة الأسواق المالية، المالية السلوكية، سلوك المستثمر، التحيزات السلوكية.

تصنيف JEL : G11، G14، G40، G41، G10

Abstract: Through this study, we aim to study and describe the different biases in making investment decisions in the field of behavioral finance, trying to show the most important thing that distinguishes this theory from the theory of the efficiency of financial markets in explaining the investment decision. This study is also based on some of the latest research work to get an overview. It is quick and able to research in this field, where the focus was on the impact of feelings on the investment decision by examining the extent of the impact of the fear index and fluctuations in oil prices on the returns of the stock indices of both the Paris and London stock exchanges during the period from 2008 to 2022, and it resulted These results show that there is an inverse relationship between fear biases and corporate stock returns, thus explaining the effect of fear feelings on the investment decision.

Keywords: investment decision, financial market efficiency, behavioral finance, investor behavior, behavioral biases.

Jel Classification Codes : G11,G14,G40,G41, G10

حَقِّقْ

تمهيد:

تؤثر حركة الأسواق المالية على سلوك الاستثمار للمؤسسات بشكل كبير، حيث يتأثر قرار الاستثمار بالعديد من العوامل الاقتصادية والمالية، بما في ذلك الوضع العام للاقتصاد، والتوقعات الاقتصادية المستقبلية، ومستويات الفائدة، والمخاطر المرتبطة بالاستثمار، والعوامل السياسية.

ففي حالة الأسواق المالية الصاعدة والمزدهرة، يميل المستثمرون إلى زيادة استثماراتهم في الأصول ذات المخاطر العالية، مثل الأسهم وسندات الشركات الصغيرة والمشاريع الناشئة، وذلك لأنهم يرغبون في تحقيق عوائد عالية على استثماراتهم. وعلى العكس من ذلك، في حالة الأسواق المالية الهابطة، يميل المستثمرون إلى تقليل استثماراتهم في الأصول ذات المخاطر العالية والبحث عن أصول ذات مخاطر أقل، مثل السندات الحكومية والسندات الاستثمارية عالية الدرجة، وذلك لتقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار.

ومن المهم أن نشير إلى أن سلوك الاستثمار للمؤسسات يتأثر بالأسواق المالية بشكل مباشر وغير مباشر، فمثلاً في حالة الأسواق المالية الهابطة يمكن أن يؤدي ذلك إلى تراجع الثقة في الاقتصاد وبالتالي تراجع الإنفاق وتباطؤ النمو الاقتصادي، مما يؤثر على أداء المؤسسات واستثماراتها في المستقبل. كما أن تأثير الأسواق المالية على سلوك الاستثمار للمؤسسات يمكن أن يتأثر بشكل كبير بطبيعة النشاط الاقتصادي الذي تعمل فيه المؤسسات، وكذلك بحجمها وهيكلها

لقد حاولت العديد من النظريات تفسير السوق حيث أشارت نظرية كفاءة الأسواق المالية في تفسيرها لفعالية السوق بأن الأسعار تعكس جميع المعلومات المتاحة بشكل كامل ودقيق، وأنه لا يمكن تحقيق عوائد إضافية من خلال محاولة التنبؤ بالأسعار أو الاستفادة من الأخبار الجديدة والمعلومات المتاحة.

وعندما يتعلق الأمر بسلوك الاستثمار للمؤسسات، فإن نظرية كفاءة الأسواق المالية تقترح أنه لا يمكن للمؤسسات تحقيق أي ميزة تنافسية من خلال تحليل الأسعار ومحاولة توقعها، ولا يمكن لها تحقيق عوائد إضافية من خلال الاستثمار في الأسهم التي تتوقع أن تتفوق على المتوسط.

وعوضاً عن ذلك، تقترح النظرية أن المؤسسات يمكنها تحقيق العوائد العادلة من خلال التنوع الجيد للاستثمارات، واختيار الأصول المناسبة وفقاً لأهدافها ومخاطرها المحتملة. كما تشير هذه النظرية إلى أن المؤسسات التي تحاول تحقيق عوائد أعلى من المتوسط عبر الاستثمار في الأسهم ذات القيمة المضافة

يجب أن تكون قادرة على إظهار مزايا تنافسية أخرى، مثل المعرفة الخاصة بالصناعة أو القدرة على إدارة النقدية بشكل فعال.

غير أن الأزمات التي شهدتها العالم عبر التاريخ دفعت إلى التشكيك في صحة افتراضات نظرية كفاءة الأسواق المالية لعجزها عن تفسير بعض الظواهر و الانحرافات السوقية مما أدى إلى ظهور تيار جديد في الفكر المالي و الذي يعرف بالنظرية المالية السلوكية التي تحاول تفسير سلوك المستثمرين في سوق الأوراق المالية، حيث تعتمد هذه النظرية على فرضية بأن المستثمرين في السوق ليسوا عقلانيين تماما في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وإنما يتأثرون بعوامل نفسية واجتماعية وحتى النفسية العامة للسوق.

وبموجب هذه النظرية، فإن المستثمرين يتخذون قراراتهم الاستثمارية بناء على توقعاتهم لمستقبل السوق، وهذه التوقعات يمكن أن تتأثر بشكل كبير بالعوامل النفسية مثل الخوف والطمع والتفاؤل والتشاؤم وعلى هذا الأساس، فإن النظرية المالية السلوكية تؤكد على أن المستثمرين يميلون إلى الانحياز نحو الأسهم التي تحظى بشعبية كبيرة وتحقق أداء جيد في الماضي، وهذا الانحياز يمكن أن يؤدي إلى تضخم الأسعار وتحريك السوق إلى الارتفاعات والانخفاضات المفردة.

بالإضافة إلى ذلك، فإن النظرية المالية السلوكية تؤكد على أن المستثمرين يميلون إلى تجنب المخاطر بشكل كبير، وهذا الانحياز يمكن أن يؤدي إلى عدم استثمار الأموال في الأسهم ذات العوائد العالية والمخاطر الكبيرة، وبدلاً من ذلك يميلون إلى استثمار الأموال في الأصول ذات المخاطر المنخفضة مثل السندات الحكومية.

إن التحيزات السلوكية هي ميزة يتمتع بها البشر حيث يميلون إلى اتخاذ القرارات بناء على افتراضات وتوقعاتهم الشخصية والعواطف بدلا من البيانات الحقيقية والمعلومات الواقعية حيث يمكن أن يؤدي هذا التحيز إلى قرارات غير مرغوبة أو غير فعالة عندما يتعلق الأمر بالاستثمار.

بناء على ما سبق ذكره يمكن صياغة السؤال الرئيسي التالي:

ماهي العوامل المؤثرة في اتخاذ قرار الاستثمار للمؤسسات ؟

وتتفرع عن السؤال الرئيسي أسئلة فرعية نسعى للإجابة عنها هي كما يأتي:

1- هل يتم اتخاذ قرار الاستثمار بناء على المعلومات الواردة إلى السوق ؟

2- هل تؤثر التحيزات السلوكية للمستثمرين على قرار الاستثمار؟

3- كيف يمكن تفسير انعكاس تقلبات الأسواق على قرار الاستثمار ؟

4- هل تؤثر العوامل النفسية للمستثمرين على عوائد مؤشرات أسهم بورصتي باريس و لندن ؟

فرضيات البحث

للإجابة على التساؤلات السابقة المطروحة، تم صياغة الفرضيات التالية:

- يكون قرار الاستثمار مرتبط بمدى كفاءة الاسواق المالية
- تؤثر مشاعر المستثمرين في عملية اتخاذ قرار الاستثمار
- يتم تفسير العلاقة بين الأسواق المالية و سلوك المستثمر بناء على الظواهر الشاذة في السوق.
- تؤثر مشاعر الخوف لدى المستثمرين سلبا على عوائد مؤشرات أسهم بورصتي باريس و لندن.

أهمية الدراسة

يكتسي موضوع البحث أهمية بالغة باعتبار أن دراسة سلوك الاستثمار من الموضوعات المهمة في الأسواق المالية ، حيث تساعد على فهم كيفية تأثير العوامل المختلفة على سلوك المستثمرين وتقييم النتائج التي تنتج عن ذلك التأثير لفهم أفضل للعوامل المؤثرة على سوق المال، إذ تساهم هذه الدراسة في تحديد العوامل المؤثرة على أداء الأسواق المالية وتحليل تأثير هذه العوامل على سلوك المستثمرين.

كما تمكن من تحسين صنع القرارات الاستثمارية، حيث أن الفهم الجيد لسلوك المستثمرين يساعد على تحسين صنع القرارات الاستثمارية، و يساعد المستثمرين على تحسين رؤيتهم وإدارة مخاطرهم بشكل أفضل

تحسين أداء الأسواق المالية: تساعد دراسة "أثر مالية الأسواق على سلوك المستثمر" في تحسين أداء الأسواق المالية، حيث يمكن للسلطات المعنية بالرقابة والإدارة أن تستند إلى نتائج هذه الدراسات لتحديد السياسات المناسبة التي تحفز المستثمرين وتدعم نمو الأسواق المالية و التحسن من كفاءتها.

الهدف من الدراسة: نسعى من خلال هذه الدراسة إلى ما يلي:

تعد دراسة سلوك المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري جزءا أساسيا من دراسة علم الاقتصاد السلوكي والمالي، والهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو فهم وتحليل العوامل التي تؤثر على قرارات المستثمرين في الأسواق المالية وكيفية تأثيرها على أداء المحفظة المالية للمستثمر.

ومن خلال دراسة سلوك المستثمر، يمكن للمحللين الماليين والمستثمرين الفهم الأفضل للكيفية التي يتعامل بها المستثمرون مع الأسواق المالية وما يؤثر على قراراتهم. كما يساعد هذا النوع من الدراسات على تحسين فهم السوق وتوقع الاتجاهات المستقبلية في الأسواق المالية.

بالإضافة إلى ذلك، يساعد فهم سلوك المستثمر في اتخاذ القرار على تحديد العوامل التي تؤثر على عمليات البيع والشراء في الأسواق المالية، والتي يمكن أن تؤثر على الأسعار والتقلبات في الأسواق المالية.

كما نسعى من خلال هذه الدراسة إلى دراسة انعكاس سلوك المستثمر على عوائد مؤشرات أسهم الشركات الناشطة في الأسواق المالية

المنهج المتبع

للإجابة عن إشكالية البحث والتحقق من الفرضيات المقترحة اخترنا المنهج الوصفي في الجانب النظري من الدراسة أما الجانب التطبيقي سنعتمد فيه على المنهج الكمي عن طريق استعمال الأدوات الإحصائية و القياسية بهدف قياس أثر تقلبات السوق ومخاوف المستثمرين على عوائد مؤشرات بورصتي باريس و لندن عن طريق الانحدار المتعدد باستخدام برنامج الدراسات الإحصائية Eviews12.

حدود الدراسة

تم التركيز في بحثنا هذا على تأثير تقلبات السوق و مخاوف المستثمرين على عوائد مؤشرات أسهم بورصة باريس CAC40 و مؤشر أسهم بورصة لندن لمجموعة الفايننشال تايمز البريطاني FTSE100 خلا الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2022.

الدراسات السابقة

لقد تمت دراسة هذا الموضوع من خلال الدراسات السابقة التي تناولت فصول هذا الموضوع، ومن بين الدراسات السابقة التي اعتمدنا عليها ما يلي:

1- دراسة Statman التي نُشرت في عام 1995 تناولت موضوع التمويل السلوكي و التي قدمت بحثا عميقا حول كيفية تأثير العوامل النفسية والسلوكية على قرارات الاستثمار وتداول الأوراق المالية، حيث قامت الدراسة بتحليل بيانات حول أداء الأسهم على مدى 50 عامًا ورصدت بعض الظواهر السلوكية المهمة التي تؤثر على قرارات المستثمرين، مثل التأثير الكبير للتقارير الإعلامية والتأثيرات النفسية الإيجابية والسلبية.

وقد أظهرت الدراسة أن الأسواق المالية ليست دائمًا فعالة وأن العوامل النفسية يمكن أن تؤثر على تقييم الأصول المالية، وبما أن المستثمرون يتأثرون بالعوامل النفسية والسلوكية، فإنه يجب عليهم اتخاذ قرارات استثمارية بحذر وعدم الاعتماد على الحسابات الرياضية والتحليل الفني فقط.

ومن أهم النتائج التي حققتها دراسة Statman هي أن المستثمرون يميلون إلى تفادي المخاطر الكبيرة في الأسواق المالية ويتفادون الخسارة بشكل أكبر مما يتوقعون، كما أنهم يتأثرون بشدة بالمعلومات الجديدة والتقارير الإعلامية، ويميلون إلى اتخاذ القرارات بناءً على العواطف والانطباعات المفردة

2- دراسة Fama و French (1998) كانت حول موضوع كفاءة السوق والعائدات الطويلة الأجل والتمويل السلوكي وتحليل أثره على قيم الأسهم وعوائد الأسهم، ومن خلال تحليل البيانات في الدراسة تبين أن العوائد الطويلة الأجل للأسهم تميل إلى العودة إلى متوسطها الطبيعي بشكل أسرع مما ينبغي وفقاً لنموذج كفاءة السوق الكلاسيكي، ووفقاً للدراسة، يمكن تفسير هذا الظاهرة بواسطة نموذج التمويل السلوكي، الذي يفترض أن المستثمرين يعتمدون على المعلومات المتاحة لديهم وسلوك السوق في اتخاذ قرارات الاستثمار، وبالتالي يتأثر سعر الأسهم بالعواطف والمشاعر بدلاً من القيم الحقيقية للشركات ، وتوصلت الدراسة إلى أنه يمكن لنموذج التمويل السلوكي أن يشرح بشكل جيد بعض الظواهر التي لم يتم تفسيرها بواسطة نموذج كفاءة السوق الكلاسيكي، وأنه يمكن استخدام هذه النتائج في تحسين استراتيجيات الاستثمار.

3- تطرق كل من S.P. Kothari , Jonathan Lewellen and Jerold B. Warner سنة (2006)، إلى دراسة رد فعل سوق الأسهم على أخبار الأرباح الإجمالية. و التي جاءت للتأكد من صحة نتائج الأبحاث السابقة التي أظهرت أن الشركات الفردية ، تتفاعل أسعار الأسهم الخاصة بها بشكل إيجابي مع أخبار الأرباح ولكنها تتطلب عدة أرباح لتعكس المعلومات بالكامل في الأرباح، غير أن هذه الدراسة أوجدت نمطاً مختلفاً إلى حد كبير في البيانات المجمعة، حيث أسفرت الدراسة عن عدم وجود علاقة للعائدات بالأرباح السابقة ، مما يشير إلى أن الأسعار لا تتأثر في رد الفعل ولا تتأثر في رد فعلها على أخبار الأرباح المجمعة و أن العوائد الإجمالية ترتبط ارتباطاً سلبياً بالأرباح المتزامنة كما توصلت الدراسة إلى دليل جديد وهو أن صدمات معدل الخصم تفسر جزءاً كبيراً من إجمالي عوائد الأسهم.

4- دراسة WOOK SOHN and HYOYOUN PARK (2013) التمويل السلوكي: دراسة استقصائية للأدب والتطور الحديث، تلخص هذه الدراسة مختلف الدراسات الحديثة في التمويل السلوكي ، لا سيما فيما يتعلق بالشذوذ في السوق وسلوك المستثمرين و التي لا تتوافق مع نماذج التمويل التقليدية، كما قدمت هذه الدراسة إحصاءات حول الاتجاهات الحديثة التي يتم استكشافها في أوراق التمويل السلوكي

حيث توسع نطاق البحث ليشمل دراسات حول الأسواق المالية الكورية ، وإدخال أموال محددة باستخدام تقنيات التمويل السلوكي ، ومناقشة التحديات التي تواجه التمويل السلوكي.

5- الدراسة التي قام بها كل من **حسين وليد حسين وابتهاال خضير و عبد الناصر علك حافظ**، سنة (2013) و التي كان الغرض منها التعرف على اهم العوامل التي من الممكن ان تؤثر في ترشيد قرارات الاستثمار التي يقوم بها المستثمرون في أسواق الأوراق المالية ، وقد استعمل برنامج SPSS في الدراسة لجمع البيانات لعينة تتكون من 47 مستثمر في سوق العراق للأوراق المالية و أسفرت النتائج عن تأثير العوامل الداخلية و الخارجية في قرار الاستثمار مع تقديم الدراسات لتوصيات تمثلت في ضرورة قيام الجهات المسؤولة عن سوق العراق بتوفير كافة المعلومات عن السوق و التي من شأنها ترشيد قرار الاستثمار .

6- قام كل من **Utku Uygur and Oktay Tas (2014)** ببناء نموذج لتقييم آثار معنويات المستثمرين على التقلبات المشروطة من خلال قياس آثار صدمات طلب متداول الضجيج على العوائد والتقلبات حيث تم استخدام نموذج EGARCH لتحديد ما إذا كان لمعنويات المستثمرين تأثير أكبر على الشرط، تم استخدام حجم التداول الأسبوعي في بورصة اسطنبول 100 كوكيل لمشاعر المستثمرين و تم العثور على أدلة مهمة على أن التغيير في معنويات المستثمرين له تأثير أكبر على التقلبات المشروطة لمؤشرات الصناعة والبنوك والأغذية والمشروبات عند مقارنتها بقطاعات أخرى مثل التجزئة أو الاتصالات الهاتفية.

7- حاولت دراسة **Perez-Liston et al. (2016)** البحث عن العلاقة بين مشاعر المستثمرين و تقلب عوائد مؤشر داوجونز خلال الفترة من 1996 إلى غاية 2012 في سوق مالية اسلامية وذلك باستخدام نموذج GARCH و نماذج VAR حيث اسفرت الدراسة عن وجود ترابط ايجابي بين عاطفة المستثمرين و عوائد محفظة السوق المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية .

8- أجرى كل من **Imran Ume & Raja Rehan** دراسة سنة (2017) عن تأثير التحيزات السلوكية المتمثلة في التحيزات المعرفية والعاطفية على قرارات المستثمرين في البورصة الباكستانية. تم جمع البيانات من عينة من 385 مستثمرًا ناشطًا في سوق الأسهم من خلال استبيان و توصلت النتائج إلى أن خمسة تحيزات سلوكية (مثل الترسخ ، والنفور من المخاطرة ، والثقة الزائدة ، والتمثيل والنفور من الأسف) لها تأثير إيجابي وهام على قرارات المستثمرين في باكستان، على العكس من ذلك ، فإن اثنين من التحيزات السلوكية (أي المحاسبة العقلية والتوافر) ليس لهما تأثير مهم إحصائيًا على قرارات

المستثمرين، كما تشير النتائج إلى أن العوامل السلوكية لها تأثير عميق على قرارات المستثمرين حسب منظرو التمويل السلوكي.

9- قام كل من **بوعجمي عبدالقادر و بوجرفة بناصر و غالمي الطيب (2019)** بتسليط الضوء على العوامل السلوكية المؤثرة على القرارات المالية للمستثمرين في مجموعة من الأسواق المالية وكانت النتائج المتوصل إليها بأن مختلف العوامل والتحيزات المدروسة تؤثر في عملية اتخاذ القرارات المالية للمستثمرين، إلا أن عامل القطيع وتحيز الثقة المفرطة من نظرية الاستدلال يتصدران قائمة العوامل والتحيزات السلوكية المؤثرة في مختلف الأسواق المالية.

10- توصلت دراسة **Geetika Madaan and Sanjeet Singh** سنة (2019) إلى أن سلوك المستثمر الفردي يتأثر بشكل كبير بمختلف التحيزات التي تبرز في تزايد الانضباط في تمويل السلوك، حيث تمت مراجعة أربعة تحيزات سلوكية وهي الثقة المفرطة والتثبيت وتأثير التصرف وسلوك القطيع عن طريق تصميم استبيان يتكون من 243 عينة جمعت من عند مستثمرين و أظهرت النتائج أن الثقة المفرطة وسلوك القطيع لهما تأثير إيجابي كبير على قرار الاستثمار و خلصت النتائج الإجمالية إلى أن المستثمرين الأفراد لديهم معرفة محدودة وأكثر عرضة لارتكاب أخطاء نفسية، وتشير نتائج الدراسة أيضا إلى وجود هذه التحيزات السلوكية الأربعة في قرارات الاستثمار الفردية.

11- قام كل من **Parveen Ahmed Alam & Kaushik Kundu & Joyita Banerji** سنة (2020) بإجراء دراسة حول أثر مشاعر المستثمرين على عوائد الأسهم و بينت هذه الدراسة أن المشاعر بإمكانها أن تؤثر بين المستثمرين على عوائد الأسهم ، و أن الأسهم التي يفضلها مستثمرو التجزئة حساسة حتى للتغيرات الطفيفة في معنويات المستثمرين، كانت تهدف هذه الدراسة إلى تعميق البحث في التحقيق فيما إذا كانت مجموعات النفور والمحاسبة العقلية والتحيزات السلوكية والتفسيرية المقترحة صحيحة في الواقع.

12- دراسة كل من **Hicham MESK et My Hicham SNINEH** (2021) و التي جاءت لتبين الفرق بين التمويل القياسي و السلوكي بعد أن أظهر التمويل القياسي حدودًا معينة ، لا سيما فيما يتعلق بتفسير أو حتى التنبؤ بالاختلالات في أسواق الأوراق المالية ، فإن التمويل السلوكي يقدم زاوية نظر إضافية من خلال دمج سيكولوجية المستثمرين كمكمل لتحليل مثل هذه الأحداث، حيث كان الهدف منها تزويد الباحثين الماليين بمراجعة الأدبيات التي تغطي أكبر عدد ممكن من الجوانب ، ولا سيما التقلب والعقلانية وكذلك التحيزات والاستدلال. كما تطرقت هذه الدراسة إلى مساهمات التمويل السلوكي.

13- الدراسة التي نشرت في (2022) لكل من نعاس صلاح الدين و بوحفص إبتهاال، حول كيفية تأثير مشاعر المستثمرين على عوائد مؤشر سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2012-2022، باستخدام نماذج GRACH الأحادية و المتعددة على البيانات اليومية ، و التي توصلت إلى وجود ارتباط شرطي ديناميكي سالب وذو دلالة إحصائية بين مشاعر المستثمرين وتقلبات عوائد مؤشر سوق الأسهم السعودي.

أما ما تضيفه الدراسة الحالية فهو:

الاستمرار في دراسة ما تم التوصل إليه من نتائج في الدراسات السابقة مع محاولة تفسير أثر مشاعر المستثمرين على عوائد مؤشرات الشركات المدرجة في بورصتي باريس و لندن خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2022 و تبيان العلاقة التي تربط بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشر الخوف ومؤشر تقلبات أسعار النفط والمتغيرات التابعة المتمثلة في مؤشر كاك 40 ومؤشير فينشال تامينز 100.

أقسام البحث

لمعالجة هذا البحث تم تقسيمه إلى أربعة فصول يتم في الفصل الأول عرض الجانب النظري المتعلق بالأسواق المالية و أنواعها في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فيتناول أهمية الأسواق المالية ومكوناتها الأدوات المالية المتداولة فيها وأهم المتدخلون فيها، بينما يدرس المبحث الثالث آليات التعامل في سوق الأوراق المالية بالتطرق إلى العمليات التي تتم في السوق وطرق تسعيرها، بناء المحافظ الاستثمارية وتنوعها، مؤشرات الأسواق المالية و مخاطر الأوراق المالية.

أما الفصل الثاني يتم فيه التطرف إلى النظرية المالية التقليدية مقابل النظرية المالية السلوكية و تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، يتناول المبحث الأول نظرية كفاءة الأسواق المالية بالتطرق إلى أهم النظريات المفسرة لكفاءة السوق أما المبحث الثاني فيدرس النظريات المفسرة لتحليل السوق حسب منظور النظرية القياسية بينما يتحدث المبحث الثالث عن النظرية المالية السلوكية من خلال عرض المقاربات المفسرة لها والنماذج المفسرة لها.

في الفصل الثالث يتم دراسة العلاقة التي تربط مالية الأسواق بالتحيزات السلوكية و أثرها على قرار الاستثمار و تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث يتم في المبحث الأول عرض تأثير انعكاسات العوامل السوقية على سلوك المستثمر في اتخاذ القرار في حين يدرس المبحث الثاني أثر التحيزات

السلوكية على قرار الاستثمار أما المبحث الثالث فيتناول تفسير أهم التشوهات الموسمية المؤثرة في سلوك المستثمر.

أما بالنسبة للفصل الرابع الذي تم تخصيصه للجانب التطبيقي لهذه الدراسة من خلال التطرق لاختبار أثر تقلبات السوق و المخاوف على عوائد مؤشرات أسهم بورصتي باريس و لندن عن طريق صياغة نموذج قياسي لكل منهما و اختبار أثر مؤشري الخوف و تقلبات أسعار النفط على مؤشري CAC40 و FTSE100.

الفصل الأول

الإطار النظري

للأسواق المالية

تمهيد

تعتبر الأسواق المالية المحرك الرئيسي للتنمية الاقتصادية في كل اقتصاديات العالم وأداة تمويلية هامة للمؤسسات والشركات الاقتصادية التي هي بأمس الحاجة إلى مصادر التمويل، حيث تعتبر الأسواق المالية القناة التي تسمح لأصحاب العجز المالي من الحصول على التمويل اللازم من عند أصحاب الفائض لتوظيف أموالهم والرفع من رؤوس أموالهم عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية .

تساعد الأسواق المالية على توزيع الأموال بين الأشخاص والشركات والحكومات بشكل أكثر فعالية وأسهل، إذ تسمح للمستثمرين من الوصول إلى الموارد اللازمة لإنجاز المشروعات والتنمية، وتسمح للشركات بإيصال الأرباح إلى المستثمرين، عندما تعمل الأسواق المالية بشكل سليم، تساعد على تحسين عملية الاستثمار وتزيد من الثقة لدى المستثمرين، مما يسمح باتخاذ القرارات الاستثمارية بناء على معطيات السوق، وبهدف دراسة و توضيح أهمية الأسواق المالية و أثرها على قرار الاستثمار للمؤسسات تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث يتم من خلال المبحث الأول التطرق إلى تعريف الأسواق المالية و تقسيماتها، ثم يتم المرور في المبحث الثاني إلى الأهمية التي تلعبها الأسواق المالية والمتدخلون فيها وأهم الأدوات المالية المستعملة فيها، و في الأخير يتم التطرق في المبحث الثالث إلى آليات التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال التطرق إلى مختلف العمليات المنجزة في السوق وطرق تسعير مختلف الأدوات المالية مع التطرق إلى كيفية بناء المحافظ الاستثمارية، طرق قياسها و المخاطر المحيطة بها.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

الأسواق المالية هي المكان الذي يسمح بتداول الأسهم والسندات والعملات وغيرها من الأصول المالية، إذ تعمل الأسواق المالية على توفير منصة لتداول هذه الأدوات المالية بين مختلف الفاعلين في السوق، كما تهدف إلى توفير فرصة للمستثمرين للحصول على الربح عند بيع الأصول بأسعار أعلى، حيث يجب على المستثمر أن يكون مدركاً للمزايا والمخاطر المتعلقة بهذا النوع من الاستثمار، ويجب عليه أن يتأكد من أن توزيع رأس المال الخاص به يتناسب مع مؤشرات المخاطر والأهداف الشخصية.

1. مفاهيم حول الأسواق المالية

1.1 ماهية الأسواق المالية

1.1.1 مفهوم الاستثمار و المستثمر

يعرف الاستثمار على أنه توظيف الأموال المتاحة في أصول متنوعة للحصول على تدفقات مالية أكثر في المستقبل¹. أما المستثمر بوصفه كائناً اجتماعياً لا يستطيع أن يعزل نفسه عن المجتمع الذي يعيش فيه، أو أن يمنع مشاعره و أحاسيسه من التأثير بالظروف و العوامل التي تسود البيئة المحيطة به، و لا شك أن نجاح قرار الاستثمار يتطلب من المستثمر تفهم ظروفه النفسية و المالية و مدى استعداده لمواجهة الأخطار المحتملة التي قد تؤثر على أداء السوق².

2.1.1 مفهوم الاستثمار المالي

هو حياة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم أو سند أو شهادة إيداع... إلخ، يعطي الحق لحاملها في المطالبة بالأرباح أو الفوائد و الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأصول المالية. ويهدف المستثمر إلى اختيار الأصول المالية التي تعظم العائد المتوقع لمستوى مخاطر معين، أو تقلل الخطر إلى الحد الأدنى لعائد متوقع مطلوب³.

يعرف الباحث الاستثمار المالي على أنه ذلك التخصيص الذي يتخذه الشخص للإستعمال المال الخاص به بهدف تحقيق مكاسب في مدة زمنية محددة، يتضمن الاستثمار المالي العديد من الخيارات، مثل الأسهم و

¹ حسبية عليوات ، يوسف قاشي، سياسة الاستثمار في الجزائر- دراسة تحليلية تقييمية، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 06 العدد02، 2020 ص:274.

² حسين وليد حسين، ابتهاج طالب خضير، م.د. عبدالناصر علك حافظ ، قرارات الاستثمار و العوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الاوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية و مالية- المجلد الثامن- العدد22- الفصل الأول- جامعة بغداد-2013،ص: 229.

³ أحلام برحايلى بزبير عياش، أثر العائد و المخاطرة على الاستثمار في الأوراق المالية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2012-2016، مجلة حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية و الانسانية، العدد 20، 2017، ص381.

السندات، العقود الآجلة والأصول الثابتة والعقارات وغيرها، ويختلف رأس المال المطلوب للإستثمار في كل أصل مالي، و يكون معرض للمخاطر لذلك يجب على المستثمر أن يكون على علم بكافة الأشياء المتعلقة بالأصل المالي الذي يختاره ويتأكد من خلوه من المخاطر .

3.1.1 تعريف الأسواق المالية

تختلف التعاريف الخاصة بالأسواق المالية ، حيث لا يمكن تحديد تعريف دقيق لكونها عرضت من عدة باحثين و أكاديميين و سيتم التطرق إلى بعض التعاريف التي يمكن أن تعطي لنا فكرة واضحة عن الأسواق المالية وهي كما التالي:

الأسواق المالية أو كما يطلق عليها الاقتصاديون اسم سوق الأوراق المالية أو سوق الأسهم و السندات أو سوق رأس المال و لها مدلول واحد، و من الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية بورصة الأوراق المالية¹. وهي تلك الآلية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه ادخارات الشركات والحكومات و الأفراد على مختلف أوجه الاستعمال الانتاجية وغير الانتاجية².

تعتبر أسواق رؤوس الأموال أداة هامة في تقويم اقتصاد أي دولة، وعنصرا أساسيا في تقويم الشركات والمشروعات وتلعب دورا حيويا في تعبئة المدخرات والموارد وتهيئتها للاستثمار وبعث الحيوية في القطاعات الاقتصادية المختلفة وتحريك عجلة النمو الاقتصادي، كما أنها تعمل على جذب الاستثمارات الأجنبية والوطنية المهاجرة، فضلا على أن برامج الإصلاح الاقتصادي تتوقف على مدى وجود سوق رؤوس أموال منتظمة ونشطة تعمل على تنمية وتوسيع نطاق التعامل بالأوراق المالية³.

يتم من خلال الأسواق المالية نقل الموارد بكفاءة من أصحاب الموارد العاطلة إلى غيرهم ممن لديهم حاجة ملحة إليها، وذكر رسميا أن الأسواق المالية توفر قنوات لتخصيص مدخرات للاستثمار. وهي توفر مجموعة متنوعة من الأصول للمدخرين فضلا عن الأشكال المختلفة التي يستطيع فيها المستثمرون جمع الأموال وبالتالي فك الارتباط بين أعمال الادخار والاستثمار. فالمدخرون والمستثمرون مقيدون ليس بقدراتهم الفردية ، بل بقدرة

¹ عبد الحفيظ خزان، الأسواق الاوراق المالية الناشئة في الدول النامية دراسة: مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1194 إلى 2016. مجلة الاقتصاد الصناعي ، العدد 12، (03) 2017، ص:95.

² بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية(تقييم الأسهم و السندات)، دار علي بن زيد للطباعة و النشر، الطبعة الأولى، بسكرة،الجزائر، 2019، ص:20.

³ عياش زبير ، برحايلى أحلام، أثر الحوكمة في تفعيل القرار الاستثماري في أسواق رؤوس الأموال، مجلة البشائر الاقتصادية المجلد 4، العدد1، 2018، ص: 241.

الاقتصاد، على الاستثمار والادخار على التوالي. وبالتالي، فإن الأسواق المالية تسهم في التنمية الاقتصادية بقدر ما تعتمد على معدلات الادخار والاستثمار¹.

و بالتالي تعتبر الأسواق المالية حلقة وصل بين طرفي التعامل فيها، و هم المدخرون و المستثمرون ، حيث تتمثل الوظيفة الاساسية للأسواق المالية في جذب و تجميع المدخرات من الأطراف والفئات المدخرة، التي ترغب بالاستثمار وتسمى بالوحدات ذات الفائض التمويلي، و توجيهها إلى فئات العجز التي هي بحاجة للأموال لغرض الاستثمار، وتسمى بالوحدات ذات العجز التمويلي، ويتم ذلك من خلال مؤسسات مختصة تعمل كوسيط بين المجموعتين و التي يطلق عليها، الوسطاء الماليون².

تعقد في الأسواق المالية صفقات في الأوراق المالية أو الأدوات المالية والخدمات المالية. وقد يصنف تصنيفا متنوعا على أنه أسواق أولية وثانوية، وأسواق المال وأسواق رأس المال، والأسواق المنظمة وغير المنظمة، والأسواق الرسمية والموازية والأسواق الخارجية والمحلية. وتوفر السوق المالية الأموال وإمدادات رأس المال للشاغل الصناعي، فضلا عن تعزيز عادات الادخار والاستثمارات لدى الجمهور. في الرقابة البسيطة على السوق المالية هي سوق تتعامل مع مختلف الأدوات المالية (الأسهم والسندات، وأذون الخزانة، والفواتير التجارية، وما إلى ذلك) والخدمات المالية (الأعمال المصرفية التجارية، والتأمين، وما إلى ذلك)³. وهي آلية لانتقال الأموال بين المقرضين أصحاب المدخرات و المقترضين الراغبين في توظيف هذه الأموال. فمن خلال هذه السوق يتم تجميع مدخرات الملايين من البشر، و تحويلها إلى أيدي المقترضين و الذين تتجاوز احتياجاتهم للأموال مقدار ما يملكونه منها. و هي قنوات يستطيع من خلالها أولئك الذين لا ينفقون كل دخلهم وضعه تحت تصرف أولئك الذين يتجاوز إنفاقهم حجم دخلهم⁴.

و يعرف الباحث الأسواق المالية على أنها مجموعة من المنصات التي تمكن الأشخاص والشركات من عرض وبيع وشراء الأسهم و السندات والأوراق المالية الأخرى على الأساس التعاوني وذلك بهدف تحقيق الربح عن طريق الاختيار بين الأصول المختلفة.

¹ Ashok Ganguly Chairmann Introduction Of Financial Marketm Part 1 For Class Xi M First Edidtion ,Cbse, India,2007,P:2

² شافية كتاف، دور الادوات المالية الاسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الاسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية و الاسلامية أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، 2013-2014، ص:8.

³ C.Paramasivan, T.Subramanian, Financial Management, New Age Internationa,2009, P 245.

⁴ سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، الطبعة الاولى، القاهرة، مصر، 2005، ص:20.

تشكل الأسواق المالية الأساس الأساسي لإدارة أموال الأشخاص والشركات، وهي عبارة عن حلقة وصل بين أصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي، وتشكل فرصة جيدة للمستثمرين لتحقيق الأرباح عن طريق عرض وشراء الأوراق المالية.

2.1 نشأة الأسواق المالية

إن فكرة إنشاء الأسواق المالية قديمة جداً، فقد مرت بالعديد من التطورات و التغييرات التي طرأت على عالم الاقتصاد والمال في العالم حتى وصلت إلى ما هي عليه الآن، وقد بدأ تنفيذ فكرة الأسواق المالية على مستوى العالم في أوروبا وتحديداً في القرن الخامس عشر في بلدة (بروج) البلجيكية، عندما كان التجار يجتمعون لتبادل الصفقات أمام القصر المصرفي (Vander burse) فان دير بورصيه، وقد تطورت حركة التبادل هذه لتأخذ اسم العائلة صاحبة القصر إلى أن أصبحت كلمة بورصة (Bourse) تطلق على سوق تداول الأوراق المالية¹.

إن تاريخ السوق المالية يكشف لنا نشوء هذه الأسواق وتطورها، حيث جاء نتيجة انعكاسات للظروف و الاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها فنشوء تلك الأسواق لم يكن من قبيل الصدفة و إنما كان لمقتضيات التطور التجاري و الاقتصادي في تلك البلدان، ففكرة تلك الأسواق ظهرت منذ أن فكر الإنسان باستغلال مدخراته وساعد على ذلك التطور العلمي ونشوء الشركات ذات الفوائض من خلال تلك الأسواق².

3.1 مراحل تطور الأسواق المالية

لم تنشأ أسواق الأوراق المالية بأنظمتها وهياكلها وإدارتها الحالية بصورة فجائية بل مرت بمراحل يمكن عرضها كما يلي³:

1.3.1 مرحلة إنشاء بورصات البضائع

أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304م، وبعد ذلك أنشأت بورصة أمستردام للبضائع عام 1608م، فكانت مركزاً للسوق الآجلة للبضائع .

¹ أحمد الفريخ، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الاسهم السعودية، مجلة الحقوق و العلوم الانسانية-دراسات اقتصادية- المجلد 3، العدد 3، 2009 ص:184.

² رباح خوني، عيسى حجاب، مساهمة الأسواق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل سياسة التحرر المالي (دراسة حالة السوق المالي الأردني، مجلة اقتصاديات الأعمال و التجارة ، المجلد 1، العدد 1، 2016، ص:39.

³ دلال بن سميحة، جهاد بوضياف، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2005-2014)، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية ، المجلد 3، العدد 1، 2017، ص: 215.

2.3.1 مرحلة التعامل بالأوراق التجارية

بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكمبيالات والسحوبات الأذنية حيث أوجد الملك فليب الأشقر مهنة سمسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول، وفي إنجلترا سنة 1688م، كان التعامل يتم في سندات الائتمان، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست في سنة 1599م .

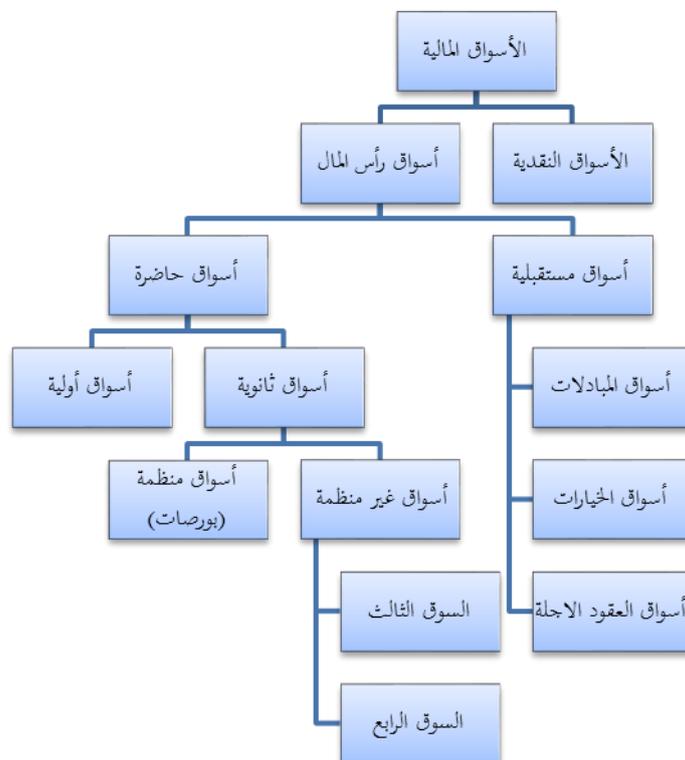
3.3.1 مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها

صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فبنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية ورواج التعامل بالأوراق المالية من ناحية أخرى، أُملي قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، ومن البورصات المشهورة في العالم والتي استقلت بنظمها ومبانيها في وقت مبكر بورصة لندن ونيويورك وطوكيو.

2. تقسيمات الأسواق المالية

تنقسم الأسواق المالية إلى عدة أقسام كما هي مبينة في الشكل التالي وسيتم التطرق إليها بالتفصيل

شكل رقم (01-01) أقسام الأسواق المالية



من اعداد الباحث بالاعتماد على كتاب بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية (تقييم الأسهم والسندات) 2019، ص:22.

1.2 السوق النقدي

1.1.2 تعريف السوق النقدي

يعرف سوق النقد على أنه سوق القروض القصيرة الأجل جداً، و هو سوق التعامل بين البنوك و الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي من آجال العمليات المدينة و الدائنة للمؤسسات الائتمانية ، حيث تقوم البنوك باستثمار فوائضها لدى هذه السوق كما تحصل منه على القروض اللازمة استنادا إلى وضعية احتياطاتها لدى البنك المركزي.¹ و هي الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأصول المالية قصيرة الأجل، وهي عادة لا تتعدى السنة الواحدة.² وهي السوق التي تتخصص في الأدوات قصيرة الأجل و التي تتمتع بقدر عال من السيولة، و يمكن تسيلها فور عرضها للبيع و بأدنى قدر من الخسائر.³

وهو السوق الذي تتم فيه معاملات تقوم على منح الائتمان لمن يحتاج، سواء كانت الحكومة أو الأفراد، لمدة لا تتجاوز السنة، و يتولى الجهاز المصرفي ممثلاً في البنك المركزي و البنوك التجارية القيام بهذه العملية.⁴ و بالتالي فإن سوق النقد هي سوق ذات أهمية كبيرة تمكن الأجهزة المصرفية (المتتمثلة في البنك المركزي) من التحكم في الائتمان، كما أن البنوك التجارية تدخل كأطراف في التعامل، و بالتالي فإن الأسواق النقدية توصف بمكان تلاقي الاستثمار قصير الأجل مع التمويل قصير الأجل.⁵

يعرف الباحث السوق النقدي على أنه سوق المعاملات التجارية القصيرة الأجل .

و لسوق النقد فرعين أساسيين هما:

أ- سوق الخصم

فيها يتم خصم الأوراق المالية العادية و المتمثلة في الكمبيالات و السندات الأذنية و أدونات الخزنة، وذلك بأن تقدم المؤسسات أوراقها التجارية للخصم.

¹ بن يمينة كمال، عطية حليلة، الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الأزمات (دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية)، مجلة المالية و الأسواق، المجلد 4، العدد 1، 2015، ص: 249.

² تمار أمين، سلاوتي حنان، واقع و آفاق الاسواق المالية في ظل العولمة المالية (دراسة حالة الدول النامية)، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، المجلد 4، العدد 01، 2021، ص: 156.

³ سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق ص ص: 21، 22

⁴ مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة و النشر و التوزيع، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2013، ص: 88.

⁵ نفس المرجع السابق، ص: 89.

ب- سوق القروض قصيرة الأجل

تبرم في هذه السوق عمليات قصيرة الأجل بين الأفراد و المؤسسات من ناحية و البنوك التجارية من ناحية أخرى، و يتولى الجهاز المصرفي القيام بهذه العمليات.

2.2 سوق رأس المال**1.2.2 تعريف سوق رأس المال**

هي السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط و الطويل، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أو عن ملكية كالأسهم، وسميت سوق رأس المال، لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات، لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة¹. يعرف سوق رأس المال من طرف الباحث على أنه سوق المعاملات التجارية الطويلة الأجل أو سوق رؤوس الأموال الطويلة الأجل تتمثل في العارضين و الطالبين لرؤوس الأموال من أجل الاكتتاب لرؤوس الأموال الاجتماعية للشركات و للتوظيفات ذات الأمد الطويل .

2.2.2 أقسام سوق رأس المال.

تنقسم أسواق رأس المال إلى مجموعتين من الأسواق هي:

- الأسواق الآجلة (المستقبلية).

- الأسواق الحاضرة (الفورية)

1.2.2.2 الأسواق المستقبلية

و هي جزء من السوق المالية تتعامل بالأوراق المالية من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، و تعرف أيضا بأسواق المشتقات المالية وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية الأسهم و السندات وغيرها².

و تنقسم بدورها إلى أسواق حسب عقود المشتقات المبرمة فيها :

(أ) عقود المبادلات

عقود المبادلات هي التزام و تعهد بين طرفي الاتفاق ، من أجل تبادل تدفقات نقدية، و غير نقدية مثل الأسهم و السلع، وذلك في مدة زمنية معينة، و هي عقود يتم تداولها في الأسواق غير النظامية، و من أهم عقود

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز، الطبعة الأولى، جدة، السعودية، 2010، ص: 7.

² بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية (تقييم الأسهم و السندات)، مرجع سابق، ص: 24.

المبادلات هي عقود المبادلة الخاصة بأسعار الفائدة، و عقود المبادلة لأسعار الصرف، و هما من أكثر عقود المبادلة تداولاً لدى الشركات و البنوك¹.

(ب) عقود الخيارات

و هو حق استبدال أصل معين بأصل آخر وذلك بسعر محدد و في موعد محدد أو قبل موعد محدد، و تنقسم إلى عدة أنواع أهمها:

-خيارات الشراء: يعطي لحامله حق شراء أصل معين بسعر معين (قبل تاريخ معين)

-خيار البيع: يعطي لحامله حق بيع الأصل بسعر معين (قبل تاريخ معين)².

(ج) سوق عقود المبادلات(عمليات SWAP)

وهي سوق يتم فيها نوعان أساسيان للمبادلات أحدهما للفائدة و الأخر للعملة، ويتم من خلالها الاتفاق بين طرفين عن طريق وسيط على تبادل التزامات و حقوق خلال فترة مستقبلية وهذا على فترات دورية، لذلك عرفت بأنها سلسلة من العقود اللاحقة للتنفيذ³.

2.2.2.2 الأسواق الحاضرة

و تنقسم بدورها إلى أسواق أولية و ثانوية حسب ما يلي:

(أ) الأسواق الأولية

وهي أسواق الإصدار و التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة و عادة ما تقوم مكاتب الوساطة المالية أو البنوك التجارية بهذه العمليات، فتطرح الأوراق المالية للبيع لأول مرة⁴. وهي السوق التي يتم من خلالها توفير رأس المال اللازم لإنشاء شركات المساهمة، وذلك عن طريق إصدار أدوات الملكية، كالأسهم العادية، كما تقوم الحكومات، و الشركات، و غيرها من خلالها باقتراض ما تحتاجه من الأموال، وذلك عن طريق إصدار أدوات الدين، كالسندات⁵.

¹ مقدم عبدالإله، قдал زين الدين، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة مابين 2005 و 2017، مجلة المالية و الاسواق ،المجلد5، العدد10، 2019، ص ص :170، 171.

² حياة عوايجية، مفتاح صالح ، تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكويت، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد7، العدد2، 2017، ص: 77.

³ بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عنان، الأسواق المالية الدولية(تقييم الأسهم و السندات)، مرجع سابق،ص:25.

⁴ مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مرجع سابق، ص:91.

⁵ مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص: 8.

تتمثل الوظائف الأساسية للسوق الأولي في الإنشاء ، الاكتتاب، والتوزيع، يتعلق هذا التنظيم بالإصدارات الجديدة، ويتم تحليل الاقتراح بناء على طبيعة الأصل، وحجم الاصدار وقت الاصدار و طريقة تعويم الاصدار إن عقد التأمين يجعل السهم قابلاً للتبؤ به ويزيل عنصر عدم اليقين في الاكتتاب، ويشير التوزيع إلى بيع الأوراق المالية للمستثمرين، ويتم ذلك بمساعدة كبار المديرين والسماصرة في هذه المسألة.¹ وعادة ما يتم تسويق الاصدارات الجديدة من الأوراق المالية و خاصة في الدول الغربية عن طريق مايعرف بـ "مصرفي الاستثمار" و الذي يقوم بضمان تغطية الاكتتاب في هذه الاصدارات ، ويتم ذلك عن طريق قيام مصرفي الاستثمار بشراء الاوراق المالية من الشركة بسعر أقل قليلا عن سعر البيع، حيث يمثل الفرق مقابل المصروفات بالإضافة إلى ربح ضامن الاكتتاب (مصرفي الاستثمار).²

ب) الأسواق الثانوية

هي أسواق التداول و يتم التعامل فيها على أوراق مالية سبق إصدارها أو طرحها للاكتتاب من قبل، فمحلها استثمار قائم من قبل و ليس استثماراً جديداً.³ ويمكن تنظيم الأسواق الثانوية بطريقتين، الأولى تتلخص في تنظيم البورصات، حيث يجتمع مشترو وبائعو الأوراق المالية (أو وكلائهم أو سماسرتهم) في موقع مركزي واحد لإجراء عمليات تجارية. وتشكل بورصات نيويورك وأميركا للأسهم ومجلس شيكاغو للتجارة في السلع الأساسية (القمح ، والذرة و الفضة ، وغيرها من المواد الخام) أمثلة على البورصات المنظمة، والطريقة الأخرى لتنظيم سوق ثانوي تتلخص في وجود سوق مفرطة ، حيث يقف المتعاملون في مواقع مختلفة والذين لديهم مخزون من الأوراق المالية على أهبة الاستعداد لشراء وبيع الأوراق المالية "على العارض" لأي شخص يأتي إليهم ويبيد استعداده لقبول أسعاره. ونظراً لأن تجار التجارة المفرطين على اتصال بالحاسوب ويعرفون الأسعار التي يحددها بعضهم البعض ، فإن سوق التجارة الحرة تنافسية للغاية ولا تختلف كثيراً عن السوق ذات التبادل المنظم.⁴

-الأسواق المنظمة(البورصات)

يمكن تقسيم أسواق الاوراق المالية المنظمة (البورصات) Organized Securities Exchanges إلى أسواق مركزية و أسواق محلية. ويقصد بالسوق المركزي ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية و البورصة، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة أو المنظمة المصدرة لتلك

¹ Ashok Ganguly Chairmann Introduction Of Financial Marketm, op.cit, p70.

² محروس حسن، الأسواق المالية و الاستثمارات المالية، القاهرة ، مصر، 1994، ص:43.

³ الأكاديمية الأوروبية للتمويل و الاقتصاد الإسلامي (إيفي)، الاسواق المالية الإسلامية بين الواقع و الواجب، أبحاث المؤتمر الدولي الثاني، إسطنبول، تركيا، 2019، ص:20.

⁴ Frederic s. Mishkin, the economics of money, banking, and financial markets , 7th ed,2004,p27.

الورقة. و من الأمثلة على تلك الأسواق بورصة لندن و بورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم New York Stock Exchange و هي أكبر سوق للأوراق المالية في العالم و التي يطلق عليها احيانا بالمجلس الكبير big board حيث تتعامل في حوالي 80% من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية و البورصة بالولايات المتحدة. و من الأمثلة عن تلك الأسواق ، البورصة الأمريكية للأسهم American Stock Exchange التي تقع أيضا في مدينة نيويورك و تتعامل في حوالي 10% من الأوراق المالية المسجلة، و كان يطلق عليها من قبل بورصة الرصيف Curb Exchange على أساس أن التعامل كان يتم في خارجها أي على رصيف الشارع الذي تقع فيه البورصة. و منذ عام 1921 انتقل التعامل داخل البورصة، ثم أخذت اسمها الجديد في عام 1930¹.

و تتميز البورصة الأمريكية في أنها تتعامل أساسا في أسهم الشركات الصغيرة و الأكثر حداثة في مجال الأعمال. هذا و إذا كانت بورصة نيويورك و البورصة الأمريكية يشار إليهما ببورصات الأسهم، فذلك لأن تعاملها في السندات محدود للغاية. فكما يشير فرانكس و زملائه فإن 90% من حجم التعامل في السندات يتم في السوق غير المنظمة .

أما بورصات المناطق أو البورصات المحلية regional exchanges في الولايات المتحدة، فتتعامل فيما تبقى من الأوراق المالية المسجلة أي 10% الباقية و هي عادة أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهتم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو في المناطق القريبة منه. هذا ولا يوجد ما يمنع من أن تتعامل تلك البورصات في الأوراق المالية المعروفة و المتداولة في البورصات المركزية².

– الأسواق غير المنظمة (سوق المفاوضة على الأسعار)

يقوم بإدارة هذه السوق مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات عن الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية³. ويطلق اصطلاح الأسواق المالية غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات، و التي يطلق عليها المعاملات على المنضدة تتولاها بيوت السمسرة⁴. و تتم عملية التداول في هذه الأسواق بطريقة التفاوض بين المستثمرين و السمسرة الذين ينشرون أسعار الشراء و أسعار البيع على الشبكات الإلكترونية لتحديد السعر النهائي للصفقة، ويعتبر كل سمسار في هذه السوق بمثابة صانع السوق على

¹ منير الهندي، الاوراق المالية وأسواق رأس المال، دار النشر منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 1993، ص:95.

² منير الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص:95،96.

³ شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، دار الفكر، الطبعة الأولى، دمشق، سوريا، 2002، ص:38.

⁴ حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، مطابع الأهرام المصرية، 2005، ص:13.

غزار المتخصصين الذين يحتكرون التعامل في السوق المنظمة. و غالبا ما تجرى المعاملات في السوق غير المنظمة على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق المنظمة سيما السندات، غير أن ذلك لا يعني عدم تعاملها إطلاقا في الاسهم بأنواعها¹.

- السوق الثالث

يمكن تداول الأوراق المالية للشركات المسجلة في البورصة أي في السوق المنظمة داخل السوق الموازي مطلقين على هذه الحالة اسم السوق الثالث، و يتم التعامل بهذا السوق من خلال بيوت السمسرة خارج إطار السوق المنظم². و هو جزء من السوق غير المنظمة ، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، و الذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الإستثمارية الكبيرة، و تتميز معاملات هذه السوق بصغر تكلفتها، وسرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم³.

- السوق الرابع

يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم شراء وبيع للأوراق المالية في طلبيات كبيرة، وذلك كاستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة⁴. في العادة تتم الصفقات في هذا السوق بطريقة أسرع و بأسعار مرضية للطرفين كما قد تتم العملية بواسطة وسيط بعمولة زهيدة أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته لهم⁵.

3.2 أسواق العملات الأجنبية (FOREX)

سوق العملات هو أكبر سوق في العالم، و الأكثر سيولة مع متوسط قيمة التداول التي تتجاوز 1.9 تريليون دولار يوميا، وتشمل جميع العملات في العالم. و هو الأكبر كذلك من حيث القيمة النقدية الإجمالية المتداولة، ويمكن لأي شخص أو شركة أو بلد المشاركة في هذا السوق. ولا يوجد سوق مركزي لتبادل العملات؛ وتجري التجارة دون وصفة طبية. والسوق يعمل على مدار 24 ساعة في اليوم وخمسة أيام في الأسبوع ويتم تداول

¹ رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية و التكاملية في سلوك الأسعار في اسواق الاوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة الحاح لخضر باتنة، 2014-2015 ص:22.

² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الاردن، عمان، 2016، ص:85

³ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، 2005-2006 ص:45.

⁴ منير الهندي، الاوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص:111.

⁵ أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان ، 2017، ص: 38.

العملات في جميع أنحاء العالم بين المراكز المالية الرئيسية في لندن ونيويورك وطوكيو وزيورخ وفرانكفورت وهونغ كونغ وسنغافورة وباريس وسيدني¹.

تنتشر أسواق العملات الأجنبية عبر العالم وتستقطب اهتمام العديد من المستثمرين إلا أن التعامل بالعملات الأجنبية يمتاز بدرجة عالية من المخاطرة نظراً للتأثر بالظروف السياسية والاقتصادية و انعكاس ذلك على القدرة الشرائية انطلاقاً من مفهوم التضخم و مخاطر الائتمان و أسعار الفائدة ومحاولة التوفيق بين السيولة و الربحية في اطار الاتصالات المتطورة و التكنولوجيا الحديثة². ويتميز سوق العملات بميزتين أساسيين هما :

أ- الحساسية المفرطة للظروف السياسية و الاقتصادية مما يزيد من درجة المخاطرة.

ب- هو سوق يفتقر إلى الاطار المادي بل يتم التعامل بواسطة أدوات الاتصال الحديثة مثل الانترنت.

3 هيكل عمل الأسواق المالية و وظائفها

1.3 هيكل النظام المالي

يؤدي النظام المالي الدور الرئيسي في الاقتصاد من خلال حفز النمو الاقتصادي ، والتأثير على الأداء الاقتصادي للجهات الفاعلة ، والتأثير على الرفاه الاقتصادي .ويتحقق ذلك من خلال الهياكل الأساسية المالية ، التي تخصص فيها الكيانات التي لديها أموال تلك الأموال لأولئك الذين يحتمل أن تكون لديهم طرق أكثر إنتاجية لاستثمار تلك الأموال .فالنظام المالي يجعل من الممكن تحويل الأموال على نحو أكثر كفاءة .وبما أن أحد طرفي المعاملة قد يكون لديه معلومات أعلى من الطرف الآخر ، فإنه يمكن أن يؤدي إلى مشكلة عدم التماثل في المعلومات وعدم كفاءة تخصيص الموارد المالية .ومن خلال التغلب على مشكلة عدم تناسق المعلومات ، يبسر النظام المالي التوازن بين الجهات التي لديها أموال للاستثمار وتلك التي تحتاج إلى أموال³.

ووفقاً للنهج الهيكلي ، يتألف النظام المالي للاقتصاد من:

ثلاثة مكونات رئيسية:

- الأسواق المالية ؛
- الوسطاء الماليين (المؤسسات) ؛
- الهيئات التنظيمية المالية.

¹ سعيد بوهراوة ، عمليات الأسواق المالية: الواقع و الإشكالات ، المؤتمر الدولي الرابع للمالية و المصرفية الإسلامية يومي 16 و 17 أوت 2017 ، الجامعة الاردنية ص:4

² سالم محمد عبود، أحمد فهمي سعيد، الاستثمار و أدواته في الأسواق المالية(دراسة تحليلية لواقع السوق المالي العراقي و العربي و الأمريكي)، دار الدكتور للعلوم الإدارية و الاقتصادية، الطبعة الأولى، 2014، ص73.

³ VALDONÉ DARŠKUVIENĖ, Financial Markets, Leonardo da Vinci programme project,2010, P:6 .

ويؤدي كل عنصر من هذه العناصر دورا محددًا في الاقتصاد.

ووفقًا للنهج الوظيفي ، تيسر الأسواق المالية تدفق الأموال من أجل تمويل استثمارات الشركات والحكومات والأفراد والمؤسسات المالية وهي الجهات الفاعلة الرئيسية في الأسواق المالية لأنها تؤدي وظيفة الوساطة وبالتالي تحدد تدفق الأموال وتقوم الجهات التنظيمية المالية بدور رصد وتنظيم المشاركين في النظام المالي¹.

2.3 وظائف النظام المالي

بالنسبة لـ "Merton et Bodie" فإن النظام المالي يضمن ستة وظائف:

- تحويل الموارد
- تسيير المخاطر
- تطهير الأوامر أو تطهيرها وتسويتها
- تجميع الموارد ، أو تجميع رؤوس أموال الشركات
- إدارة مسائل عدم تماثل المعلومات
- إدارة معلومات التسعير .

إن نقل الموارد عبر الزمان والمكان هو مسؤولية الأسواق بالمعنى الضيق. إن إدارة المخاطر تُفهم قبل كل شيء على أنها تقاسم هذه المخاطر، فهي تتم على وجه الخصوص من خلال أسواق المشتقات المالية كما تتيح المقاصة وتسوية المعاملات تسيير المبادلات عن طريق إجراء تحويلات نصية للأوراق المالية والنقد وضمان أمن المعاملات، ويشير التجميع إلى موارد الأسر المعيشية التي ينبغي توجيهها بصورة منهجية إلى المشاريع من خلال وسائل التمويل التي توفرها أسواق رأس المال. إن إدارة قضايا عدم تماثل المعلومات تنتمي إلى أي سوق تريد الحفاظ على مبادئ الشفافية والإنصاف الكاملين بالنسبة لمستثمريها (من المفترض أن يحتفظ كل مستثمر محتمل بكل المعلومات المتعلقة بعمل السوق والأوراق المالية التي تفتقرها)، كما يجب أن تكون إدارة المعلومات المتعلقة بالأسعار فعالة من أجل تسيير عملية صنع القرار من جانب المستثمرين فيما يتعلق بإدارة محافظاتهم². وليس من المنطقي أن يقوم المستثمر بشراء أسهم الشركات و عندما يحتاج إلى تصفية هذه الأسهم و بيعها فإنه لا يجد الوسيلة التي تمكنه من ذلك، ولذلك وجدت البورصات كأداة لتداول الأوراق المالية بين المستثمرين الراغبين في الشراء، وذلك فإن وجود البورصات ضروري لحدوث تنمية و المجتمع و توفير

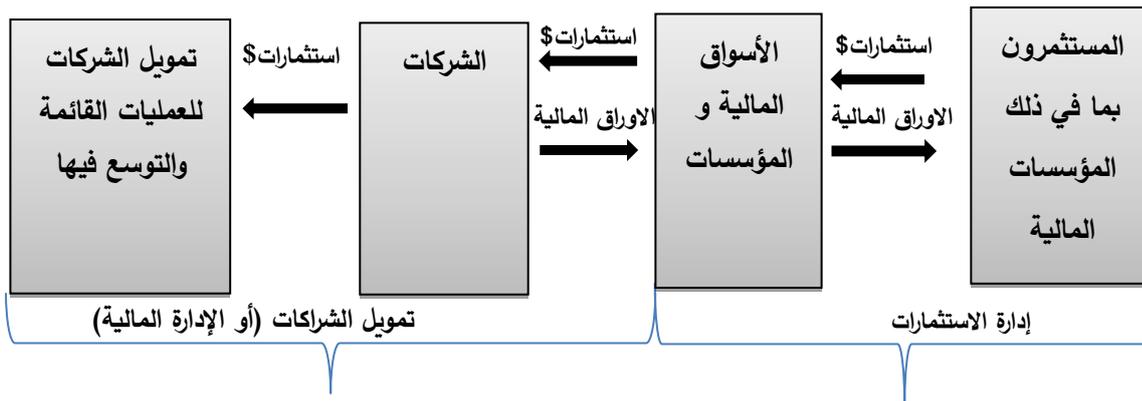
¹ Valdonè Darškuvienė, Financial Markets, مرجع سابق, P:6 .

²Stéphane Dubreuille et Catherine Karyotis , Introduction à la finance de marché, pearson france,2015, P 26-27

السيولة للشركات لزيادة رأسمالها من ناحية و للأفراد لتسييل وتصفية أوراقهم المالية عند الحاجة إلى سيولة مالية¹.

إن الهدف الرئيسي الذي تطمح إلى تحقيقه الأسواق المالية هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، من خلال تحويل المدخرات إلى استثمارات، و لتحقيق الأهداف المشار إليها يقوم السوق بأداء وظيفتين رئيسيتين هما² : تعبئة مدخرات المستثمرين و التخصيص الأمثل للموارد، فالعديد من وحدات العجز ، مثل الشركات والوكالات الحكومية ، تحصل على الأموال من الأسواق المالية بإصدار الأوراق المالية والتي تمثل مستحقات على الجهة المصدرة إن أوراق الدين تمثل الديون (التي يطلق عليها أيضاً الائتمان ، أو الأموال المقترضة) التي تتكبدتها الجهة المصدرة و وحدات العجز التي تصدر أوراق الدين هي وحدات مقترضة، إن وحدات الفائض التي تشتري سندات الدين هي من الدائنين، وهي تتلقى الفوائد على أساس دوري (مثل كل ستة أشهر) والواقع أن الأوراق المالية الخاصة بالديون لديها تاريخ استحقاق ، حيث تتمكن وحدات الفائض من استعادة الأوراق المالية من أجل الحصول على رأس المال الأصلي (القيمة الظاهرية) من وحدات العجز التي أصدرتها، إن الأوراق المالية للأسهم (والتي تسمى أيضاً الأسهم) تمثل الأسهم أو الملكية في الشركة. وتفضل بعض الشركات التجارية الكبيرة إصدار أوراق مالية للأسهم بدلاً من أوراق مالية للديون عندما تحتاج إلى أموال باعتبار أنها قد لا تكون قادرة مالياً على دفع مدفوعات الفائدة الدورية اللازمة للأوراق المالية للديون³.

شكل رقم (01-02) تمويل الشركات وإدارة الاستثمار



المصدر: Jeff Madura , Financial Markets And Institutions, 11th Edition, 2015, P:4

¹ حليلة عطية، شوارفية محمد الامين ، عبابسة خديجة، دراسة الارتباط بين صناديق الاستثمار و القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالية-سوق الأسهم السعودي نموذجاً خلال الفترة (1996-2017) مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، المجلد3، العدد 1، 2020، ص ص: 76،77.

² أوكيل نسيمه ، ديبش مراد، يحيوي احمد، الرقابة على الاسواق المالية مع الإشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية، مجلة الاصلاحات الاقتصادية و الاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 8، العدد 2018، 15، ص: 108

³ Jeff Madura , Financial Markets And Institutions, Library of Congress Control, 11th Edition, 2015 P:3- 4.

3.3 مميزات الأسواق المالية

للسوق المالية بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى، أهمها¹ :

* التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم و المنافسة التامة، و بالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض و الطلب ؛

* أنها توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين؛

* التداول في سوق الأوراق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية، يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم؛

* نظرا للمرونة التي تتميز بها السوق و إمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة و متعددة، قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت؛

* الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية و اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، و بالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع و الأفراد.

* يعتبر سوق رأس المال أقل اتساعا من سوق النقد لكنه في الوقت نفسه أكثر تنظيما². كما يمتاز المتعاملون فيه بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات المالية الكبيرة، مما يجعل البعض يطلق على هذا السوق اسم سوق الصفقات الكبيرة، ويتحكم هؤلاء الوكلاء بحرية التداول في سوق رأس المال إلى حد كبير، وذلك عن طريق تكييف سياستهم في الاحتفاظ بالأوراق المالية أو طرحها للتداول بناء على التقلبات الحادثة في أسعار الفائدة.

* من المعروف أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق كما أنه يمكن لحملة الأسهم إعادتها إلى المؤسسة المصدرة، كذلك بالنسبة للسندات برغم أن لها آجال استحقاق مختلفة، حيث أن السوق في هذه الحالة هي الملجأ الوحيد الذي يمكن للمستثمر من بيع أوراقه و تحويلها إلى نقدية³.

و من الخصائص التي تميز الأسواق المالية أيضا مايلي¹:

¹ سارة بكوش، إدارة وتطوير المنتجات المالية و أثر ذلك على تنشيط السوق المالية -دراسة مقارنة بين الجزائر، تركيا و المغرب، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص مالية ، بنوك و تأمينات، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2019، 2020، ص:13.

² عصام لعياضي، دراسة تحليلية لواقع مساهمة الأسواق المالية في تنمية اقتصاد الشركات الرياضية، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 8، العدد 1، 2020 ص:133.

³ مسوس رضوان، خصائص الاسواق المالية العربية وأسباب تدني كفاءتها، مجلة الأبحاث الاقتصادية، العدد10، 2014، ص:198.

* تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين وذلك عندما تمارس الأسواق المالية دورها الفعال في رفع عوائد المدخرين التي تصبح موارد تمويلية للمستثمرين من خلال الاكتتاب في الأصول المالية المختلفة كالأسهم والسندات.

* تعتبر مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.

* تعتبر حلقة وصل بين الادخار والاستثمار، حيث تقوم الأسواق المالية بتوجيه الادخار إلى الأشخاص والمؤسسات وفي نفس الوقت تقوم بتحديد أسعار الفائدة وأسعار الأصول المالية المختلفة.

كما يرى الباحث أن للأسواق المالية بعض الخصائص هي كالتالي:

* التنافسية، إذ أن تنافسية الأسواق المالية تؤدي إلى التنافس بين الشركات والمنتجات، وما يؤدي إلى تحسين الجودة والأسعار

* الاطلاع، توفر الأسواق المالية ميزة الاطلاع من خلال توفر بيانات وإحصائيات تتيح للمستثمرين الاطلاع على حالة الأسواق والشركات .

* التوزيع المتوازن، الأسواق المالية تمكن المستثمرين من توزيع مصادر أموالهم على مجموعة واسعة من الأصول، مما يزيد من إمكانية الأمان والتأكيد.

المبحث الثاني: أهمية الأسواق المالية و مكوناتها

1 أهمية الأسواق المالية و شروط قيامها

1.1 أهمية الأسواق المالية

العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنظرية الاقتصادية تتبع من مساهمة الأسواق المالية ودعمها لفكر آدم سميث في تعظيم الحرية الاقتصادية وأهمية تحرير الأسواق وخاصة سوق المال، بالإضافة إلى كونها تصب في عمق فكرة التخصص وتقسيم العمل على جانب آخر يلعب الادخار وتفعيله في صورة استثمار حجر الزاوية في أسباب النمو الاقتصادي في الفكر الاقتصادي بجانب ما يصاحب ذلك من تراكم رأسمالي وتدفق للاستثمارات الأجنبية².

لتمويل العمليات الاقتصادية لا بد من توظيف الأموال المحلية و العمل على استقطاب الأموال الأجنبية، من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة³. حيث أصبحت الأسواق المالية تلعب دورا هاما و حيويا في عمليات التمويل

¹ العربي نعيمة، أهمية الوساطة المالية و دورها في البورصة، مجلة الحقوق و العلوم الانسانية،- دراسات اقتصادية- 19(2) 2008، ص:49.

² محمد فتحي عبد الغني، دور سوق الأوراق المالية في تفعيل الاستثمار، المجلة العلمية للاقتصاد و التجارة، المجلد 50، العدد 3، 2020 ص:204-205.

³ أوكيل نسيمه ، دببش مراد، يحيوي احمد، الرقابة على الاسواق المالية مع الإشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية، مرجع سابق، ص:114.

المالي للمشاريع الاقتصادية المختلفة في معظم الاقتصاديات المتقدمة و بعض الاقتصاديات النامية، إذ ارتبط دورها الريادي في تعبئة الموارد المالية و المدخرات و توجيهها نحو الاستثمارات المنتجة¹. كما تعتبر الأسواق المالية مؤشراً لحالة الاقتصادية، إذ تسهم السوق المالية في تحديد الاتجاهات العملية في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه جمع الذبذبات التي تحدث في الاقتصاد و تسجيلها، فحجم المعاملات ينم عن أهمية الأصول السائلة المتداولة، ضف إلى ذلك أن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبؤ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة².

يرى الباحث أن الأسواق المالية تلعب دوراً هاماً في الاقتصاد والمجتمع على الإطلاق. حيث تتيح للأشخاص والشركات التداول بالأوراق المالية، مثل الأسهم و السندات ، وتشكل هذه التداولات مصدراً للإستثمار والتوسع في الاقتصاد، و تشكل الأسواق المالية أيضاً مصدراً للإطلاع على حالة الاقتصاد وتحديد سعر الأوراق المالية وكذلك الأصول معززة بذلك عملية التحليل والتوصية بشأن الإستثمار وتساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات الجيدة والمثمرة عند الإستثمار.

كما تدعم الأسواق المالية التوسع والنمو في الاقتصاد عن طريق توفير الإمكانية للشركات الصغيرة والمتوسطة للحصول على التمويل اللازم للنمو والتوسع، علاوة على ذلك تعزز الأسواق المالية الإستقرار والأمان في الاقتصاد عن طريق توفير وسيلة للتحليل والتوصية الموثوقة للإستثمار في الأوراق المالية.

2.1 شروط قيام الأسواق المالية

لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي و لكن لا بد من نجاح هذه الأسواق وزيادة نشاطها و يقتضي ذلك توافر عدة شروط أو عوامل³ :

أ- وجود أنظمة و لوائح لتنظيم السوق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين و التشريعات الرقابية التي تضفي صفة المنافسة الكاملة و تمنع النصب و الاحتيال.

ب- إنشاء أسواق للأوراق المالية داخل الدولة و تنوع أدوات الإستثمار في تلك الأسواق، يعني تعدد الخيارات أمام المدخرون و يوفر السيولة الكافية بالنسبة لكل من المدخر و المستثمر.

¹ أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية ،سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص:161.

² عطية حليلة، بن سماعيل حياة، صناديق الإستثمار ودورها في الاسواق المالية-حالة سوق الاسهم السعودي-، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد11، العدد 1، 2020، ص:99.

³ حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات-دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة: (2008-2013)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الاسواق المالية و البورصات، 2014-2015، ص: 8

- ج- توفر نظام للمعلومات المالية التي تعكس المركز المالي و الموقف المالي لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات، الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات، مما يولد الثقة بين المتعاملين.
- د- الحرية الكاملة في التعامل في السوق.
- هـ- وجود الحوافز التي تمكن المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراته.

3.1 التنظيم المالي للأسواق المالية

1.3.1 تعريف التنظيم المالي للأسواق المالية

يمكن تعريف التنظيم على أنه مجموعة من الآليات والقواعد التي تكفل حسن سير العمل، واستقرار الأسواق، ومن الناحية المالية، يشمل الاجراءات التنظيمية للبنوك (القواعد الاحترازية)، وللخدمات المالية الأخرى (التأمين و صناديق الاستثمار)، وللأسواق المالية و المنتجات المالية، فضلا عن الاجراءات الرقابية للأسواق المالية.

على المستوى الوطني توكل مهمة التنظيم للحكومات و البنوك المركزية، و لمجموعة من السلطات المستقلة، على غرار سلطة الأسواق المالية (AMF) المنشأة في فرنسا سنة 2003 بهدف الاشراف على السير الحسن و الشفافية في الأسواق المالية الفرنسية¹.

يعرف الباحث التنظيم المالي للأسواق المالية بأنه مفتاح العوامل الداخلة في تأمين سلامة وأمان التداول والعدالة في الأسواق المالية و يهدف التنظيم المالي إلى تحديد الأصول المالية والمعايير المتعلقة بالأداء وتأمين أمان المعاملات المالية.

في البعض البلدان، التنظيم المالي يشكل جزءا من النظام القانوني ويتحكم بأنشطة الأسواق المالية وتعريف الأصول المالية المدرجة في هذه الأسواق وإجراء التحقق من المتاجر والمنشئين وغيرهم من المتصدرين بالأصول المالية.

كم يهدف التنظيم المالي للأسواق المالية إلى تأمين عدم تداعيات سلبية على الأسواق والمستثمرين وضمان عدم وجود أساليب غير قانونية أو مخالفة في التداول، إذ يسعى التنظيم المالي إلى تحسين الأداء والأمان للأسواق المالية وتعزيز الثقة العامة فيها، وإذا كان التنظيم المالي يعمل بشكل صحيح، فإنه يساعد على تحقيق الأهداف التالية:

¹ عبد الرزاق حبار، "التنظيم المالي للأسواق المالية: أية حدود لمواجهة الأزمات المالية؟" مجلة دفاتر البحوث العلمية، المجلد 1، العدد 3، 2013، ص:

* توزيع المعلومات المالية الصحيحة والموثوقة إلى المستثمرين، ويساعد على تحسين الثقة في الأسواق المالية.

* تحسين الأمان والأداء في الأسواق المالية، ويحمي المستثمرين من الخطر عن طريق التحكم في الممارسات غير القانونية.

* يعزز الممارسات الأخلاقية في الأسواق المالية عن طريق التحكم في الممارسات غير القانونية والأساليب غير المناسبة.

* يحسن من كفاءة الأسواق المالية.

هناك العديد من المنظمات الدولية والمحلية التي تقوم بتنظيم الأسواق المالية، بما في ذلك المنظمة الدولية للأسواق المالية (IOSCO) والمؤسسة الدولية للمحاسبة والمراجعة المالية (IFAC).

2 الاستثمار في سوق النقد

1.2 أهمية سوق النقد

تظهر أهمية السوق النقدي من خلال الدور الذي يلعبه في تأمين السيولة للنظام البنكي وذلك من خلال عمليات الإقراض والاقتراض التي تتم بين المؤسسات المالية المتدخلة فيه، فهو يسمح بجلب المدخرات السائلة ومنحها في شكل ائتمان موفرا بذلك التمويل قصير الأجل، كما يسمح بتمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية في كل من المدى المتوسط والقصير، وذلك بإصدار سندات الحقوق القابلة للتفاوض، وهو مصدر تمويل غير تضخمي يتم بأسعار فائدة متغيرة تتحدد على أساس العرض والطلب. إضافة لما سبق، يعتبر السوق النقدي بمثابة القناة التي يقوم البنك المركزي من خلالها بضبط الكتلة النقدية وذلك باستخدامه للأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، مؤثرا بذلك على معدلات السوق وحجم الأموال السائلة مما ينعكس بطبيعة الحال على شروط البنوك والتالي على الدائرة الحقيقية¹.

تظهر أهمية السوق النقدي أيضا في كون المعدلات التي تتبادل مقابلها النقود تستعمل كمرجع في تحديد سعر منتجات مالية أخرى وحتى لأسواق أخرى.

¹ دردر نصيرة، سبل تفعيل السوق النقدي في الجزائر، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والإدماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 9، العدد 17، 2014، ص: 85.

2.2 الأدوات المالية المستخدمة في سوق النقد

1.2.2 أدوات الخزينة

و هي عبارة عن صكوك تصدرها خزنة الدولة لحاملها لمدة قصيرة تتراوح بين 15 يوم و 91 يوم، غالبا ما تصدر لمقابلة الغطاء المترتب على زيادة الإصدار النقدي ، أو لمقابلة العجز المترتب على زيادة الصرف في أوقات لا تتوافر فيها الإيرادات الكافية، و يتم اصدارها عن طريق نظام العطاءات و الذي يتم بمقتضاه الإعلان عن القيمة الإسمية لأذون الخزنة الجديدة، مدة الأذون ونوع العطاء (التنافسي وغير التنافسي)، أسلوب الدّفع والبنك المخول بتلقي العطاءات بالإضافة إلى اسم وتوقيع صاحب العطاء، ويمكن الحصول على دفتر الشروط الخاص بالعطاءات مجانا أو مقابل رسم بسيط من أحد البنوك التي تتعهد إليه الخزنة بالقيام بذلك، وأحيانا يمكن للمستثمر الذي يرغب في شراء هذه الأذون، اللجوء إلى بنك تجاري أو إحدى شركات السمسرة للحصول على دفتر الشروط واستكمال بياناتها و إرسالها إلى جهة الإصدار طبقا لأوامر ذلك المستثمر وعادة ما تقوم البنوك التجارية وشركات السمسرة بأداء تلك الخدمة لعملائها مقابل رسوم ثابتة تصل إلى 50 دولار كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية ويفوق العائد الذي يحصل عليه المستثمر في أدوات الخزنة قيمة الرسم الذي يتحمله المستثمر على دفتر الشروط¹.

2.2.2 الأوراق التجارية

الورقة التجارية هي صك يثبت فيه المدين تعهدا، لصالح الدائن، أن يدفع بعد أجل معين المبلغ الذي كان عليه أن يدفعه فورا، أو يأمر أحد مدينيه أن يدفع في تاريخ معين لصالح المستفيد من الورقة مبلغا من الحق الذي للأمر عند المأمور بالدفع، و في الحالتين يأذن المدين، الذي حرر الورقة، الدائن المستفيد منها أن يحول حقه فيها إلى شخص آخر و يفيد المستفيد من هذه الرخصة عادة بأن يحول الورقة إلى أحد البنوك بعملية تسمى الخصم *escompte* فيدفع البنك إليه قيمة الورقة و يصبح هو صاحب الحق فيها، وذلك نظير عمولة للبنك يخصمها من المبلغ الذي يدفعه إلى من قدم إليه الورقة و فائدة المبلغ حتى تاريخ استحقاقه، و يحتفظ البنك بالورقة حتى يحل موعد استحقاق الدين الثابت فيها فيتقدم إلى المدين يطلب منه وفاءها، وقد يرى البنك خصمها لدى بنك آخر، فيحصل على حقه نقدا قبل موعد استحقاق الورقة التجارية².

¹ حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات-دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة: (2008-2013)، مرجع سابق، ص:14.

² على جمال الدين عوض، الأوراق التجارية، السند الانني- الكمبيوتر- الشيك/ دراسة للقضاء، مطبعة جامعة القاهرة و الكتاب الجامعي، 1995، ص:4.

3.2.2 القبولات المصرفية

هي سندات مسحوبة على بنك من قبل عميل يطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغ محدد مخصص مسبقا و تستعمل بشكل كبير في تمويل التجارة الخارجية و الداخلية و يتضمن هذا القبول تعهد المصرف بالدفع في حالة عدم وفاء العميل للدائن في موعد¹.

4.2.2 اتفاقيات إعادة الشراء

هي وسيلة إقراض و اقتراض قصيرة الأجل جدا ويتم استخدامها من قبل الجهات المختصة في بيع وشراء الأوراق المالية، ويتم بموجبها الاقتراض باللجوء إلى مستثمر لديه أموال فائضة عن حاجته ويرغب في اقراضها مقابل أوراق مالية لكن بصورة مؤقتة ويتم عقد إعادة شراء تلك الأوراق مع المستثمر نفسه ويسعر يفوق السعر الذي تم بيع الأوراق المالية به².

5.2.2 شهادات الإيداع القابلة للتداول

يقصد بشهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable Certificates Deposit تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها البنوك التجارية، و التي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على الشهادة. وعادة ما تكون القيمة الاسمية و معدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من مثيليهما للشهادات الشخصية غير القابلة للتداول في السوق مع ملاحظة أن معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طرديا مع تاريخ الاستحقاق³.

ونظرا لأن تلك الشهادات تعد بمثابة ودائع لأجل، لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، فإن السبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو بعرضها للبيع في السوق الثاني الذي يشتمل على بيوت السمسرة، والبنوك التجارية، و ما شابهها من المؤسسات المالية التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل⁴.

6.2.2 الكمبيالات

الكمبيالة أو السفتجة مثلها في ذلك مثل السند لأمر هي عبارة عن ورقة تجارية. ولكنها تختلف عنه في بعض الأمور ، فهي تظهر ثلاثة أشخاص في آن واحد و تسمح بإثبات ذمتين في نفس الوقت. و هي من جهة أخرى عبارة عن أمر بالدفع لصالح شخص معين أو لأمره، و من هذه النقطة بالذات، يمكنها أن تتحول إلى وسيلة

¹ تمار أمين، سلاوتي حنان، واقع و آفاق الاسواق المالية في ظل العولمة المالية (دراسة حالة الدول النامية، مرجع سابق، ص: 157.

² نفس المرجع السابق، ص: 157.

³ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ص: 52، 53.

⁴ نفس المرجع السابق، ص: 53.

دفع، فإذا اشترى الشخص "أ" بضاعة من الشخص "ب"، و كان على هذا الأخير دين إلى الشخص "ج"، فيمكن للشخص "ب"، أن يحرر وثيقة (بالمواصفات التقنية و الشكلية للكيميالة طبعاً) بمبلغ معين و بتاريخ استحقاق معين (لا يتعدى في غالب الأحيان ثلاثة أشهر)، يأمر فيها الشخص "أ" بدفع ذلك المبلغ في التاريخ المبين إلى الشخص "ج" أو لأمره، و يوقع كل من الشخصين "أ" و "ب" على هذه الوثيقة و يعطيه إلى "ج"، و نلاحظ أنه بهذه الطريقة قد تم تسوية دينين بورقة واحدة. يسمى الشخص "ب" الساحب، وهو الذي يأمر بالدفع. و يسمى الشخص "أ" المسحوب عليه و هو المأمور بالدفع، و يسمى الشخص "ج" المستفيد و هو الذي يؤمر له بالدفع¹.

7.2.2 الأموال الفيديريالية

وهي تمثل الودائع التي تحتفظ بها البنوك التجارية لدى البنوك المركزية لمقابلة المتطلبات الخاصة بالاحتياطي القانوني، وتسمح البنوك المركزية للمؤسسات المصرفية بإقراض هذه الأموال فيما بينها. إن المؤسسات التي تشهد عجز في متطلباتها الاحتياطية تحاول أن تقتصر هذا العجز من المؤسسات ذات الفائض بالاحتياطي، وعادة أجل القرض لا يتجاوز اليوم الواحد Over Night ولكن هذا لا يمنع من وجود قروض أسبوعية و شهرية.²

يكون الإقراض بمعدل يتحدد من قبل البنك الفيديريالي و بموجب سعر فائدة الإقراض بين البنوك الأمريكية. كما قامت جمعية البنوك البريطانية بتكوين سعر مرجعي لسعر الإقراض بين البنوك البريطانية يسمى اللايبور Libor، ويعتمد المؤشر أسعار ثمانية بنوك يتم اختيارها اعتماداً على السمعة و حجم نشاطها في سوق لندن المالي. و يستخدم بشكل واسع كمعدل مرجعي للأدوات المالية المختلفة مثل معدل أسعار الفائدة للعقود المستقبلية قصيرة الأجل و للرهن العقاري و لسوق العملات و غيرها. و يتم حساب المؤشر بعملات مختلفة منها الدولار الأمريكي و الجنيه الإسترليني و الفرنك السويسري و الدولار الكندي و الدولار الإسترالي.³

8.2.2 ودائع العملات الأجنبية (سوق اليورو – الدولار) (Euro- Currency Deposits)

هو الدولار الأمريكي الذي يتم إيداعه في البنوك الأوروبية، ولقد تطور هذا المفهوم ليدل على العملات كافة التي يتم إيداعها في المصارف الخارجية، تتمثل أهمية سوق اليورو دولار في زيادة عرض الأموال بالعملات الأجنبية، وهذا ما سهل عمليات التمويل وخفض التكاليف ، وهي تمثل أسعار الفائدة على القروض الدولية⁴.

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة السابعة، الجزائر، 2010، ص ص:33، 34.

² أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم في الأدوات ، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن، عمان، 2012، ص:79.

³ نفس المرجع السابق.

⁴ نورة بومدين، الأسواق المالية في الدول الإسلامية " معالم الواقع وآفاق المستقبل" دراسة تجريبية السوق المالي الماليزي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص مالية و اقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2011، 2012، ص:17.

3.2 المتدخلون في سوق النقد

1.3.2 الخزينة العامة

و هي مؤسسة عامة تابعة لوزارة المالية، مهمتها إدارة الأموال العامة لقبض الضرائب ودفع النفقات، تقوم بدور المصرف و ذلك للحصول على ودائع المدخرين عن طريق الحسابات المفتوحة في مراكز الصكوك البريدية¹.

2.3.2 البنك المركزي

البنك المركزي هو المؤسسة التي تتكفل بإصدار النقود في كل الدول، و هو المؤسسة التي تتأسس النظام النقدي، يشرف على التسيير النقدي، و يتحكم في كل البنوك العاملة في الاقتصاد. و يعتبر البنك المركزي بنك البنوك و بنك الحكومة، حيث يعودون إليه عندما يحتاجون إلى السيولة، فهو يقوم بإعادة تمويل البنوك عند الضرورة، كما يقوم بتقديم التسبيقات الضرورية للحكومة في إطار القوانين و التشريعات السائدة. لذلك يقال أن البنك المركزي هو الملجأ الأخير للاقتراض².

يتدخل البنك المركزي في السوق النقدي ما بين البنوك لضبط معدلات الفائدة، السيولة و الائتمان. فإضافة لتحديدها وفقا لقوى الطلب و العرض، يتدخل البنك المركزي بصفته سلطة السوق النقدي لضبط معدلات الفائدة و ذلك بوضع سقف أدنى وآخر أعلى للمعدل اليومي للسوق النقدي ما بين البنوك، لضبط السيولة البنكية و بالتالي الائتمان، يتدخل البنك المركزي في السوق النقدي بأدوات السياسة النقدية و التي تختلف باختلاف وضعية السوق (فائض أو عجز في السيولة)، و من أهم هذه الأدوات نذكر³ :

أ) الادوات الكمية

- معدل الاحتياطي الاجباري

ويقصد بها النسبة التي يقررها البنك المركزي على الودائع البنكية، وتوضع هذه الاحتياطات كودائع لدى البنك المركزي على شكل أرصدة نقدية أو نقود سائلة، وهي تؤثر على الاحتياطات الفائضة لدى البنوك و بالتالي مقدرتها على منح الائتمان، فعندما يريد تخفيض حجم الائتمان المصرفي يقوم برفع نسبة الاحتياطي القانوني ليقفل من قدرة البنوك على منح الائتمان و العكس عندما يريد زيادة قدرة البنوك على منح الائتمان يقوم بتخفيض نسبة الاحتياطي الاجباري⁴.

¹ رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، قراءة في تطورات أدوات السياسة النقدية للدول المغاربية خلا سنة 2017، المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، المجلد 2، العدد 4، ص: 54. 2019.

² الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، مرجع سابق ص: 11.

³ دردر نصيرة، سبل تفعيل السوق النقدي في الجزائر، مرجع سابق، ص: 88.

⁴ حمداني معمر، بناي مصطفى، السياسة النقدية كألية فعالة لتحقيق أهداف السياسة النقدية في الجزائر - دراسة تحليلية للفترة 2000-2017، مجلة المنتدى للدراسات و الأبحاث الاقتصادية، المجلد 5، العدد 2، 2021، ص: 56.

- معدل إعادة الخصم

يعرف سعر إعادة الخصم بأنه سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية عند الاقتراض أو إعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية و التي سبق وأن خصمتها للغير، وتعتبر هذه الأداة من أقدم الأدوات التي استخدمتها البنوك المركزية للرقابة على الائتمان و التي مارسها البنوك المركزية عام 1839 في إنجلترا أولاً، ثم فرنسا سنة 1857، فالولايات المتحدة الأمريكية سنة 1913، و في الجزائر سنة 1972¹.

- سياسة السوق المفتوحة.

يقصد بها دخول البنك المركزي سوق الأوراق المالية إما بائعاً أو مشترياً للأوراق المالية من المتعاملين في السوق المالية سواء كانوا بنوكاً أو أفراد من جميع الأنواع و خاصة السندات الحكومية، وذلك بهدف خفض أو رفع قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان و قد يصل الأمر أحياناً ليشمل الذهب و العملات الأجنبية إلى جانب الأوراق المالية، وذلك بهدف التقليل من السيولة في حالة بيعه للأوراق المالية، و العكس صحيح في حالة شرائه لهذه الأخيرة².

(ب) الأدوات النوعية

- تنظيم الاقتراض بضمان السندات عن طريق تحديد متطلبات الهامش

تعد هذه الوسيلة من أهم الوسائل النوعية في الرقابة على الائتمان في الدول المتقدمة و منها الولايات المتحدة الأمريكية، و هي تهدف إلى الحد من القروض المستعملة لغرض المضاربة و لاسيما سوق الأسهم و السندات في البورصة، و يجري العمل من خلال تحديد حد أدنى لما يجب أن يدفعه المقترض عند شرائه للأسهم و السندات و يسمى هذا (متطلبات الهامش)، وهي النسبة من ثمن شراء السندات التي لا يسمح للمصارف و غيرها من المؤسسات المالية التي تتعامل في السندات أن تقتربها³.

¹ مشري فريد، دوفي قرمية، عيساوي سهام، أثر الأدوات الكمية للسياسة النقدية على معدلات التضخم الشهرية في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2017. مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية و الإدارية، المجلد 4. العدد 1، 2020، ص: 17.

² أمال بوسمينة، وسام مويسي، السياسة النقدية، كآلية لمعالجة الأزمة المالية العالمية 2008- دراسة تجارب دولية مختارة، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 14، العدد 1، 2021، ص: 319.

³ جميلة بغداوي، براهيم بوكرشاوي، سماعيل عيسى، استراتيجية السياسة النقدية لبنك الجزائر - مقارنة بين رسم الاهداف و اختيار الادوات، للفترة 2001-2019، مجلة الاقتصاد و المالية، المجلد 8، العدد 2022، 01، ص: 104.

- اسلوب التأثير والاقناع الأدبي

ويتمثل فيما يصدر عن البنك المركزي من توجيهات و نصائح للبنوك التجارية لاتباع سياسات معينة تهدف للتأثير في شؤون النقد و الائتمان و اشراك البنوك التجارية في وضع وإقرار هذه السياسة¹.

- تحديد نسبة دنيا للسيولة

يجبر البنك المركزي البنوك التجارية على الاحتفاظ بنسبة دنيا يتم تحديدها وذلك خوفا منه على إفراطها في منح الائتمان بسبب ما لديها من أصول مرتفعة السيولة، وهذا بقيامه بتجميد بعض الاصول في محافظها².

- تنظيم القروض الاستهلاكية

تعتبر هذه الوسيلة من أهم الأدوات النوعية لسياسة الرقابة على القروض الاستهلاكية، كأن يقوم البنك المركزي بفرض حد أقصى للأموال التي تستخدمها البنوك في شراء السلع الاستهلاكية المعمرة، و يمكن تنويع هذا الحد حسب درجة أهمية السلع الاستهلاكية المختلفة، أو يقوم المصرف المركزي بفرض حدود قصوى للمبيعات المؤجلة أو تحديد رصيد من المدفوعات النقدية بطلب من المشتري بنظام التقسيط بأن يدفعه كجزء من قيمة الشراء، في حين يمكن تحديد حدود قصوى زمنية تسدد خلالها قيم السلع المختلفة وهو ما يؤدي إلى تحقيق عدد الأقساط مع رفع قيمة القسط³.

- أداة استرجاع السيولة عن طريق المناقصة لمدة 07 اشهر

هي عبارة عن عملية استرجاع للسيولة على بياض، تتم عن طريق مناقصات فورية، و التي يمكن أن تكون في شكل ودائع لمدة 24 ساعة أو لأجل، يتم مكافأتها بمعدل فائدة يحدده بالنسبة لكل عملية مناقصة يتدخل بنك الجزائر في السوق النقدية بمعدلات تعكس تطور الوضع في السوق النقدية، وتظهر مرونة آلية استرجاع السيولة عن طريق المناقصة، في الحرية التي تمنحها الجزائر في تحديد سعر الفائدة المتفاوض عليه وفي حجم السيولة التي ترغب في سحبها من السوق، والتي قد لا يتم تحقيقها عبر سياسة الاحتياطي الإجباري⁴.

¹ لطيفة بهلول، أيمن حماد، آمال منصور الدهاش، دراسة قياسية لتأثير السياسة النقدية على معدلات التضخم في الاقتصاد الليبي خلال 2010-2014، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 22، العدد 2، 2019، ص: 299.

² رشور عبد القادر، الاطار القانوني للسياسة النقدية في ظل التحديات الاقتصادية في الجزائر خلال الفترة 2001-2018، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 16، العدد 22، 2020، ص: 69

³ محمد صلاح، يونس قرواط، ط. حنان زلاقي، دراسة تحليلية لمحددات السياسة النقدية في تحقيق أهدافها - إشارة لبعض التجارب المختارة، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 4، 2018 ص: 61.

⁴ عبد الرحمان بروكي، بوحسون حساني، نذير غانية، قياس أثر الأدوات الكمية للسياسة النقدية على بعض متغيرات الاقتصاد الحقيقي في الجزائر خلال الفترة (2017، 2000)، باستخدام مقارنة شعاع الانحدار الذاتي الهيكلية (Svar)، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد 6، العدد 2، 2021، ص: 72.

3.3.2 البنوك التجارية

المؤسسات المالية النقدية أو البنوك التجارية هي نوع من الوساطة المالية التي تتمثل مهمتها الأساسية في تلقي الودائع الجارية للعائلات و المؤسسات و السلطات العمومية، و يتيح لها ذلك القدرة على إنشاء نوع خاص من النقود هي نقود الودائع، إن وصف هذه المؤسسات المالية بالنقدية لا يعني أنها الوحيدة المؤهلة لإنشاء نقود الودائع ، وتسمى المؤسسات المالية أيضا البنوك التجارية أو بنوك الودائع¹.

من بين أهم الاستخدامات المتاحة أمام هذه البنوك هي القيام بمنح القروض قصيرة الأجل أو القروض التجارية، انسجاما مع طبيعة الجزء الأكبر من مواردها. ولا تعتمد هذه البنوك مثل هذه العمليات من القروض على رؤوس أموالها، التي تمثل جزءا يسيرا مقارنة بودائع الآخرين، وإنما تعتمد بالدرجة الأولى على الأموال المتلقاة من الغير في شكل ودائع. هل يعني ذلك أن هذه البنوك لا يمكنها أن تقوم بمنح القروض متوسطة وطويلة الأجل؟ وإن هذا هو الذي كان سائدا في السابق، فإن الوضع بدأ في التغير وقد أصبح بالإمكان أن تقوم البنوك التجارية بمثل هذه العمليات، وهي في هذا الجانب أصبحت تقترب تدريجيا من النوع الآخر من المؤسسات المالية. ونفس الشيء يمكن أن يقال عن الودائع المتلقاة من الجمهور. وفي هذا الصدد، فإنه أصبح بإمكان البنوك التجارية والمؤسسات المالية النقدية قبول الودائع الزمنية سواء كانت لأجل أو إدارية، وهو أمر منطقي، وينسجم تماما مع تطور النظرة إلى التمويل².

4.3.2 وسطاء السوق النقدي ما بين البنوك

في السوق ما بين البنوك هناك نوعان من الوسطاء يعملون على تعديل العرض حسب الطلب ويتعلق الأمر ب³ :

(أ) أعوان السوق ما بين البنوك (السماسرة)

يعتبر أعوان السوق بمثابة وسطاء مقابل عمولة يدفعها لهم المقترض، وهم لا يضمنون النهاية الحسنة للعمليات .

(ب) المنظمون الأساسيون للسوق

يتحمل المنظمون الأساسيون للسوق مخاطر العمليات، فهم يقترضون من بعض المؤسسات ويقترضون لمؤسسات أخرى مقابل عائد يحمل شكل الفرق في المعدلات المطبقة على كل من الإقراض والاقتراض.

3. عمليات الاستثمار في سوق رأس المال

يعتمد الاستثمار في سوق رأس المال على المشاركين فيه و طبيعة الأدوات المالية المعروضة للاكتتاب و المتداولة فيه.

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، مرجع سابق، ص:12.

² نفس المرجع السابق.

³ ددر نصيرة، سبل تفعيل السوق النقدي في الجزائر، مرجع سابق، ص:92.

1.3 المتدخلون في سوق رأس المال:**1.1.3 طالب الأوراق المالية**

طالب الأوراق المالية إما أن يطلبها من السوق الأولى سوق الإصدارات و في هذه الحالة يطلق عليه لفظ المدخر الأولي أو عارض المال أو المستثمر المالي، وإما أن يطلبها من السوق الثانوية أي البورصة و في هذه الحالة يطلق عليه لفظ المستثمر في الأوراق المالية. وعموما يمكن تقسيم طلاب الأوراق المالية إلى الأقسام التالية¹:

(أ) الأفراد

هم في العادة يطلبون الأوراق المالية عبر الوسطاء الماليين أو المصارف التجارية المباشرة في بعض الحالات الخاصة في بعض البورصات. و تمثل حصة الأفراد و العائلات في البورصات نصيب مقدر حيث تتجاوز توظيفاتهم نسبة 80 % في الولايات المتحدة و تبلغ ما بين 20% إلى 30% في دول كالمملكة المتحدة و اليابان و فرنسا و ألمانيا.

(ب) المؤسسات المالية المصرفية

ويقصد بها المؤسسات المالية التي تمارس عملا مصرفيا كالبنوك التجارية و يمكن أن تشارك بصفتها بنوك أعمال للمؤسسة المتعاملة في البورصة و لكن حصتها في البورصة قد تكون متواضعة خصوصا إذا قيدها سلطات النقد المركزية.

(ج) المؤسسات المالية غير المصرفية

وهي المؤسسات المالية التي لا تمارس أعمالا مصرفية (كالحصول على الودائع أو تمويل الآخرين) و تشمل هذه الفئة شركات التأمين و صناديق التكافل و صناديق الاستثمار و صناديق دعم الودائع و الصناديق المعاشية و صناديق الضمان الاجتماعي و ما شابهها، وهذه المؤسسات تتجاوز حصتها نسبة 60% في المملكة المتحدة كما تتراوح ما بين 40% إلى 45% في اليابان و الولايات المتحدة الأمريكية و نصف ذلك تقريبا بالنسبة لفرنسا.

(د) الشركات و المؤسسات التجارية

تشمل كل المؤسسات التجارية ذات الطابع الاقتصادي التي تهدف إلى استثمار أموالها، و تتجاوز حصتها في اليابان نسبة 30% و تبلغ حوالي 10% في المملكة المتحدة و الولايات المتحدة الأمريكية.

2.1.3 العارضون لرؤوس الأموال

و يقصد بالعارضين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، و يأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي

¹ أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، مرجع سابق، ص ص: 60، 61.

تصدر السندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية... إلخ.

3.1.3 المحكمون والمراقبون

يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء وال مندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.

4.3.1.3 السماسرة

يكون التعامل في الأسواق المالية من خلال الوسطاء و السماسرة و هؤلاء مهمتهم تسهيل انتقال الأموال في السوق المالية من المقرضين إلى المقترضين، فالسمسار يقوم بالوساطة بين البائع و المشتري في التعاقدات دون أن يتعاقد باسم أي منهما، أما الوسيط فهو يتعاقد فعلا بصفته وكيلا عن المشتري أو وكيلا عن البائع في سوق الأوراق المالية¹.

و سيتم توضيح دور كل من السماسرة و الوسطاء في الاستثمار فيما يلي² :

يكمن دور السماسرة فيما يلي :

أ- تقديم خدمات السمسرة أو الدلالة في الأسواق؛

ب- تقديم خدمات في إنجاز الصفقات المالية؛

ج- توفير معلومات مناسبة للعميل و تحليلها له في حدود إمكانياته و خبرته؛

د- عدم جني أرباح سرية من وراء الصفقات التي يعقدها للعملاء.

أما دور الوسطاء في الاستثمار يكمن في :

أ- قيامهم بعملية شراء الأوراق المالية من المصدرين مباشرة؛

ب- عملية المتاجرة بالأصول المالية خلال عملية الوساطة التي يؤديها؛

ج- تقديم خدمات تتعلق في الجمع بين المقرض و المقترض و المستثمر؛

د- تغطية إصدارات مالية جديدة.

2.3 الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

تعرف الأوراق المالية بأنها " الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والمصارف والهيئات العامة وغيرها وهي صكوك طويلة الأجل تصدر لمدة حياة الشركة فيما يتعلق بالأسهم، أو لعدد من السنوات فيما يتعلق

¹ سارة بكوش، إدارة وتطوير المنتجات المالية وأثر ذلك على تشييط السوق المالية -دراسة مقارنة بين الجزائر، تركيا و المغرب، مرجع سابق، ص:16.

² نفس المرجع السابق، ص ص:16، 17.

بالسندات، مما يجعلها عرضة لتقلب الأسعار في السوق حسب الظروف الاقتصادية"، وتعتبر بمثابة التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل شروط محددة مسبقاً¹.

1.2.3 أدوات الملكية

يتكون رأس مال الشركات المساهمة وحصص المساهمين بشركات التوصية بالأسهم من عدد من الحصص المتساوية، يسمى كل منها سهماً، ويتم تمثيل ملكية الاسهم بصكوك، حيث يوضح كل صك:

- اسم الشركة المصدرة للسهم؛
- نوع السهم و رقمه؛
- عدد الأسهم بالصك.

(أ) تعريف الأسهم

يعرف السهم على أنه²: "عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حاملها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق و تحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة".
و في تعريف آخر فإن الأسهم عبارة عن "رأس المال المكتتب من قبل المستثمرين و الذي يضم مساهماتهم المالية و يحدد ملكيتهم للشركة، ويعبر كلا من رأس المال المعلن ورأس المال المساهم عن القيمة الكلية للأسهم³."

من المفاهيم السابقة نستنتج أن الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية بالقيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، و تمثل حق ملكية للمكتتب بها و قابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس مال الشركة و تنقسم الأسهم إلى :

- الأسهم العادية

يعرف السهم العادي بأنه أداة ملكية نو صفة مالية قابل للتداول يعطي الحق لحامله الحصول على عوائد غير ثابتة، بجانب حصته في موجودات الشركة و المثبتة في شهادة السهم.

¹ جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي- دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس 1 سطيف، 2017-2018، ص:94.

² سراي صالح، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية- دراسة عينة من أسواق راس المال العربية- المغرب، الاردن، مصر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2016-2017، ص:16.

³ جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي- دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016)، مرجع سابق، ص:96.

يتضح من التعريف أن أهم خاصية للسهم العادي كأداة استثمارية هي المسؤولية المحدودة limited liability، وتعويضات حق الملكية (المفضلة) residual Claim و يقصد بها أن حملة الأسهم العادية عند تصفية موجودات الشركة يحصل على ماتبق من التصفية بعد تسديد كل الالتزامات الخاصة بالدائنين. أما العائد فيحصل حملة الأسهم العادية على حصة من الدخل كمقسوم أرباح، إذا ما قررت إدارة الشركة توزيع جزء منه على المساهمين و يخضع توزيع الربح المتاح لحملة الأسهم العادية لسياسة الشركة، والتي تسمى بسياسة مقسوم الأرباح، أما فيما يتعلق بالمسؤولية المحدودة فإن خسارة حملة الأسهم العادية في حال فشل الشركة تتحدد فقط بمقدار حصته برأس المال و هي ما تعبر عنه القيمة الإسمية للسهم العادي¹.

وتتميز الأسهم العادية بالخصائص التالية² :

- ليس لها تاريخ استحقاق محدد، فهي مستمرة طالما أن الشركة قائمة؛
- لأصحابها حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة باعتبارهم مالكين لهذه الشركة؛
- يتحصل حامل السهم العادي على عائد متغير طبقا لما تحققه الشركة من ربح؛
- المخاطر المرتبطة بالأسهم العادية أعلى من تلك المرتبطة بالسندات، على اعتبار أن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أي توزيعات أرباح إلا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى؛
- عند تصفية الشركة فإن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أي شيء من حصيلة بيع أصول الشركة إلا بعد سداد مستحقات الأطراف الأخرى.

- الأسهم الاسمية

وهي التي يسجل على صك السهم منها اسم مالها و القيمة الاسمية للسهم بجانب بيانات عن الشركة المصدرة لها و لا يجوز التنازل عنها أو نقل ملكيتها عن طريق البيع في بورصة الأوراق المالية إلا بتوقيع عضوين من أعضاء مجلس الإدارة و إثبات ذلك في دفاتر الشركة³.

- الأسهم لحاملها

هو السهم الذي لا يحمل اسم صاحبه و إنما يذكر فيه أن السهم لحامله، أو يعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، فتصبح حيازته دليلا على الملكية، و هذا النوع من الأسهم يوشك أن يكون قد اختفى تماما، و لا

¹ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم في الأدوات، مرجع سابق، ص:154.

² محروس حسن، الأسواق المالية و الاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص:14،13.

³ العجاج فاطمة الزهراء، المعلومات: محرك لتطوير و تحسين نجاعة الأسواق المالية- دراسة قياسية لسوقي تونس و المغرب، مذكرة ماجستير في التسيير الدولي للمؤسسات تخصص مالية دولية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2009-2010ص:60.

يتعامل به الناس اليوم، بل قضت بعض القوانين التجارية العربية أن تكون جميع الأسهم اسمية و لا يجوز أن تكون أسهما لحاملها.

والأسهم لحاملها لا يمكن أن تصدر إلا إذا دفعت كل قيمتها، وعلى هذا الأساس إذا لم تطلب الشركة دفع كل قيمة أسهمها النقدية عند الاكتتاب فمن الواجب أن تصدر الأسهم في الشكل الإسمي حتى الوفاء بكل قيمتها¹.
تمثل الأسهم العادية Common Stocks مستند ملكية لقيمة إسمية، قيمة دفترية و قيمة سوقية، و قيمة تصفوية.

- الأسهم لأمر

و في هذا السهم يذكر اسم صاحبه مسبقا بعبارة لأمر أو لإذن و هذا الشرط يخول له الانتقال بطريقة التظهير دون الرجوع للشركة للحصول على موافقتها أو لإعلام الغير عن طريق التسجيل في دفاترها و لا يكون اسم من أصدرها مدرجا في سجلات الشركة، و يعتبر المظهر لها الأخير هو صاحب الحق تجاه الشركة، و هذا النوع من الأسهم نادرة الاستعمال².

- الأسهم الممتازة

يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي كونه يحصل على عائد ثابت سنويا يسمى مقسوم أرباح السهم الممتاز الذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة، وبذلك فهو يمثل التزاما ثابتا، كما انه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة برأس المال. اكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة كون لها حق الاولية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة و أصولها. ويتم تقييم هذه الأسهم على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حملتها و الذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من قيمته الاسمية، و بالتالي لا يجد المحلل المالي صعوبة في تحديد قيمة الأسهم الممتازة نظرا لوضوح تدفقاته النقدية المتوقعة وثباتها³.

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة، و الأسهم الممتازة لها حق التصويت⁴. الأصل أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة و تتحدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم. و في عام 1982 ظهر في الولايات المتحدة ولأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزنة، على أن يجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات. و للمحافظة على مستوى

¹ مزيان محمد توفيق، قياس و تسيير المخاطرة في الاسواق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد مالي، جامعة جيلالي اليابس بسيدي بلعباس، 2016-2017، ص:35.

² الزهراء نواصرية، أنواع الأسهم و موقف المشرع الجزائري منها، مجلة البحوث و الدراسات الإنسانية، المجلد 2، العدد 2008، ص:302.

³ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم في الأدوات، مرجع سابق ص:179.

⁴ منير الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار النشر منشأة المعارف، مرجع سابق، ص 28.

ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية للسهم، و أنه كان يشترط أيضا أن لا تزيد النسبة عن 10.5% من تلك القيمة¹.

– شهادات الإيداع الدولية (GDR) GLOBAL DEPOSITORY RECEIPTS

استحدثت شهادات الإيداع الدولية عام 1927 لمساعدة المستثمرين الأمريكيين الذين يرغبون الاستثمار في شركات أجنبية، و منذ ذلك الحين فإن هذه الوسيلة تعد جزءا مهما من الاقتصاد العالمي تتيح للشركات الوصول للاستثمار والحصول على التمويل من جميع دول العالم، وهي عبارة عن شهادة من بنك يسمى بنك الإيداع تبين عدد الأسهم المودعة لدى البنك والتي يمتلكها المستثمر المودع في شركة أجنبية. ويمكن شراء هذه الشهادات عن طريق شركات السمسرة في أي مكان. ويعادل شراء الشهادة شراء السهم ذاته، و الفرق الوحيد هو أن هذه الشهادة يتم قيدها والتداول عليها في أسواق أجنبية. وقد يختلف معدل التحويل من شهادات الإيداع إلى أسهم من شركة إلى أخرى و بحسب شروط الإصدار، فقد يعادل كل سهم شهادتين إيداع مثلا أو أكثر. وتعادل هذه الشهادات شهادات الإيداع الأمريكية غير أن الأخيرة يتم قيدها و التداول عليها في الولايات المتحدة².

ب) طرق تحديد قيمة الأسهم

للسهم عدة قيم سيتم عرضها كالتالي:

– القيمة الاسمية للسهم

هي قيمة السهم عند إصداره لأول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

وتعرف أيضا بأنها قيمة سهم الشركة في حالة وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر حق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملا و ربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكه، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم³.

– القيمة الدفترية أو المحاسبية

هي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية و المالية و النقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة و السندات

¹ د. منير الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار النشر منشأة المعارف، مرجع سابق، ص 28، 29.

² د. أمين السيد أحمد لطفى، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر، 2008، ص:47.

³ مزيان محمد توفيق، قياس وتسيير المخاطرة في الاسواق المالية، مرجع سابق، ص:33.

المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية¹ :

$$\frac{\text{إجمالي حقوق رأس المال + الإحتياطات + الأرباح غير الموزعة}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{القيمة الدفترية}}{\text{عدد الأسهم}}$$

تشير القيمة الدفترية لمسيم إلى القيمة التاريخية وليس إلى القيمة المستقبلية، فالأصول تسجل بقيمتها التاريخية، وهذه الأخيرة لا تعكس السعر الحالي لنفس هذه الأصول في ظل تغير القيمة الزمنية للنقود، كما أن القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الاستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية، فإذا ما أثمرت هذه الاستثمارات عائداً أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حالياً، فإن القيمة المحورية لثورة هؤلاء المستثمرين أعلى أو أقل من قيمة الأصول عند التصفية مما سبق يمكن القول أن القيمة الاسمية تمثل مفهوماً قانونياً، أما القيمة الدفترية فتمثل مفهوماً محاسبياً².

- القيمة السوقية

تتمثل في السعر الذي يتداول به السهم في السوق، و لا يشترط تطابقها مع أي من القيمتين الدفترية و الاسمية. و من المتوقع أن تتذبذب هذه القيمة ارتفاعاً أو انخفاضاً بسبب تأثرها بعوامل عديدة كالقيمة الدفترية للسهم، وظروف العرض والطلب في السوق، و توقعات المحليين والماليين بخصوص مستقبل أوضاع الشركة و مركزها المالي و قدرتها على تحقيق الأرباح، و توزيعات الشركة للأرباح، فضلاً عن تأثير الظروف الاقتصادية ذات الصلة كالتضخم والركود الاقتصادي³.

- القيمة التصفية

هي القيمة التي يتوقع المساهم في الشركة الحصول عليها حال تصفية الشركة يمكن احتسابها كما يلي⁴:

¹ نفس المرجع السابق، ص: 33.

² سراي صالح، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية- دراسة عينة من أسواق راس المال العربية- المغرب، الاردن، مصر- مرجع سابق ص: 17.

³ رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية و التكاملية في سلوك الاسعار في أسواق الاوراق المالية الخليجية و تأثيرها على فرص التنوع الاستثماري، مرجع سابق، ص: 28.

⁴ بن شعيب فاطمة الزهراء، دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الاسواق المالية الخليجية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك و مالية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2010-2011، ص: 27.

قيمة الموجودات – الالتزامات و حقوق المساهمين

القيمة التصفوية =

عدد الاسهم العادية

2.2.3 أدوات المديونية

و تمثل أدوات المديونية السندات :

(أ) تعريف السندات

تعتبر السندات الورقة الأساسية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية و تعتبر كمصدر أساسي للتمويل للعديد من الجهات سواء كانت شركات أو حكومات و يمكن تعريف السند بأنه " أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة للتداول، تمنح الحق لحاملها الحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق"¹.

(ب) أنواع السندات

للسندات عدة أنواع تختلف باختلاف أساس التصنيف، يمكن الإشارة إلى أهميتها في التالي:
وفق أساس جهة الإصدار²:

– سندات حكومية

يتم إصدارها من قبل الحكومات لتمويل الإنفاق العام.

– سندات الشركات

يتم إصدارها من قبل الشركات العاملة في القطاع الخاص، مثل السندات العادية.

وفق أساس شكل الإصدار:

– سندات لحاملها BEARER

وهو سند يصدر بدون ذكر إسم الدائن، ويعتبر الحائز عليه مالكا له. يمكن التنازل عنها بمجرد التسليم³.

– سندات اسمية NOMINAL

هي عكس الأسهم لحاملها، حيث يتم نكر إسم الدائن عند إصداره.

من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها⁴:

¹ بن شعيب فاطمة الزهراء، دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الاسواق المالية الخليجية، مرجع سابق، ص ص: 33،34.

² نورة بومدين، الأسواق المالية في الدول الإسلامية " معالم الواقع وآفاق المستقبل" دراسة تجربة السوق المالي الماليزي، مرجع سابق، ص ص: 22، 23.

³ نورة بومدين، الأسواق المالية في الدول الإسلامية " معالم الواقع وآفاق المستقبل" دراسة تجربة السوق المالي الماليزي، مرجع سابق، ص: 23.

⁴ العمري صفية، سبل تفعيل كفاءة أسواق الاوراق المالية لجذب الاستثمارات المحلية و الأجنبية ، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد المالي و تقنيات كمية

جامعة الجزائر 03 ، 2017 ، 2018 ، ص:75.

- **سندات حكومية (سندات الخزينة المركزية)**

تمثل وثائق الدين العام طويل الأجل حيث تلجأ الحكومة إلى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة¹.

- **السندات ذات التاريخ المحدد للوفاء**

هي التي يحدد تاريخ استحقاق قيمتها في حق الإصدار؛

- **السندات التسلسلية**

هي السندات التي تجزأ قيمتها لتستحق كل فترة معينة و كأنه تقسيم للقرض (السند) إلى أقساط؛

- **السندات القابلة للتحويل**

و هي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة قبل تاريخ الاستحقاق.

- **السندات القابلة للاستدعاء أو الإطفاء**

هي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء، وهو رد قيمتها قبل موعد استحقاقها عن طريق استدعاء السند، ويمكن أن يكون الاستدعاء عن طريق القرعة أو عن طريق ترقيمتها، وتستحق بقيمتها الاسمية بالإضافة إلى علاوة تسمى علاوة الإصدار، وتتناقص هذه العلاوة مع طول مدة الاستحقاق².

- **السندات غير قابلة للاستدعاء أو الإطفاء**

هي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاءها للإطفاء لأي سبب من الأسباب ، والأصل في السندات أن تكون كذلك ، إلا إذا نص قانون الإصدار على قابلية الاستدعاء للسند³.

- **السندات ذات المعدل المتنوع**

يكون الكوبون في هذه السندات غير ثابتة عند الإصدار حيث يضع المصدر وسيلة لحساب الربح والتي ترتبط بمؤشرات أسواق السندات أو أسواق المال ، ويمكن أن يقع الاختيار على مؤشر اقتصادي مثل معدل التضخم، ويشار إلى هذه السندات على أنها سندات ذات مؤشرات وليس سندات ذات معدل متنوع، ويمكن أن يتم دفع المعدلات المتنوعة بصورة ربع سنوية أو نصف سنوية أو سنوية والفترة التي تمر بين الكوبونين هي فترة المرجعية و الإشارة ، ويمكن حساب الكوبونات في بداية هذه الفترة أو عند قروض معدل إعادة التحديد أو في نهاية هذه الفترة ، ويكون ذلك اعتمادًا على مؤشر المرجعية وذلك في حالة المعدلات المتنوعة الصافية ، وفي

¹ العجاج فاطمة الزهراء، المعلومات: محرك لتطوير و تحسين نجاعة الأسواق المالية- دراسة قياسية لسوقي تونس و المغرب، مرجع سابق، ص:66.

² قسط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الاسلامية- دراسة مقارنة- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود و تمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015-2016، ص:103.

³ نفس المرجع السابق، ص:103.

تلك الحالتين إذا ارتفع مؤشر المرجعية أثناء فترة الإشارة فإن الكوبون المستحق سوف يزيد، ومن ثم فإن السندات ذات المعدل المتنوع يمكن أن تكون أداة توفر الحماية ضد الارتفاع في معدل الفائدة¹.

– السندات القابلة لإعادة البيع PUTABLE PROVISION

بعض السندات التي تصدرها الشركات تتضمن حق لحامله بإعادة بيع السند إلى الجهة المصدرة بسعر محدد مسبقاً وفي الغالب البيع بالقيمة الاسمية للسند، وضمن تواريخ مجدولة و متعاقبة بفواصل زمنية، من خلالها يستطيع المستثمر من اختيار التاريخ المناسب لإعادة البيع. ويستطيع حامل السند الاحتفاظ به حتى التاريخ اللاحق، وعليه تسمى في بعض الأحيان بالسندات القابلة للتمديد Extendible Bond. في الحقيقة أن هذه السمة توفر أرضية حقيقية لسعر السند في السوق. فهي توفر حماية من احتمالات ارتفاع أسعار الفائدة السوقية وبالتالي انخفاض قيمة السند السوقية، وكذلك احتمالات انخفاض الدرجة الائتمانية للسند².

(ج) خصائص السندات

للسندات خصائص تميزها عن غيرها من الأدوات المالية نذكر منها³:

- * يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة و تصريف شؤونها؛
- * لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحاً أو تحملت خسائر و لا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، و يترتب على العجز عن تسديدها إفلاس الشركة؛
- * تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند؛
- * تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح؛
- * تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها – عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى؛
- * إن الفترة الطويلة للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علماً بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.

¹ شوقي طارق، محاسبة التغطية عن المشتقات المالية في ظل معايير المحاسبة الدولية و النظام المالي المحاسبي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2017، 2018، ص: 64.

² أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم في الأدوات، مرجع سابق، ص: 258، 259.

³ مزيان محمد توفيق، قياس و تسيير المخاطرة في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 40، 41.

3.3 الأدوات المالية الحديثة المتداولة في سوق رأس المال

1.3.3 المشتقات المالية FINANCIAL DERIVATIVES

وهي عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية (حسابات نظامية) Off Balance Sheet Items و تتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها¹. كما تعرف على أنها نوع من العقود المالية له قيمة، هذه القيمة مشتقة من قيمة أساسية لأصل آخر مثل الأسهم و السندات أو السلع و هذه العقود تستخدم لتخفيض مخاطر التغير المستقبلي في قيمة الأصل المرتبطة به عن طريق نقل هذه المخاطر من طرف يتعرض لها و لكنه لا يرغب في تحملها (مشتري العقد) إلى طرف آخر لا يتعرض لها و لكن يرغب في تحملها مقابل تكلفة معينة، هذه التكلفة تمثل قيمة العقد نفسه². بدأ العمل بالمشتقات المالية أو الأوراق المالية المنتفعة بشكل عام و الخيارات بشكل خاص رسميا في بداية السبعينيات، و من ثم تطورت و ازداد التعامل بها فوصل حجم التعامل بالمشتقات في عام 1978 إلى 8,5 تريليون دولار وانتقل إلى 12,3 تريليون دولار في الثلاثي الأول من عام 1996 حول حجم التعامل في أسواق المشتقات في عام 1195 قدر بـ1200 دولار³.

تتميز عقود المشتقات المالية بمجموعة من الخصائص يمكن توضيح أهمها كما يلي⁴ :

- * تستمد عقود المشتقات المالية قيمتها الكامنة من قيمة كيان آخر مثل : سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية معينة، سلعة معينة، سعر صرف أجنبي، مؤشر أسعار، ترتيب ائتماني، مؤشر ائتماني،..
- * تشتق قيمة عقود المشتقات المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية موضوع التعاقد، أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ولذلك سميت بالمشتقات؛
- * يتم تسوية عقود المشتقات المالية في تاريخ لاحق مستقبلي؛
- * لا تتطلب عقود المشتقات المالية عادة استثمارات مبدئية، بل تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقد؛
- * تستخدم عقود المشتقات المالية للتحوط ضد مخاطر التغيرات المتوقعة في أسعار تلك الأصول؛

¹ سمير. عبد الحميد رضوان حسن ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى ، القاهرة، مصر، 2005، ص:58.

² بهناس عباس، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر المصرفية، مجلة الحقوق و العلوم الانسانية، العدد11، 2012، ص:161.

³ مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مرجع سابق، ص:122.

⁴ شافية كتاف، ذهبية لطرش، عقود المشتقات المالية بين الأهمية الاقتصادية و الرؤية الشرعية، مجلة آفاق علوم، العدد السابع، 2017، ص ص: 383،

* تتيح عقود المشتقات المالية تحديد سعر السلعة أو الصرف أو الفائدة أو الورقة المالية محل التعاقد في وقت التعاقد ليتم تسليمها أو تبادلها بنفس هذا السعر في المستقبل.

تسمح المشتقات المالية للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد و من أهم أنواعها¹ :

(أ) **عقود الاختيارات Options**: الخيارات اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد بسعر محدد إذا رغب مشتري العقد في حدوث التعامل، فهو عقد يعطي للمشتري الحق في شراء أو بيع عدة وحدات من أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، فـلمشتري الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، على أن يدفع للمحرر في مقابل ذلك مكافأة عند التعاقد غير قابلة للرد و لا تعتبر جزءا من قيمة الصفقة².
تتنوع الخيارات بدورها إلى :

- **عقود خيار شراء**: وهو عقد بين طرفين، يمنح فيه محرر العقد للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم التنفيذ، وذلك في تاريخ مستقبلي محدد و بسعر يحدد مسبقا في العقد و مقابل ذلك يحصل المشتري على العلاوة أو سعر الخيار. و يتم تنفيذ العقد و يشتري الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد³.

- **عقود خيار البيع**: يعطي هذا الأخير لحامله الحق في بيع أصل مالي أو عيني بسعر محدد خلال فترة محددة، فإذا مارس الاختيار توجب على الطرف الآخر أن يقبل هذا الأصل عند السعر المتفق عليه، فعندما يشتري المستثمر عقد اختيار دفع لسلعة ما يكون من حقه أن يبيعها عند سعر محدد خلال المدة التي يسري فيها الاختيار. و يقوم بمثل هذا الإجراء كي يحمي نفسه من خسائر محتملة إذا ما انخفض سعر هذا الأصل. إذ أنه يستفيد من ارتفاع سعر الأسهم لأنه غير ملزم بالبيع و لكنه يحول الخسارة (عند الانخفاض) على الجهة المصدرة لذلك الاختيار، فكأنه حصل على تأمين مقابل سعر الاختيار⁴.

ب) العقود الآجلة و العقود المستقبلية

العقد الآجل هو عقد يبرم بين طرفين مشتري و بائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق. وهذا النوع من العقود لا يخضع لأي قيود، و بنوده تتحدد وفقا لاتفاق الطرفين.

¹ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، المفاهيم - إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2001، ص:5.

² بدر الدين براحلية، عقود المشتقات المالية، مجلة التواصل في الاقتصاد والإدارة و القانون، العدد42، 2015 ص:192.

³ عيساوي سهام، مرعاد لخضر، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، العدد 2014، 15، ص:151.

⁴ نبال محمود قسبة، دور المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية، مجلة الدراسات الاقتصادية و المالية، العدد 04، 2011، ص:58.

أما العقود المستقبلية فهي عقود قانونية ملزمة تمثل اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، و يتم تداولها في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد، ونظرا لأن طرفي العقد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا الطرفين ضمانا بأن العقد سوف يحترم¹.

العقود المستقبلية هو اتفاق بين طرفين، الطرف البائع و يطلق عليه صاحب العقد المستقبلي المركز القصير، و الطرف المشتري و يطلق عليه صاحب المركز الطويل. ويقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة ما) أو أصل ورقي (مثل الأسهم و السندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد. و على طرفي العقد أن يودع كل واحد منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغا نقديا أو أوراقا مالكية تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد يطلق عليها الهامش المبدئي و الغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية و حسن النية من الطرفين. كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية، إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه².

العقود المستقبلية عبارة عن عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (قد يكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقا، على أن يتم التسليم و التسلم في وقت لاحق في المستقبل. فالعقود المستقبلية هي عقود يتم الاتفاق فيها عند إبرام العقد على الشيء المبيع، يمكن حصر أركان العقود المستقبلية في³ :

✓ السعر في المستقبل أي السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل؛

✓ تاريخ التسليم أو التسوية: أي التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل؛

✓ محل العقد أي الشيء المتفق على بيعه و شرائه بين طرفي العقد (بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات...)

✓ مشتري العقد أي الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل؛

¹ جاب الله عادل رياض، المشتقات المالية و دورها في تكريس الازمات المالية العالمية، مجلة "دراسات في الاقتصاد و التجارة و المالية" المجلد 05 العدد 01، 2016، ص:141.

² عيساني منصور، أثر المشتقات المالية على استقرار الأسواق المالية، مجلة دراسات في الاقتصاد و التجارة و المالية، المجلد 05، العدد 02، 2016، ص:526.

³ نفس المرجع السابق، ص ص 526، 527.

✓ و بائع العقد الطرف الملتزم بتسديد الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من طرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.

ج عقود المبادلات SWAPS

هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية). وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر، لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية.¹

1.3.3 الصكوك الإسلامية

و الصكوك هي أحدث أشكال الاستثمار و التمويل المتوافقة مع الشريعة الإسلامية كبديل للسندات، واشتهرت الصكوك في بداية الألفية الجديدة و نشأت في ماليزيا في بداية عام 2002، ولا تقتصر الاستفادة من إصدارات الصكوك حاليا على القطاع الخاص و بخاصة الشركات الكبيرة و المساهمة ، بل امتدت إلى القطاع العام سواء الحكومات أو المؤسسات الحكومية التابعة لها، و التي بدأت تستخدمها بكثرة في تمويل مشاريعها². و التصكيك، يسمى أيضا التوريق أو التسنيد ويقابله باللغة الإنجليزية عبارة securitization ويعني تحويل الادوات المالية و الموجودات من الأصول و العقود، كعقود الاستهلاك، و الإجازات، إلى صكوك مالية متداولة تحقق أرباحا و عوائد لحاملها.

و تعرف الصكوك بأنها " شهادات أو وثائق متساوية القيمة، اسمية أو لحاملها، تمثل حقوق ملكية شائعة و مشروعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية، أو خليط من ذلك، وهي قابلة للتداول بشروط معينة، يشترك حملتها في أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها"³.

المبحث الثالث: آليات التعامل في سوق الأوراق المالية

إن التعامل في سوق الأوراق المالية يساهم في تحقيق الأهداف المالية والاستثمارية للمستثمرين حيث يعتمد في تحقيق ذلك على عوامل السوق من عمليات التداول و مدى توافقها مع أوامر السوق الرامية إلى تنفيذ قرارات المستثمرين و تسعير الأصول المالية، وتتوفر السوق على مؤشرات تمكن من توفير المعلومات الكافية للمستثمرين و التي تمكنهم من الاختيار الأمثل للمحافظ الاستثمارية و تجنبهم مخاطر السوق .

¹ زيد جابر، عيسوي سهام، انعكاسات استخدام المشتقات المالية وإدارتها، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، المجلد 04، العدد 02، 2021، ص: 526.

² عبد الله خالد بن ربيعان، سوق المال السعودية - نشأتها وأدواتها وكفائتها، فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، السعودية، 2020، ص: 45.

³ نفس المرجع السابق، ص: 46.

1 عمليات السوق

1.1 طبيعة عمليات السوق

تعد أسواق العقود الآجلة و المستقبلية وسيلة للحصول على المعلومات عن توقعات المستثمرين للأسعار المستقبلية. ويعتقد الكثرة من غير المحترفين أو الممارسين أن أسعار العقود الآجلة أو المستقبلية، و الأسعار المتوقع لها أن تسود السوق الحاضرة في وقت لاحق لها شيئاً واحداً. ورغم أن هذه القضية خلافية controversial issue إلا أن الإجماع the consensus منعقد على أن الأسعار الآجلة و المستقبلية تنطوي على بيانات قيمة من التوقعات المستقبلية للسعر الحاضر¹.

1.1.1 العمليات العاجلة (العمليات النقدية)

تتميز هذه العمليات بأنها تتم فوراً حيث يجري دفع الثمن للبائع حالا، و يسلم الأوراق المالية محل الصفقة مباشرة للمشتري أو خلال فترة زمنية قصيرة لا تتعدى يوم أو يومين. و بصفة عامة فإن العمليات العاجلة تمثل الجزء الأكبر من عمليات البورصة، و لأن المبادلات العاجلة عادة ما تحتاج إلى أموال سائلة ضخمة، فإنه عادة ما يتم اللجوء إلى هذا الأسلوب في شراء قيم متداولة غير مرغوب فيها لدى المضاربين المحترفين، حيث يعملون إلى شراء أو بيع الأوراق المالية في السوق الآجلة لعدة أسباب نذكر منها².

أ- من منظور العائد: الرغبة في الاحتفاظ بالقيم المتداولة المشتراة في محافظهم المالية، وذلك لفترة زمنية بغية الحصول على عوائد منتظمة خلال تلك الفترة.

ب- من منظور المضاربة: فإن المضاربة على ارتفاع الأسعار، حيث يتم القيام بالبيع عندما تتحسن ظروف السوق للحصول على عوائد ناتجة عن عملية البيع هذه بغية توفير السيولة المطلوبة وذلك ببيع القيم في السوق العاجلة³.

2.1.1 العمليات الآجلة

و هي العمليات التي يلتزم بموجبها كل من المشتري و البائع على تصنيفها في تاريخ معين يجري فيه التسليم، ماعدا حالات التأجيل التي يتفق عليها الطرفان على شروط تأجيلها و تعويضها. و تجري التصفية في كل شهر

¹ سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، مرجع سابق، ص:69.

² صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر و التوزيع ،مصر، 2003، ص ص:21، 22.

³ شمعون شمعون، البورصة و بورصة الجزائر، دار الأطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص ص: 53، 54.

مرة واحدة، و ذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة، حيث تسوى الصفقات نهائيا بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية¹.

مثل هذه العمليات، يشترط فيها ضمانات مالية لتجنب إلحاق الضرر بأحد المتعاقدين. يدعى هذا التأمين المالي بالتغطية "la couverture" ويمكن أن يقدم على شكل نقود أو أوراق مالية موضوع الصفقة. في العادة، عمليات البيع الآجلة لا تطبق إلا على الأوراق المالية التي تكون موجودة بكثرة، و التي يكون تداولها مألوفا بصورة دائمة².

هذه العمليات الآجلة، في الحقيقة، هي مثال حي لعمليات المضاربة كون أن كل طرف في الصفقة يعمل على أن يتحلل من التزامه في دفع وتسليم الأوراق المالية عن طريق دفع الفرق بين السعر المنفق عليه عند عقد الصفقة وسعر الأوراق المالية عند الآجال المحددة. لهذا، فإن المشتري يضارب على ارتفاع الأسعار لأنه يكسب بذلك فرق السعر بينما يضارب البائع على هبوط الأسعار ليتمكن من الحصول على الفرق. و تنقسم العمليات الآجلة إلى ثلاث أنواع³:

(أ) **العمليات الشرطية البسيطة**: وهي التي يكون فيها الخيار للمضاربة بين فسخ العقد في ميعاد التصفية أو قبله، أو تنفيذ العملية إذا رأى تقلب الأسعار لصالحه، على أن يدفع تعويضا متقفا عليه سالفا؛

(ب) **العمليات الشرطية المركبة**: و هي التي يكون فيها الخيار للمضارب بين أن يكون مشتريا أو بائعا، و أن يفسخ العقد إذا رأى مصلحة له في ذلك عند التصفية أو قبلها، مقابل تعويض أكبر مما يدفع في العمليات البسيطة يدفعه لصاحبه؛

(ج) **العمليات المضاعفة**: وهي التي يكون فيها الحق للمضارب في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها بسعر التعاقد، إذا رأى مصلحة في ذلك عند التصفية، على أن يدفع تعويضا مناسباً متقفا عليه عند اتضاح الأسعار، و لا يرد إليه، و تختلف قيمة التعويض بحسب كمية الزيادة و موضوع التخزين.

3.3.3 عمليات التبديل (المقايضة)

تتكون عمليات التبديل/ المقايضة من عقد بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول بدفع مبلغ محدد في موعد محدد إلى الطرف الثاني الذي يتعهد بدوره بدفع مبلغ محدد في نفس التاريخ إلى الطرف الأول.

¹ سارة بكوش، إدارة و تطوير المنتجات المالية و أثر ذلك على تنشيط السوق المالية -دراسة مقارنة بين الجزائر، تركيا و المغرب، مرجع سابق، ص:32.

² فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر - واقع وآفاق - رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص النقود المالية، جامعة الجزائر، 2002-2003 ص ص: 36، 37.

³ سارة بكوش، إدارة و تطوير المنتجات المالية و أثر ذلك على تنشيط السوق المالية -دراسة مقارنة بين الجزائر، تركيا والمغرب، مرجع سابق، ص:33.

و تتعامل الأسواق بأربعة أنواع من عقود التبدل و هي¹ :

* عقود تبادل العملات CURRENCY SWAPS

* عقود تبادل أسعار الفائدة INTEREST RATE SWAPS

* عقود تبادل السلع COMMODITY SWAPS

* عقود تبادل حقوق الملكية EQUITY SWAPS

4.3.3 أساليب تنفيذ العمليات

لو ان أحد المدخرين قرر أن يستثمر مبلغاً من المال في شراء أوراق مالية، و لم يسبق له أن عرف طريقه إلى أسواق الأوراق المالية. ذلك أنه قد اعتاد -بحكم انتشار العادة- أن يودع كافة مدخراته في أحد البنوك الربوية التي تضمن له عائداً ثابتاً على مدخراته خال من المخاطر و لا يرتبط بأوجه النشاط التي يمارسها و لا العوائد التي يحققها فإن أول تساؤل يثور لدى هذا المدخر يدور حول الكيفية التي يشتري بها الأوراق المالية التي ينوي استثمار أمواله فيها، و لا يلبث هذا المدخر أن يجد الإجابة على تساؤلاته في الاختيار بين أسلوبين عليه أن يفاضل بينهما و يفضل الأسلوب الأول بأن يتوجه إلى البنك الذي يتعامل معه و يصدر إليه التعليمات بشراء الأوراق المالية التي يرغب في استثمار أمواله فيها، وسيقوم البنك في هذه الحالة بكافة الإجراءات بالنيابة عن العميل و في حدود التعليمات التي تلقاها منه.²

5.3.3 طرق البيع في الأسواق الأولية

يتم التعامل في السوق عن طريق التعامل المباشر و التعامل غير المباشر³ :

(أ) التعامل المباشر DIRECT TRANSACTION

هذا النوع من التعامل يتم من خلال الاتصال بالمشتريين مباشرة، و في الحياة العملية تلجأ بعض الجهات المصدرة للسندات إلى هذا الأسلوب إذا لم يكن حجم الإصدارات بالضخامة التي تقتضى الاستعانة ببيوت الخبرة و الوساطة المالية المتخصصة في عمليات تغطية الاكتتاب و تسويق الأسهم والسندات. و تقوم الجهات المصدرة في هذه الحالة بجهد تسويقي يعتمد على العلاقات الشخصية في ظاهره و إن كان يصطبغ بالصبغة الرسمية من

¹ ماهر كنج شكري ، مروان عوض، العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين النظرية و التطبيق، نشر بدعم من معهد الدراسات المصرفية، الطبعة الأولى عمان- الأردن، 2004، ص:353.

² سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية في دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية الناشر المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى، مصر، 1996 ص:121.

³ نفس المرجع السابق، ص ص : 46، 47.

ناحية أخرى للتأثير على الجهات التي يتم الاتصال بها كالبنوك التجارية و شركات التأمين و صناديق الادخار و المعاشات. وقد تغطي مشتريات هذه الجهات أو بعضها الاصدار بكامله وقد تخفق أيضا .

(ب) التعامل غير المباشر INDIRECT TRANSACTION

يعتمد هذا الأسلوب على استخدام الوسطاء الذين يقومون بدورهم بتولي مسؤولية الاصدار و تغطية الاكتتاب و تحمل مخاطر تقلب الأسعار . ويطلق على الوسطاء الذين يقومون بأداء هذه الوظيفة "underwriters" و قد يكون من المفيد أن ننبه هنا أنه ليس من التصور أن تتصرف كل الجهود التسويقية إلى ضمان تغطية الاكتتاب. ذلك أن الوسطاء - و هم بنوك و شركات الاستثمار - قد يرفضون شراء إصدار ما بأي ثمن يعرض عليهم؛ لما ينطوي عليه الأمر من مخاطر جسيمة. وكم من بنوك وشركات متخصصة في شؤون الاستثمار قد أخفقت و توارت عن الأنظار بسبب سوء تقديرها وفداحة حجم خسائرها. لذلك لا تقتصر وظيفة بنوك و شركات الاستثمار على ضمان تغطية الاكتتاب، و إنما تقوم أيضا بتسويق الأوراق المالية وإعداد الدراسات الاستقصائية و التحليلية و التي تسبق دائما أي جهد تسويقي، فضلا عن إسداء النصح و تقديم المشورة لمن يطلبها من العملاء.

2.1 أوامر السوق

1.2.1 التعريف بأوامر السوق MARKET ORDERS

يعتبر الأمر بمثابة التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي (وكيل، شركة...الخ)، بغرض شراء، أو بيع الأوراق المالية المتداولة بصفة عامة يتطلب هذا التفويض تحرير أمر مكتوب يحتوي عادة على أهم التوجيهات للمستثمرين المتعلقة بالعمليات التي يقوم بها الوسيط، إذ يقوم المتدخلون في سوق الأوراق المالية بتحرير الأوامر لعقد الصفقات المختلفة، بغرض تحقيق الأرباح و تنويع محافظهم المالية، و الحصول على مصادر التمويل و غيرها من الأغراض التي تختلف باختلاف المتدخل المستثمر¹.

2.2.1 تقسيمات الأوامر

(أ) تحديد الأوامر LIMIT ORDERS

وهي أمر بشراء ورقة مالية عند سعر معين، تلك تساعد المشتري أو البائع لإرساء حدود دنيا floors و حدود عليا ceiling حول سعر الشراء. فإذا رغب المشتري في شراء أسهم Z عند سعر 5 جنيه للسهم، فهو يقرر السعر عند الحد الذي سيدفعه.

¹ مناصرة خولة، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية، دراسة حالة الأردن (خلال الفترة 1990-2014)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات النقود و البنوك و الاسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015-2016، ص:145.

لذا فإذا تبودلت الأسهم مابين $5 + 8/1 \leftarrow 5 + 1/4$ ، فلن ينفذ أمر المشتري. و بالمثل، قد يقرر المشتري سعرا أدنى، الذي دونه لن يبيع أسهم شركة أخرى يمتلك فيه أسهما¹.

ب) إيقاف الأوامر STOP ORDERS

و كما ذكرنا، يمكن للمشتري الحد من خسائره على الأسهم التي يمتلكها أو التي اقترضها بإصدار التعليمات إلى سمساره عند وقت الشراء ببيع أو شراء أسهم Z عندما تتجه دون أو أعلى، في بيع مبكر، قيمة سبق تحديدها. ذلك هو "إيقاف الأمر". و بمجرد الوصول إلى سعر الإيقاف، فالأمر في الواقع يصبح أمرا سوقيا للتبادل عند أحسن سعر متاح. و الأمر بالشراء عند مستوى معين يسمى " شراء إيقاف buy stop " و الأمر بالبيع عند سعر أدنى معين يسمى " بيع إيقاف sell stop".

و لو أن إيقاف الأوامر و تحديد الأوامر تتشابه في أنها تضع شروطا على سعر الشراء أو سعر البيع، فهما يختلفان، حيث أن تحديد الأوامر يفوض بالشراء أو بالبيع عند سعر معين، و الأمر يمكن أن لا ينفذ عند أي سعر آخر الذي اتخذت فيه، أو جيدة حتى تلغى (GTC) و التي تبقى على سجلات السمسار حتى تنفذ أو يلغها المستثمر².

قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل. وفي هذا الصدد يمكن تقسيم الأوامر إلى أربع مجموعات رئيسية : أوامر محددة لسعر التنفيذ، وأوامر محددة لوقت التنفيذ، و أوامر تجمع بين تحديد وقت و سعر التنفيذ. و أخيرا هناك الأوامر الخاصة³.

- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: وهي تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوما أو أسبوعا أو شهرا، أو قد يكون الأمر مفتوحا⁴ :

- الأوامر المحددة بيوم واحد: يستمر الأمر لمدة يوم واحد في التعامل، و هو ساري المفعول حتى يتم إنهاء اليوم الواحد، أو حتى يتم تنفيذه، أو إيقافه بواسطة العميل، و يقوم السمسار بإدخال كافة الأوامر التي ترد إليه كأوامر لمدة يوم واحد.

- الأوامر المحددة بأسبوع أو شهر: بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع، فإنه ينتهي نهاية الأسبوع الذي صدر فيه، كذلك الأمر الذي مدته شهر، ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه.

¹ جلال البناء، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية و البورصات و المشتقات (المنار الأمريكي و البورصات الناشئة)، شركة الندى للطباعة، الطبعة الأولى، مصر، 2007، ص:98.

² نفس المرجع السابق، ص:99.

³ منير الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 125.

⁴ مناصرية خولة، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 146، 147.

- الأوامر المفتوحة: يظل الأمر ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو إلغاؤه غالباً ما يشار إليه بـ "ساري حتى الإلغاء" و غالباً ما يرتبط الأمر المفتوح بالأوامر محددة السعر، و يتطلب إصدار الأمر المفتوح أن يكون المستثمر على دراية بظروف العرض و الطلب و أن يشعر المستثمر بالثقة الكافية بأن إعطاء مزيد من الوقت الكافي للأمر سيؤدي إلى تنفيذه في ظل ما هو محدد به من شروط.

- أوامر تجنب المخاطر STOPLOSS ORDER

يستخدم هذا الأمر لحماية أرباح مجزية تامة التحقيق أو لإيقاف أي خسارة قد يتحملها المستثمر¹.

3.1 التسعير في سوق الأوراق المالية

من خلال هذا الفرع سيتم التطرق إلى التقنيات المستخدمة في تسعير الأوراق المالية و التي تتم فيها عن طريق تفاعل الطلب مع العرض

1.3.1 مفهوم التسعير في سوق الأوراق المالية

سعر سوق الأوراق المالية وبالتحديد البورصة هو القيمة التي يبلغها صك أثناء إحدى جلسات البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، وترتبط العمليات التي تجري في البورصة على إحدى الصكوك ببعضها أشد الارتباط، بحيث يقوم مجموعها بتحديد السعر وفقاً لقانون العرض والطلب².

تحدد أسعار الأوراق المالية وفق مجموعة من التقنيات، الهدف منها هو تعظيم الكمية المتداولة من مختلف الأوراق المالية و تنشيط البورصة. حيث لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عنها في الأسواق العادية، فبتفاعل قوى العرض والطلب تتحدد أسعار مختلف القيم المالية. تشرف سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين على إتمام هذه العملية بعدة تقنيات و على عدة مراحل، و تهدف تلك التقنيات في معظمها إلى تسهيل و تعظيم و تفعيل المبادلات المالية كما و نوعاً³. و يمكن توضيح ذلك من خلال العنصرين التاليين:

- التسعير في البورصة

- ميكانيزمات التسعير في البورصة

¹ هبة عبد الحليم عبد ربه ، أحمد علي بكري، علم نفس البورصة و تطوير الأسواق المالية العربية، دار الوفاء لنديا الطباعة، الطبعة الأولى، الأسكندرية - 2015 ص:27

² حياة زيد ، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الاردن، السعودية، و فلسطين) مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الأسواق المالية و البورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة-2014-2015. ص:33.

³ بن عزوز عبد الرحمان ، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الاشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012، ص:117.

أ) التسعير في البورصة

يمكننا اللجوء إلى عدة طرق من أجل تحديد سعر و هي كالتالي:

- **طريقة المناذاة:** تتم التسعيرة عن طريق المناذاة وذلك بأن يجتمع ممثلو جميع العروض والطلبات في المقصورة وينادون بأعلى أصواتهم عند نهاية العروض والطلبات التي بحوزتهم حتى يتم التوازن، ونظراً للضجيج الذي يحدث باعتماد هذه الطريقة فإن المتفاوضين يلجئون إلى الإشارات¹.

- **التسعير بالكتابة:** وذلك على لوحة العرض والطلب، حيث يقدم السماسرة طلباتهم في بطاقات خاصة إلى كاتب المقصورة لتدوينها على اللوحة ويستمر تلقي العروض إلى أن يضرب الجرس الأول لاقفال الجلسة. وإذا دون على اللوحة عرض لنوع معين من الأسهم بسعر معين، ثم وردت بطاقة عرض أخرى لذات السهم بسعر أقل فإن العرض الأول يمسح ويدون العرض الجديد، وتكون هنا الأولوية الأول فالأول فإذا طلب سمسار سهماً بسعر ثم عرض ذلك السهم بذلك السعر كان له ولا يحق للسمسار العارض أن يبيعه لغيره².

ومنه فإذا اتفق السمساران على عقد الصفقة، سواء كان ذلك عن طريق المناذاة أو عن طريق الكتابة على لوحة العرض، كان على كل منهما أن يدون الصفقة في دفتره و أن يوقع على دفتر الآخر، كما أن عليهما أن يدونا العقد في بطاقة خاصة أعدت لهذا الغرض يسلمها المشتري إلى كاتب المقصورة بعد التوقيع عليها.

- **طريقة المعارضة:** في هذه الطريقة يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراءه من السندات والأسهم وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن³.

- **التسعير بالصندوق:** تطبق هذه الطريقة على القيم ذات الأوامر العاجلة المتداولة في السوق الثانية بحيث يقوم كل وسيط بحجز عدد من الأوراق المالية في صندوق خاص إلى غاية افتتاح جلسة البورصة أين يلتقي جميع الوسطاء لتحديد السعر الرسمي⁴.

¹ بن عمر بن حاسين، فعالية الاسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2012-2013، ص:63.

² بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية (تقييم الأسهم و السندات)، مرجع سابق، ص:134.

³ بن حاسين بن عمر ، عقبات قيام الأسواق المالية في الدول النامية- حالة الجزائر - مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2003-2004، ص:61.

⁴ مزبود ابراهيم، سوق رؤوس الأموال ودورها في تمويل المشاريع التنموية في الدول العربية- دراسة حالة الجزائر - مذكرة ماجستير في علوم التسعير فرع نقود و مالية، جامعة الجزائر ، 2006-2007، ص:34.

- **نقطة التوازن:** وهي تلك النقطة التي تتلاقى فيها الطلبات بالعروض، ويتحدّد السعر نتيجة لذلك مع الوضع في الاعتبار مراعاة الحد الأقصى المسموح به بفروق الأسعار، وهي تتشابه مع فكرة التسعير بالمقابلة ولكن مع فارق في أن نقطة التوازن تتحدّد حال قصور العرض عن مجارة الطلب وذلك عندما لا يمكن تلبية طلبات المشترين، والعكس صحيح في حالة عدم مجارة الطلب للعرض حيث لا يتم أيضا تلبية طلبات البائعين¹.

- **التسعير المستمر:** التسعيرة المستمرة تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق و بها يمكن تجنب فترة الإنتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، ولدقة هذه الطريقة فإنها تعالج عن طريق الإعلام الآلي. الذي يسمح بتنفيذ أكبر عدد من الأوامر وفي أية لحظة ويمر نظام التسعيرة المستمرة بمرحلتين هما²:

✓ مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة و يتم تجميع الأوامر المحصل عليها قبل إفتتاح الجلسة، وتشتمل عادة على ما يلي:

* أوامر بالسعر والتي تشارك في تحديد سعر الإفتتاح.

* أوامر بالسعر الأحسن والتي تخضع مباشرة للسعر الأحسن النظري للإفتتاح.

✓ مرحلة ما بعد الإفتتاح حيث يعتبر سعر الإفتتاح الذي يحقق سعر التوازن عند تلاقي العرض والطلب وهو الذي تتم على أساسه الصفقة، إذ أن أوامر الشراء بالسعر المحدد المنفذة هي التي يكون سعرها المحدد أعلى أو يساوي سعر التوازن.

أما بالنسبة لأوامر البيع بالسعر المحدد أو المنفذة يكون سعرها أدنى أو يساوي سعر التوازن، ويتم ذلك بتوجيهها إلى نظام الإعلام الآلي للتسعيرة وتنفيذها حسب قاعدة الداخل أولا الخارج أولا (FIFO - First in) (first out) بمعنى أنه إذا دخلت عدة أوامر بنفس السعر المحدد، فإن تنفيذها يتم حسب الأولوية.

(ب) ميكانيزمات التسعير في البورصة

نظام التسعير في البورصة بمثابة مجموعة من التقنيات تسمح بتحديد أسعار الأوراق المالية داخل البورصة و توجد طريقتان للتسعير في البورصة هما التسعير بالثبتي و التسعير بالتواصل

¹ يسمينة ريجاني، بورصة القيم المنقولة آلية لتمويل المؤسسة الاقتصادية، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية، السياسية و الاقتصادية، المجلد 57، العدد 02، 2020 ص:360.

² مزبود ابراهيم، سوق رؤوس الأموال ودورها في تمويل المشاريع التتموية في الدول العربية- دراسة حالة الجزائر - مرجع سابق، ص35.

- التسعير بالثبیت

هذه الطريقة تهدف إلى تحديد سعر يسمح بأكبر عدد من الصفقات و هي مستعملة لتحديد سعر يدعى بسعر الثبیت و ذلك بمواجهة أوامر الشراء و البيع في مدة قصيرة (مرة أو مرتين في اليوم) وتعتمد على مجموعة من القواعد¹:

* الأوامر بالأحسن لابد و أن تنفذ أولاً؛

* أوامر البيع ذات الحد الأقل من السعر المسعر به لابد و أن تنفذ؛

* أوامر الشراء ذات الحد الأكبر من السعر المسعر به لابد و أن تنفذ .

- التسعير بالتواصل

يستعمل التسعير المتواصل نظام الإعلام الآلي، ويتمثل في المواجهة المستمرة للأوامر التي تم إدخالها مباشرة من طرف شركات البورصة (وسطاء في عمليات البورصة) في التسعيرة الالكترونية التي يديرها الحاسوب المركزي هذا الأخير يحدد سعر التوازن (قبل الافتتاح) ثم تنفذ الأوامر حسب أولوية وصولها إلى النظام².

ج) التسعير في السوق غير الرسمية

عندما يقوم السمسار بتنفيذ أمر عملية مع أحد بيوت الديلرز في السوق غير الرسمية بصفته وكيلاً عنه فإن أول سؤال يطرح نفسه على السمسار هو "من أفضل ديلر يمكن التعامل معه كأحد صناع السوق الناشطين" وأما السؤال الثاني فهو (أي من هؤلاء الديلرز يعطي أسعاراً أفضل من الآخرين و يتقبلها العميل)³.

و يفرض أن هذا السمسار يقوم بعمله في الولايات المتحدة الأمريكية التي تتمتع بأضخم و أعظم الأسواق غير الرسمية شأنها في العالم، فإن الإجابة على هذين السؤالين تخلص في الآتي:
قبل عام 1971 كان يكفي النظر إلى نشرة الأسعار القرنفلية و إن شئت فقل الوردية و التي كان يصدرها مكتب التسعير الوطني National Quotation Bureau حيث كانت هذه النشرة توزع يومياً على السماسرة مبيناً بها أسعار طلبات الشراء و عروض البيع التي يرفعها الديلرز إلى مكتب التسعير الوطني (NQB) بعد ظهر اليوم السابق.

¹ بن عزوز عبد الرحمان ، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الاشارة لحالة بورصة تونس، مرجع سابق ص:122.

² بن عزوز عبد الرحمان ، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الاشارة لحالة بورصة تونس، مرجع سابق ، ص:125.

³ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الاوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ص ص: 56، 57.

و بسبب تأخر إعلان الأسعار ما يقرب من يوم صارت هذه النشرة عند السماسرة غير عملية بسبب عدم تزامنها على أساس أن هذه الأسعار مبلغة في يوم سابق وهم يعبرون عن ذلك بكونها (Stale) أو (Not Fresh) إذ ليس من المتوقع قيام الديالر ببيع ورقة مالية في صباح يوم ما بنفس السعر الذي عرضه بعد ظهر اليوم السابق، ومع هذا فإن تلك النشرات كانت تشير إلى أكثر الديلرز نشاطا في إصدارها و كان السمسار يقوم بالاتصال تليفونيا أو عن طريق " التليتيب " Teletype بمكتب الديالر الذي وقع عليه الاختيار لتنفيذ العملية، وأدت التكاليف التي يتحملها السمسار و كذلك الجهد الذي يبذله و الوقت الذي ينفقه إلى تضاؤل الحافز على تنفيذ عملية البحث في السوق غير الرسمية.

2 بناء المحفظة الاستثمارية

1.2 ماهية المحافظ الاستثمارية

1.1.2 تعريف المحافظ الاستثمارية

إن كلمة محفظة بمعنى كيس كبير أو صغير من الجلد أو القماش تحفظ فيه قطع من النقود و الأوراق المهمة الأخرى، و من هنا جاءت تسمية المحافظ الاستثمارية.

وبالتالي فإن المحافظ الاستثمارية هي مجموعة من الأوراق المالية المختلفة كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع و أيضا صكوك ملكية الأصول كالعقار أو الذهب أو الفضة.

و من خلال التعريفات السابقة يمكن أن نعرف المحافظ الاستثمارية بأنها¹ :

كل ما يملكه الفرد من أصول حقيقية أو مالية من أجل تنمية قيمته، لهذا لا يدخل من ضمن المحفظة ما يملكه الفرد لاستعماله الشخصية كالبيت و السيارة وغيرها، ويمكن تقسيم المحفظة حسب الأصول المملوكة إلى ثلاثة أقسام:

* محافظ تختص في الأصول المالية كالأسهم والسندات والعملات الأجنبية وشهادات الإيداع، الأوراق المالية الحديثة كالعقود المستقبلية أو عقود الخيارات.

* محافظ تختص في أصول حقيقية كالذهب و الفضة (المعادن الثمينة) و عقارات و سلع .

* محافظ مختلطة تختص بالأصول المالية و الأصول الحقيقية، أي أن رأس مال المحفظة يتكون من الأصول المختلفة.

كما تمتاز المحفظة الاستثمارية باختلاف أصولها من حيث النوع، وتختلف أيضا من حيث الجودة، فمن حيث النوع يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية و هي الأصول التي لها قيمة اقتصادية ملموسة مثل العقارات

¹ محمد فرح عبد الحلیم، الاسواق المالية و البورصات، مركز جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب الجامعي الطبعة الثانية صنعاء، اليمن، 2013. ص: 176.

والذهب والفضة والمشاريع الاقتصادية، وعلى أصول مالية مثل الاسهم و السندات، و سندات الخزينة.¹ أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد و لكنها منخفضة المخاطر، و أخرى مرتفعة المخاطر كثيرة العوائد. وعلى الرغم من أن المحفظة الاستثمارية بمفهومها الواسع تشمل كل الموجودات والأصول الاستثمارية إلا أنها بمفهومها الواسع تشمل كل الموجودات و الأصول الاستثمارية إلا أنها بمفهومها الضيق يمكن أن تكون أكثر تخصصا بحيث تشمل فقط بعض الأدوات الاستثمارية التي تهدف إلى تقادي المخاطر الكبيرة التي يمكن ان يتعرض لها الاستثمار عن طريق التنوع الذي يعتمد عليه مبدأ المحفظة مع ضمان حد مقبول من الدخل و نمو مضطرد من رأس المال بالإضافة إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من مميزات الاستثمار الناجح أي زيادة القيمة السوقية لرأس المال.²

2.2 خصائص المحافظ الإستثمارية و أهدافها.

(أ) خصائص المحافظ الإستثمارية المثلى

تتميز المحافظ الإستثمارية المثلى بمجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي³:

- * تحقق للمستثمر توازنا معقولا بين عنصرى العائد والمخاطرة؛
- * تتسم أصولها بقدر كاف من التنوع الإيجابي حيث أن أهداف مدير المحفظة لا تقتصر على مجرد تنوع أصولها فقط، بل تشتمل أيضا على التنوع الجغرافي لأدوات الإستثمار فيها، بما في ذلك آجال هذه الأدوات والعملات الأجنبية بها، وذلك حتى يكون بالإمكان تخفيض معظم المخاطر التي تتعرض لها الإستثمارات بما فيها المخاطر السياسية وتقلبات أسعار الصرف الأجنبي، وعليه فإن التنوع عامل مهم في إدارة المخاطر؛
- * أن تحقق أدوات المحفظة حدا أدنى من السيولة أو القابلية للتسوق، مما يوفر لمديرها ميزة المرونة التي تمكنه من إجراء تعديلات جوهرية يراها مدير المحفظة ضرورية وبأقل قدر من الخسائر.

(ب) أهداف المحفظة المالية

تكمن أهداف المحفظة المالية فيما يلي⁴:

- * المحافظة على رأس المال الأصل وتنميته حيث يعتبر من أهم الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها مالك المحفظة، إلا أن الاستعداد لتحمل مخاطر يجب أن يبتعد عن رأس المال الأصلي، فالمخاطرة يجب أن ترتبط

¹ بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية، تكوينها و مخاطرها، مجلة الباحث- عدد 2004/03، ص:37.

² نفس المرجع السابق ص:37.

³ برارمة ريمة، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية- دراسة حالة بورصة باريس و لندن- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص مالية، بنوك و تأمينات، جامعة فرحات عباس سطيف-1-2018-2019، ص:9.

⁴ جهرة شناعة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي- دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية (1980-2016)، مرجع سابق ص:150.

- بنسبة معينة من العائد بحيث يتطلب أن يكون توازن بين العائد والمخاطرة، من أجل المحافظة على رأس مال المستثمر في المحفظة.
- * تحقيق أكبر عائد ممكن مع أقل مخاطر متوقعة، ويتحقق ذلك من خلال التنوع الكفء لمكونات محفظة الأوراق المالية.
- * قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة، وذلك من خلال الاستثمار في أوراق مالية لها قابلية للتحويل إلى سيولة بدون خسارة، وذلك لمواجهة احتمالات العسر والتعثر المالي.
- * تحقيق الدخل بشكل مستمر ومستقر، حيث يتيح فرصة الاستهلاك أو إعادة استثمار العائد المحقق لتوسيع حجم المحفظة.
- * إلى جانب توفير الأمان من خلال ربط هادف بين سلوكي التحوط والعقلانية، وذلك بالتنوع في مكونات الأصول المالية.

3.2 أهمية التنوع الاستثماري في المحافظ الاستثمارية

التنوع في المحافظ الاستثمارية ليس مفهوما جديدا فقد ظهر قديما في القرن الثامن عشر، لترجمة الروماني Don Quixote عندما نصح sancho panza سيده أن لا يضع كل ماله من بيض في سلة واحدة، واستطاع ماركويتز ترجمة هذا المثل الشعبي إلى مجال الاستثمار بأن لا يضع المستثمر ثقته باستثمار واحد. و تقوم سياسة التنوع على أساس تعدد و تنوع المحفظة من أدوات استثمارية وجهات مصدرة للأوراق المالية ومن حيث الشركات أو القطاعات، حيث أن إدراج أوراق مالية متنوعة في المحفظة يساهم في تخفيض درجة التقلب في عائد المحفظة.

و الأساس من استخدام هذا الأسلوب أنه بزيادة عدد الأوراق المالية يتم تخفيض ما بين 50 إلى 80% من مخاطر المحفظة ليست باتجاه واحد فانخفاض قيمة سهم يعوض بارتفاع سهم آخر و بالتالي هنالك فرصة للحد من المخاطر¹.

1.3.2 أساليب التنوع الاستثماري

(أ) أسلوب التنوع الساذج DIVERSIFICATION NAÏVE

ويعبر عن زيادة حجم تنوع الاستثمارات التي تضمنها المحفظة يؤدي إلى خفض المخاطر غير المنتظمة، بينما لا يساهم على الإطلاق في تخفيض المخاطر النظامية، في حين تشير الدراسات الخاصة بهذا النوع من

¹ بلعوز بن علي، نعام مريم نجاة، فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية- دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر (2011-2016) مجلة رؤى اقتصادية، العدد 10 /2016، ص:12.

التنوع إلى أن احتواء المحفظة المالية على حوالي 15 ورقة مالية كحد أقصى سيسهم في التخلص من المخاطر غير المنتظمة¹.

(ب) تنوع ماركويتز

يختلف المبدأ الأساسي للتنوع البسيط- الذي يقوم على الاختيار العشوائي للأصول في المحفظة- عن تنوع ماركويتز، إذ يعتمد أسلوب ماركويتز على الطرق العلمية السليمة في اختيار أصول المحفظة؛ فوجد ماركويتز أن مفتاح التنوع لا يعتمد على عدد الأسهم التي تحتويها المحفظة بل على العلاقة الارتباطية بين عوائد الأصول التي تتكون منها المحفظة.

فالتنوع الكفاء هو الذي يعتمد على أساس علمي في اختيار مكونات المحفظة لتخفيض المخاطرة عند مستوى معين من العائد، حيث قدمت نظرية المحفظة مفهوم التنوع باستخدام درجة الارتباط بين العوائد للأصول، فكلما كان الارتباط بين عوائد الاستثمار أقرب إلى -1 وهو ارتباط سلبي كامل يكون التنوع أفضل و يعطي نتائج جيدة في تخفيض المخاطرة، أما إذا كان الارتباط أقرب إلى +1 يكون أثر التنوع محدودا جدا و تكون درجة المخاطرة كبيرة جدا².

(ج) استراتيجية توقيت السوق

تقوم على إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين الأسهم العادية و الأصول المالية الأخرى، بعبارة أخرى تقتضي تلك الاستراتيجية بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية أو يقلل المخاطرة لو أنه أدرك متى يدخل إلى سوق الأسهم متى يستمر و متى يصبح من الأفضل له الخروج منها موجها حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل كالودائع المصرفية و أدوات الخزانة، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم، كما تقتضي تلك الإستراتيجية بأنه في حالة توقع رواج في سوق الأسهم، يمكن للمستثمر أن يقترض لتدعيم المخصصات الموجهة للاستثمار في الأسهم العادية³.

3 مؤشرات الأسواق المالية، و مخاطر السوق

ظهرت المؤشرات في القرن 19 ميلادي، و تطورت و ازدهرت أهميتها عبر الزمن، و استخدمت في أسواق الأوراق المالية كوسيلة تعكس اتجاه السوق و سلوكها و يعتبر مؤشر Dow Joens أول مؤشر عالمي ظهر

¹ أحمد مداني، نور الدين بومدين، دور تنوع الادوات المالية في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية-دراسة حالة سوق الاوراق المالية في ماليزيا، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المجلد 1، العدد3، 2013، ص:55.

² بلعوز بن علي، نعام مريم نجاه، فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية- مرجع سابق، ص:13.

³ أحمد محمد فهمي سعيد البرزنجي، مدخل في التمويل والاستثمار، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، الطبعة الأولى بغداد، 2014، ص:96، 97.

لأول مرة عام 1884م، وعرفت المؤشرات قفزة نوعية في فترة الثمانينات من القرن العشرين، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية وسلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى، حيث كان أول تداول لها سنة 1190م¹.

1.3 مفاهيم عامة حول المؤشرات وطرق بنائها

1.1.3 تعريف المؤشر

يعرف مؤشر السوق المالي على أنه قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في السوق المالي، حيث يمكن تكوين المؤشر في بداية الفترة و تحديد قيمته، و بالتالي فإن المؤشر يمكننا من التعرف على تحركات السوق سواء للأعلى أو للأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق و اتجاهاتها. إذ يمثل مقياساً شاملاً لاتجاه السوق، ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، حيث يمثل مؤشر السوق المستوى المرجعي للمستثمر عن سوق المال، و تستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق المالي سواء في الدول النامية أو المتقدمة، و يستخدم لكل سوق مؤشراً أو عدد من المؤشرات لتقييمه.²

2.1.3 بناء المؤشر

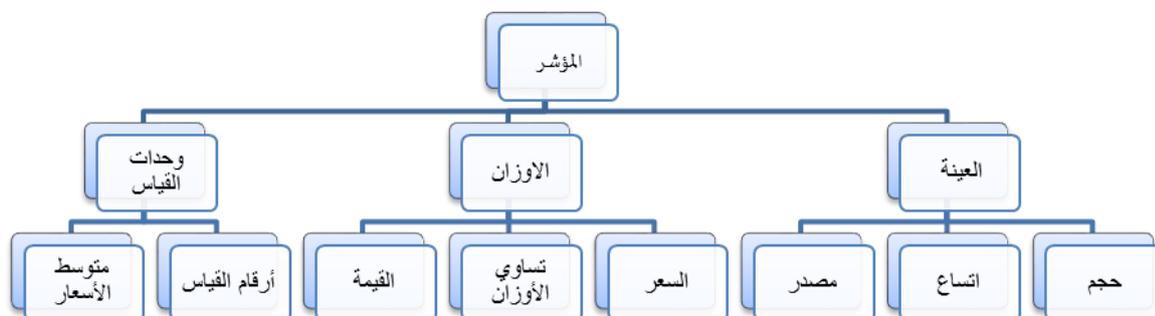
يقوم المؤشر العام لأسعار الأسهم على الأسهم المتداولة في السوق كافة، أو يستخرج من عينة مختارة من الأسهم التي تتداول في السوق. وفي هذه الحالة يفترض أن يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها السوق الذي يستهدف المؤشر قياسه، و يمكن استخراج المؤشر على أسس معينة³. و ذلك كما هو مفصل في الشكل التالي:

¹ بوبريمة إحسان، دور الإصدارات في استقرار الأسواق المالية، حالة البورصات العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف-1، 2018/2017، ص: 142.

² عقون عبد السلام، تقييم أداء الأسواق المالية العربية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 4، العدد 2، 2013ص:28.

³ بشار ذنون محمد الشكرجي، مباداة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية " دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية" مجلة تنمية الرافدين 89 (30)، 2008، ص:77.

شكل رقم (01-03) أسس بناء المؤشر



المصدر: بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية " دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية" مجلة تنمية الرافدين 89 (30)، 2008، ص:77.

أ) **ملائمة العينة:** يقصد بالعينة في هذا الصدد مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر. وهذه العينة ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب هي: الحجم، الاتساع، و المصدر. و بالنسبة للحجم size فإن القاعدة العامة أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً لحالة السوق. أما الاتساع breadth فيقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق. فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل، ينبغي أن يتضمن أسهماً لمنشآت في كل صناعة أو قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي، دون أن يكون هناك تحيزاً لفتة معينة من المنشآت (المنشآت الكبيرة مثلاً) في داخل الصناعة أو القطاع. و بالطبع لو أن المؤشر خاصاً بصناعة معينة ، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة، و المختارة بدون تحيز¹.

أما المصدر source فيقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، إذ ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول في تلك الأوراق. فإذا كانت الأسهم مسجلة في بورصة نيويورك حينئذ ينبغي أن يكون حساب قيمة المؤشر على أساس الأسعار المعلنة في تلك البورصة، و ليكن سعر الاقفال مثلاً².

ب) **الأوزان النسبية:** تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاث مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر³ :

¹ منير الهندي، الاوراق المالية وأسواق رأس المال، دار النشر منشأة المعارف، مرجع سابق ص:249.

² نفس المرجع السابق، ص:249.

³ حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الاردن، السعودية، و فلسطين) مرجع سابق، ص: 26، 27.

- **مداخل الوزن على أساس السعر:** أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموعة أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. ومما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية الشركة أو حجمها.
- **مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر ويعاب على هذا المدخل أنه لا يأخذ بعين الاعتبار حجم وأهمية المؤسسة، ويضاف إلى ذلك أنه إذا كان الوزن النسبي متساوياً في السنة الأولى فإن هذا التساوي دائماً ما يختفي مع التغير في الأسعار.
- **مدخل الأوزان على أساس القيمة:** أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجاوز العيب الأساسي في مدخل السعر. إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي. فالشركة التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية، يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة. ويتم حساب المؤشر وفقاً لأسلوب القيمة حسب المعادلة التالية:

$$Index_t = \frac{\sum P_t \cdot Q_t}{\sum P_b \cdot Q_b} \times \text{Beginning Index value}$$

حيث : $index_t$: قيمة المؤشر في الفترة t

P_t : إقبال أسعار الأسهم في الفترة t

Q_t : عدد وحدات الأسهم في الفترة t

P_b : إقبال أسعار الأسهم في يوم الأساس

Q_b : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس

ج) وحدات القياس

- **المؤشر المرجح الموزون بالأسعار:** هو عبارة عن متوسط مجموعة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية مقسومة على عدد الشركات الممثلة للأسهم شركات السوق والمختارة من قبل السوق ، وفقاً لمؤشرات تتعلق بأداء وتأثير أسهم هذه الشركات في السوق ، مثل مؤشر داو جونز الذي يعكس أسعار 30 شركة من كبريات الشركات الأمريكية الصناعية حيث تشكل الشركات الصناعية 25 % من حجم التداول في السوق المالي وهو من أكثر المؤشرات استخداماً¹.

مجموع أسعار الاسهم المختارة

ويمكن قياسه بالطريقة التالية: -

عدد الشركات

¹ قسط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الاوراق المالية الاسلامية- دراسة مقارنة مرجع سابق ص:44.

3.1.3 أنواع المؤشرات

يوجد معيارين لتقسيم المؤشرات وهما معيار وظيفتها ومعيار إمكانية تداولها حسب مايلي¹:

تقسم المؤشرات من حيث الوظيفة إلى:

(أ) مؤشرات عامة

تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة.

(ب) مؤشرات قطاعية

وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز للصناعة ومؤشر ستاندر اندبور للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز.

وتقسم المؤشرات من حيث إمكانية تداول إلى:

- **مؤشرات متداولة:** وهي مؤشرات يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، حيث تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في أسواق خاصة بها 50 مؤشر عام 2000م، وذلك بالرغم من أن أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في كنساس سيتي بالو.م.أ عام 1982 وكمثال على ذلك: مؤشر Nikkei225 ومؤشر Nasdaq100

- **مؤشرات غير متداولة:** وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل مؤشر داو جونز وكافة مؤشرات البورصات العربية. ويشار إلى وجود العديد من المؤشرات سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف أو القابلية للتحويل أو الجهة المشرفة؛ ولقد وصل تنوع وتطور المؤشرات إلى درجة إنشاء مؤشرات المؤشرات.

3.1.3 أهمية المؤشر

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية بارومتر لقياس درجة تطور سوق الأوراق المالية، إذ يلخص الأداء الإجمالي للسوق، ولهذا المؤشر عدة استخدامات نذكر منها²:

¹ أ حسين قبيلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، العدد 11، 2011، ص:94.

² رملوي عبد القادر، بشرول فيصل، مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الأزمات المالية- التنبؤ بحركة مؤشر داوجونز الصناعي باستخدام منهجية Box-jenkins في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد الثالث، 2017. ص ص:120، 121.

أ) متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية

يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في إجمالي الأسهم المتداولة بالبورصة و يعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق و بالتالي يمكن المستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظته الاستثمارية و بين العائد السوقي أو التغيير الذي يطرأ على مؤشر السوق.

ب) التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات

يمكن التوصل إلى نمذجة التغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية و المتوسطات المتحركة، و بالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل. كذلك يمكن تحليل العلاقة التكاملية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية و التغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الاساليب الإحصائية مثل تحليل الانحدار و الارتباط و نموذج تصحيح الخطأ و التكامل المشترك، إذ بواسطتها يمكن رصد حركة السوق، إذ تسمح هذه التحليلات لمتخذي القرار الاستثماري بتوسيع مجال المعلومات عن الحركة المستقبلية لاتجاهات المؤشر المستقبلية.

ج) تقدير مخاطر المحفظة

عن طريق مؤشرات البورصة يمكن قياس المخاطر النظامية (Systeme Risque) للمحفظة الاستثمارية، وهي علاقة بين معدل العائد لأصول الخطر (Risky Assets) و معدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

التنبؤ يسمح للمحللين بالوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية و بعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات، وهو ما يشار إليه عادة بالتحليل الأساسي الذي يمكن من التنبؤ مقدما بما يكون عليه السوق مستقبلا، وهذا من شأنه اتخاذ القرار السليم.

4.1.3 بعض مؤشرات الأسواق العالمية الرئيسية

أ) مؤشرات داوجونز

تعتبر مؤشرات داوجونز من أكثر المؤشرات شهرة في العالم و أقدمها، و نجد اليوم أكثر وسائل الإعلام المالية في جميع أنحاء العالم تتكلم عن هذا المؤشر و تتابع تحركاته سواء في الصحف المالية أو في المحطات التلفزيونية.

و صاحب هذه النظرية هو تشارلز داو وهو المحرر الأول لصحيفة "ول ستريت" بعد خبرة اكتسبها في البورصات العالمية من خلال عمله كمسار، و يعتبر هو أول من وضع قواعد نظرية (القمم الثلاثة)، كما يمكن أن نعتبره أول من وضع أسس و قواعد التحليل الفني، و قد طورت بعده هذه النظرية، و قد بنى "داو"

نظرية لأول مرة كمقياس للاتجاه العام في بداية الأمر ولم يفكر فيها كوسيلة للتنبؤ بسوق الأسهم أو حتى كمرشد للمستثمر¹.

ورغم أن صاحب هذه النظرية لم يعمل بها كثيرا حيث توفي عام 1901 أي بعد عامين فقط من تقديمها فقد تم تطويرها من طرف الباحثين و الدارسين للسوق وأبرزهم w.p.hamilton وهو محرر كذلك بجريدة الـ " وول ستريت"، وقد أجريت مجموعة من التعديلات على هذه المؤشرات. من بين أشهر مؤشرات "داوجونز" ما يلي:

- داوجونز الصناعي (Dow Jones Ind Average (DJIA) : يضم المؤشر 30 شركة، وعلى مر السنوات تدخل بعض الشركات وتخرج أخرى. القائمة الحالية هي كالتالي حسب آخر تغيير في 31 أوت 2020 عندما تم إدراج شركات أمجن وهانوييل وسيلز فوريس واستبعاد كل من إكسون موبيل وفايزر ورايثيون تكنولوجيز².
(ب) مؤشر البورصة الفرنسية CAC 40: تعود نشأة المؤشر إلى 15 جوان 1988 ، حيث يتكون من أكبر 40 قيمة في البورصة الفرنسية، و يحتل ضمن أكبر 100 بورصة من حيث تداول رأس المال في السوق الأولي.

الجدير بالذكر أن قاعدة مؤشر "CAC40" تعادل 1000 نقطة في الأساس في 31 ديسمبر 1987.³ حيث يتم حساب المؤشر "CAC40" كالتالي:

$$I_t = 1000 + \frac{\sum_{i=1}^N Q_{i,t} F_{i,t} f_{i,t} C_{i,t}}{K_t \sum_{i=1}^n Q_{i,0} C_{i,0}}$$

t: يو الحساب

N : عدد الأسهم العادية في المؤشر

Q_{i,t}: عدد الأسهم i في الزمن t.

C_{i,t}: سعر السهم أفى الزمن t.

F_{i,t}: Free float of equity i

f i t : capping factor of equity i

Q I .0: number of shares of equity i on index base date

C I .0: price of equity i on index base day

K: adjustment coefficient for base capitalization on day

¹ مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية مرجع سابق، ص107.

² <https://ar.wikipedia.org/wiki> تاريخ الإطلاع 2022/08/02

³ غراية زهير، ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الاسواق المالية الدينامكية مؤشر " داو جونز" الصناعي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية- العدد02، 2013، ص:143.

2.3 مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

1.2.3 تعريف مخاطر الاستثمار

هي تلك التغيرات أو التقلبات أو التذبذبات المؤثرة على مقدار المكاسب أو الخسائر التي قد تتحقق خلال فترة محددة، والتي تحدث حول العوائد والأرباح الرأسمالية، وتعتمد قرارات المستثمرين بالاستثمار في الأوراق المالية-بيعا وشراء- على مدى جودة و سلامة عمليات الاختيار التي يقومون بها و الخاصة بتلك الأوراق التي يرغبون في الاستثمار فيها، معتمدين في ذلك على تقديراتهم لعوائد و أرباح هذا الاستثمار وتقديراتهم للمخاطر التي قد تواجههم، وعلى الجانب الآخر، تعتمد قرارات الشركات بقبول إصدار الأوراق المالية على ما سيتحملونه من تكاليف لإصدارها، إضافة إلى الضمانات الواجب تقديمها لتجزئة مخاطر التمويل عن طريق الأوراق المالية¹.

غير أنه لا يوجد تعريف موحد للخطر، فلكل من الاقتصاديين و الباحثين النظريين في إدارة الخطر و كذلك الاحصائيين مفهومه الخاص، ومع ذلك تم تعريف الخطر تقليدياً بأنه حالة عدم التأكد. وبناء على هذا المفهوم يعرف الخطر هنا على أنه²:

عدم التأكد المتعلق بحدوث خسارة ما، أو أنه حالة التأكد من حتمية الحصول العائد من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة .

كما تعرف المخاطر على أنها حالة عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد في الحاضر على نتائج دراسة سلوك الظاهرة في الماضي.

وفي تعريف آخر المخاطرة هي مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التدفقات النقدية التي سيتم الحصول عليها مستقبلاً.

المخاطر جزء لا يتجزأ من النشاط الاقتصادي، و لعل المخاطر التي تواجه الصناعة المالية التقليدية تعد الأكثر من أية مخاطر تواجهها النشاطات الاقتصادية الأخرى، لذا كان لا بد من ابتكار أدوات مالية حديثة تناط بها عملية تغطية هذه المخاطر، تعرف المخاطر بأنها: "احتمالية تعرض المؤسسة إلى خسائر غير متوقعة

¹ عصام عبدالغني علي، أحمد عبد المنعم شفيق، إدارة الأسواق الدولية - الاستراتيجيات و الدوافع و ثقافات اتمام الصفقات و ادارة المخاطر و اتخاذ القرارات، مركز التعليم المفتوح بجامعة بنها، 2010، ص212.

² عبد الحفيظ عيسى، بوثلجة عبد الناصر، تقدير مخاطر الاستثمار في الاسواق المالية باستخدام مقاربة VAR (دراسة حالة: سوق دبي للأوراق المالية). مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11، العدد2، 2020، ص:55.

وغير مخطط لها و/أو تذبذ العائد المتوقع على استثمار معين، كما يمكن تعريفها بأنها عدم التأكد من حتمية حصول العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة¹.

2.2.3 أنواع المخاطر

(أ) المخاطر المالية

ينظر للمخاطر المالية بأن مصدرها الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية، وتكون هذه المخاطر في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة (الرافعة المالية)، حيث أن المؤسسة المالية تكون في وضع مالي لا تستطيع فيه مقابلة التزاماتها من أصولها الجارية.

ويمكن تقسيم مخاطر التعامل في سوق الأوراق المالية إلى المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة *Systematic Risk* and *Unsystematic Risk* يقصد بالمخاطر المنتظمة ذلك التغير الذي يحدث في عوائد الورقة المالية، نتيجة للارتفاع العام أو الهبوط العام في السوق المالي كله، ولا يمكن إزالته لأنه مرتبط بظروف اقتصادية وسياسية معينة. في حين أن المقصود بالمخاطر غير المنتظمة، فهو التغير الذي يحدث في عوائد الورقة المالية نتيجة لبعض العوامل الخاصة بها فقط، ويمكن إزالته أو الحد منه عن طريق تنويع الأسهم التي يمتلكها المستثمر في محفظته². و تصنف المخاطر المالية إلى صنفين:

- المخاطر النظامية: يمكن تعريفها على أنها مقدار النقلب أو التباين في العوائد الناجم عن الظروف الاقتصادية العامة، و في إطار الاستثمار بالأوراق المالية يكون التأكيد الأكبر على المخاطر النظامية التي لا يمكن تجنبها أو تحاشيها ولكن يمكن التخفيف منها. إن السبب وراء اهتمام المختصين و المستثمرين و الدراسين بالمخاطر النظامية هو كون تأثيرها يشمل عموم الأسهم المتداولة في السوق المالية ولكن بدرجات متفاوتة، ولهذا توصف بأنها مخاطر النظام الاقتصادي أو البيئة الاقتصادية العامة؛ و تنشأ المخاطر النظامية من عدة مصادر أهمها: مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر التضخم، و مخاطر السيولة³.

¹ قايدى خميسي، لحسين عبد القادر، دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق- حالة الدول الصناعية العشر- المجلة الجزائرية للعلوم و السياسات الاقتصادية، العدد6، 2015، ص:31.

² جمال معتوق، سعيد يحيى، قياس أثر تداول المشتقات المالية في البورصة على المخاطر المالية- دراسة مقارنة بسوق البورصة التركية قبل و بعد تداول المشتقات المالية للفترة 1994-2015، مجلة العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، العدد 13، 2015، ص:237.

³ سليمة حشايشي، تقدير مخاطر الاستثمار في الأصول المالية-دراسة قياسية على سوق الأسهم السعودي للفترة 2013-2016، مجلة الحقوق و العلوم الانسانية، العدد الاقتصادي-34-(02)-2018، ص:403.

- المخاطر غير النظامية: يترتب هذا النوع من المخاطر بصورة مباشرة بشركة معينة أو قطاع معين ولا علاقة لها بشركات وقطاعات أخرى، وتعرف بالمخاطر القابلة للتنويع. وتتكون أهم مصادر المخاطر غير المنتظمة من مايلي¹:

مخاطر الإدارة والتي تنشأ عن سوء إدارة الشركة واتخاذ قرارات خاطئة فيما يتعلق بالاستثمار أو الإنتاج أو التسويق.

أما مخاطر الصناعة فهي المخاطر التي تنتج عن عوامل تؤثر في قطاع معين بشكل واضح دون غيره من القطاعات كعجز الشركة على المنافسة.

(ب) مخاطر السوق

هذا النوع من المخاطر يتعلق بمدى تأثير الظروف الاقتصادية مثل التضخم و البطالة، وغيرها من الظروف السياسية والاجتماعية، فإذا أصدرت الدولة، على سبيل المثال، قراراً بوقف مشروعات المقاولات والإنشاءات، فإن هذا مثلاً يمثل خطراً على سعر سهم شركة تنتج الاسمنت أو حديد التسليح².

(ج) مخاطر سعر الفائدة

هي التغيرات التي تحدث في العائد على الورقة المالية نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، فهي تؤثر في أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها في الأسهم العادية³.

(د) مخاطر أسعار الصرف

تتعلق هذه المخاطر بالأضرار التي تلحق بالنتائج المالية للمؤسسات ذات العلاقات الاقتصادية مع الخارج من جراء التقلبات في أسعار صرف عملات التقويم و الدفع لنشاطاتها⁴.

(هـ) مخاطر الأسواق المالية

تتمثل في المخاطر الناجمة عن تأثر السوق بعوامل مختلفة كالمضاربة في الأوراق المالية و التغيرات السياسية و الحروب و غيرها مما يؤثر على سلوك المستثمر حيث ينقل هذا السلوك إلى التعامل مع السوق مما يجعل الأسعار تتغير ويتأثر السوق بذلك، مما يدفع السوق إلى حالات الحركة ارتفاعاً أو ركوداً في حجم التداول

¹ زهير بن دعاس، تحليل استراتيجية التحوط عن طريق الخيارات المالية- دراسة حالة بعض البنوك المرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة دراسات - العدد الاقتصادي- المجلد7- العدد 2-2016، ص:113.

² عبد الحفيظ عيسى، بولتجة عبد الناصر، تقدير مخاطر الاستثمار في الاسواق المالية باستخدام مقاربة VAR ، مرجع سابق، ص:56.

³ زهير بن دعاس، تحليل استراتيجية التحوط عن طريق الخيارات المالية، دراسة حالة بعض البنوك المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، مرجع سابق، ص:113.

⁴ فاطمة بوهالي، إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة عدد من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية - مجلة الحقوق و العلوم الاقتصادية، العدد الاقتصادي-35(01)2018. ص:417.

حيث تكون الأسعار مرتفعة في حالة ارتفاع حجم التداول و تكون منخفضة في حالة الركود في حجم التداول و الكساد و هذه المخاطر يتأثر بها المستثمر فتكون عوائده من الاستثمار غير مستقرة¹.

(و) مخاطر الاسترداد

يمكن القول أنه عندما يشتري المستثمر ورقة مالية (سهم - سند) فإنه يحدد لنفسه فترة زمنية يحتفظ فيها بهذه الورقة سواء كان مستثمرا عاديا أو حتى مضاربا فإذا قام مصدرها (الشركة أو الهيئة) باستدعاء السند أو اعادة شراء الأسهم من المستثمر عند وقت يقل عن الوقت الذي حدده المستثمر قد تكون أقل من تلك التي توقعها و الاسترداد قد يتم أيضا بالنسبة للأسهم الممتازة إلا أن المشاهد أن غالبية يتم بالنسبة للسندات².

3.3 أدوات قياس مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

تعتبر المخاطر جزء لا يتجزء من عملية الاستثمار في الأوراق المالية، حيث يسعى المستثمر دوما إلى تحقيق أكبر ربح بأقل مخاطر و لتجنب الوقوع في الخسارة يلجئ الكثير من المستثمرين إلى قياس المخاطر بشكل صحيح من خلال استخدام نماذج قياس المخاطر المتمثلة في الأدوات الاحصائية، حيث يتم العمل بالأدوات الأكثر شيوعا كالآتي:

1.3.3 المدى (le range)

يتمثل المدى في الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة لمتغير مالي، ويعتبر مؤشر للحكم على المستوى النسبي للخطر. حيث كلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشرا على ارتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضع الاهتمام³.

2.3.3 الانحراف المعياري و التباين

يعرف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أما التباين فهو مربع الانحراف المعياري. ويعتبر التباين أحد أفضل المقاييس للمخاطرة، فكلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمتغير ما دل ذلك على عدم تجانسها وعلى تشتتها. ويمكن تحديد الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة التغير في معدلات العائد، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات كلما زادت المخاطر. ولكن الغاية هي الانحراف المعياري، و يبقى التباين وسيلة تسمح من بلوغ هذه الغاية⁴.

¹ نفس المرجع السابق، ص 417.

² محمد عبد اللاه أحمد حسن، عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية- دراسة مقارنة مع القوانين الأمريكية و الفرنسية، الناشر منشأة المعارف، الاسكندرية، 2011، ص:40.

³ حمداني زهرة، اشكالية تدويل الخطر المالي و أثره على الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد تخصص مالية دولية، جامعة وهران، السنة الجامعية 2011-2012، ص:37.

⁴ محمد براق، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد الثامن 2006، ص37.

و يعد الانحراف المعياري أحد مقاييس التشتت، فكلما زاد التشتت زاد الانحراف المعياري. و يتم احتساب الانحراف المعياري بالمعادلة التالية:

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^{i=N} P_i (R_i - E(R))^2}$$

حيث أن:

δ : الانحراف المعياري.

P_i : احتمال حدوث العوائد المحتملة للسهم i .

R_i : العوائد المحتملة للسهم i .

$E(R)$: متوسط القيمة المتوقعة للعوائد.

N : عدد العوائد المحتملة.

أما القيمة المتوقعة للعوائد فتحسب كما يلي:

$$E(R) = \sum_{i=1}^{i=N} P_i \cdot R_i$$

فالسهم الذي له انحراف معياري أكبر يكون أكثر مخاطرة أو أقل جاذبية.

وتجدر الإشارة إلى أن المعادلة السابقة تستخدم في حالة توافر بيانات مستقبلية متوقعة، بمعنى أنها غير معروفة بدقة ولكن احتمال حدوثها معروفة أو يمكن تقدير احتمال حدوثها بناء على تجربة المؤسسة في الماضي و التغيرات التي تتوقع حدوثها في المستقبل أو بناء على تنبؤ متخذي القرار.

أما في حالة الاعتماد على المعلومات التاريخية، فإن الانحراف المعياري يحسب وفق المعادلة الآتية:

$$\delta = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{i=N} (R_i - \bar{R})^2}{N-1}}$$

3.3.3 التوزيعات الاحتمالية

التوزيعات الاحتمالية (les distributions de probabilité) وهي تقدم أداة كمية أكثر دقة من خلال تتبع سلوك المتغير المالي بحساب احتمال وقوع الخطر أي تحديد القيم المتوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة وبذلك تحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم المالية. وتستخدم التوزيعات الاحتمالية في المقارنة بين مستويات الخطر لعدد من الأصول المالية، مايساعد متخذ القرار على اختيار الأصل المناسب والذي يكون ذو مستوى خطر أدنى.

فكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعاً نحو الطرفين، كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر للأصل. حيث يحسب بالشكل التالي¹ :

$$\sigma^2 = [\sum(R_i - \bar{R})^2] / N$$

حيث:

σ^2 : التباين (مربع الانحراف المعياري).

R_i : عائد الورقة المالية (i).

\bar{R} : متوسط عائد الورقة المالية (i).

N : عدد الأصول المالية.

4.3.3 معامل الاختلاف

يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر حيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصلين ماليين وبالتالي تتساوى الخطورة مع أن النسبة المئوية لانحراف العوائد لأحدهما أكبر من الآخر، ويمكن تجنب هذه المشكلة لو استخدمنا معامل الاختلاف كمقياس للخطر بدلاً من الانحراف المعياري، ويتم حسب معامل الاختلاف عن طريق قسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالصورة التالية² :

$$CV = \frac{\delta}{X}$$

فمعامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة بالإضافة إلى ذلك فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم الخطر في المشروعات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين مجموعة استثمارات تمثل كل منها عدد من الاستثمارات المنوعة، ينظر إليها كوحدة واحدة.

¹ حمداني زهرة، اشكالية تدويل الخطر المالي و أثره على الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 37، 38.

² حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين)، مرجع سابق، ص: 69.

خلاصة الفصل

تعتبر الاسواق المالية المكان الذي يتم فيه تبادل الأصول المالية، وهو مصدر للمعلومات والإحصاءات المتعلقة بتلك الأصول المالية والاقتصاد العالمي ، كما تساعد الأسواق المالية على توضيح التغيرات الخارجية والداخلية التي تؤثر على أسعار الأصول، إذ تسمح هذه البيانات و المؤشرات للمؤسسات الراغبة في استثمار أموالها من معرفة مدى كفاءة هذه السوق و تساعد في اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

و على هذا الاساس يتبين لنا أن تفاعل مختلف العوامل المكونة للسوق من أدوات مالية و مشاركين فيها يساهم بشكل كبير في توفير المعلومات و البيانات السوقية التي تساهم في عملية اتخاذ القرار الاستثماري.

من هنا ظل الجدل قائما بين الباحثين على مر الزمن حول الأسواق المالية، حيث اختلفت الأبحاث و النظريات في تفسيرها لضواهر السوق و الأسباب التي أدت إلى انحرافات و التشوهات في اتجاه الاصول المالية المتسببة في حدوث الأزمات التي شهدتها معظم الاقتصاديات الكبرى في العالم عبر التاريخ .

الفصل الثاني
من النظرية المالية
التقليدية إلى النظرية
المالية السلوكية

تمهيد :

إن ما يشهده العالم الحديث من تطورات تكنولوجية في كل المجالات و مع زيادة التحرر المالي و ظهور عدة أزمتا مالية ، دفع الكثير من الكتاب والمحليين الاقصاديين الباحثين في مجال الفكر المالي و الاقتصادي إلى محاولة تحليل ومعرفة الدوافع المتسببة في ظهور تشوهات وانحرافات في اتجاه أسعار المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية، ففي ظل نظرية كفاءة السوق يفترض منظرو هذه النظرية أن أسعار الأصول المالية تستجيب بشكل سريع للمعلومات الواردة للسوق و تسير بشكل عشوائي وأن المستثمرون عقلانيون، ومع ظهور حالات شاذة لم تتمكن هذه النظرية من تفسيرها، ظهر تيار جديد في مجال الفكر المالي يناقض تماما المبادئ التي يتم بها تفسير السوق في الفكر التقليدي وهوما يعرف بالنظرية المالية السلوكية والتي تقوم أساسا على علم النفس المعرفي الخاص بسلوك الافراد إذ تحاول تفسير الانحرافات في أسعار الأصول المالية في السوق بناء على سلوكيات الأفراد من مؤسسات ومستثمرين وتربطها بالظواهر الشاذة، وبهدف توضيح أثر الأسواق المالية على سلوك الاستثمار للمؤسسات، لا بد من التطرق إلى افتراضات كلتا النظريتين وتفسير كل نظرية للسوق .

المبحث الأول: نظرية كفاءة الأسواق المالية

1 الإطار النظري لنظرية كفاءة الاسواق المالية

1.1 مفاهيم عامة حول كفاءة الأسواق المالية و أقسامها.

1.1.1 مفهوم السوق المالي الكفؤ

تدور نظرية الكفاءة المعلوماتية حسب مؤسسها E.Fama حول مدى تأثير المعلومات و انعكاساتها على أسعار الأوراق المالية، أي دراسة سلوك المستثمر لكافة المعلومات الجديدة المتاحة في السوق، و حسب مفهوم الكفاءة فإن أسعار الأوراق المالية تستجيب بسرعة للمعلومات الواردة في السوق¹. بحيث يكون من شأنها تغيير نظرتهم إلى المنشأة المصدرة للورقة المالية حيث تتجه أسعارها صعوداً أو هبوطاً تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة ففي السوق الكفوء يعكس سعر الورقة للمنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لأسعار الورقة المالية، تحليلات و تقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو غيرها من المعلومات التي من شأنها التأثير على القيمة السوقية للورقة المالية².

فبالأسواق المالية التي تتمتع بالكفاءة تنقل للمساهمين معلومات دقيقة عن الأسعار مما يسمح لهم بتسيير استثماراتهم، فهذه الأسواق تساعد على انضباط المديرين وتسهل للشركات التي تسيّر بحكمة الحصول على رأس مال، ولكي يعمل سوق الأوراق المالية بكفاءة يتطلب ما يلي³:

-قوانين تحكم كيفية إصدار هذه الأوراق والتعامل بها، وتحدد مسؤولية مصدري هذه الأوراق والوسطاء في السوق؛

-متطلبات التسجيل في البورصة مبنية على الشفافية والإفصاح الدقيق؛

-قوانين تحمي أقلية حملة الأسهم.

و يرى كل من فاما (Fama) و لوري وبريلي (Lorie & Brealey) إن السوق المالي الكفؤ هو الذي تعكس أسعاره في أي وقت وبصورة كاملة جميع المعلومات المتوفرة، طالما إن جميع المعلومات الجيدة متوفرة بشكل رخيص و سريع وواسع للمستثمرين، و إن هذه المعلومات تضم ما هو معروض و مناسب لتقديم الأوراق المالية

¹ علي بن الضب، بن بوزيان محمد، الكفاءة المعلوماتية للأسواق المالية و نموذج GARCH، دراسة حالة سوق عمان المالي خلال الفترة 2007-2010. المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 1، العدد 1، 2011، ص: 98.

² مازري عبد الحفيظ، أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 06-2016 ص: 32.

³ بوزينة هجيرة، درواسي مسعود، أثر الآليات المحاسبية لحوكمة الشركات على الرفع من جودة المعلومات المالية وكفاءة الأسواق المالية، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد 12، 2017، ص: 221.

بالإضافة إلى ذلك فقد أشار كل من أرجر (Archer) و كوب (Gup) و كين (Keane) و كولب (Kolb) و ديمونك (Demong) و روز (Rose) بأن السوق المالي الكفوء هو ذلك السوق الذي تتوفر فيه المعلومات المناسبة للتسعير، أي تقديم جميع الأوراق المالية، بحيث تكون هذه المعلومات متوفرة لجميع المقترضين - المدخرين وبأقل التكاليف¹.

2.1.1 مؤشرات كفاءة الأسواق المالية

يوجد اتفاق كبير بين العديد من خبراء الاستثمار حول العالم على وجود مؤشرين هامين يصلح استخدامهما لقياس كفاءة الأسواق المالية، ويتمثل المؤشر الأول منهما في سرعة تكيف أو استجابة الأسعار السائدة بالسوق للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيها، و تعد هذه الخاصية مؤشراً للكفاءة الخارجية للسوق المالية، أما المؤشر الثاني فيتمثل في انخفاض تكلفة التبادل في السوق، ويقصد بذلك انخفاض تكلفة الصفقات المالية، وتعتبر هذه الخاصية مؤشراً للكفاءة الداخلية للسوق المالية².

لكي يتصف سوق الأوراق المالية بالكفاءة، ينبغي أن تتوفر فيه بعض السمات، أهمها ما يلي³ :

- توافر المعلومات والبيانات: أي أن يكون باستطاعة المشاركين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات (البيع والشراء) في وقتها وبدقة تامة.
- توفر السيولة: وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة، وبسعر محدد ومعروف، أي عدم حصول تغير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توفرت معلومات جديدة هامة وجوهرية.
- العمق (عمق السوق): أي وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري.
- انخفاض كلفة التعاملات: كلما كانت الكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة، وتسمى الكفاءة الداخلية.
- سرعة استجابة السوق: يفضل المشاركون في السوق أن تتعدل الأسعار بسرعة وفقاً للمعلومات الجديدة (الخارجية) فيما يتعلق بالعرض والطلب على الأصول.

¹ عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص:201.

² هبه عبد الحليم عبد ربه، أحمد على بكرى، علم نفس البورصة وتطوير الأسواق المالية العربية، مرجع سابق ص:169.

³ براهيم علي عباس، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي المالي على كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر للفترة 2010-2019، المجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية و الانسانية، المجلد 14، العدد 02، 2022، ص:40.

3.1.1 معايير كفاءة الأسواق المالية

كفاءة السوق لها ثلاثة مقاييس و هي¹:

(أ) **عمق السوق:** و يعني وجود أوامر حقيقية تمثل تعاملًا فعليًا على أوراق موجودة بالفعل و أوامر غير حقيقية يجري التعامل فيها، وهي غير موجودة أو لا يتيسر تغطيتها بسهولة. هذه الأوراق بشكلها مروضة للبيع أو مطلوبة للشراء بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار السائدة في سوق الأوراق المالية.

هذه السوق غالبًا فيها اختلالات وقتية لأوامر البيع والشراء، أي عدم وجود أوامر عكسية لأي منها، و تؤدي إلى تغيرات محسوسة في الأسعار، و يترتب على ذلك إعادة التوازن بين أوامر البيع و أمر الشراء. هذه السوق تتطلب علم المستثمرين الفوري بأسعار العرض و الطلب من جهة و تعاملهم بمقتضاه من جهة أخرى، و يتطلب وجود سماسة على دراية عالية بظروف السوق.

(ب) **اتساع السوق:** معناه توفر أوامر البيع و الشراء بأحجام كبيرة أو غير محددة، فكلما زاد حجم السوق زادت فرص استقرار التغيرات في الأسعار و التي تصاحب عادة اختلال أوامر البيع و الشراء.

(ج) **مرونة السوق:** تدفق الأوامر على السوق استجابة لتغيرات الأسعار الناتجة عن اختلال عابر و غير دائم لأوامر البيع و الشراء. وهنا يجب علم المستثمرين بتغيرات الأسعار و انتشار المعلومات بين المستثمرين على وجه السرعة.

فكلما توفرت المقدرة لدى المستثمرين على معرفة الأسعار و التجاوب معها و التعامل عليها وفقًا لمصلحتهم، و كلما زادت سرعة الاتصالات كانت السوق أكثر عمقا و اتساعا و مرونة و في هذه الحالة تسمى (السوق الكاملة).

4.1.1 أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

تنقسم كفاءة الأسواق المالية إلى قسمين هما:

- **الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية:** تعني عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، و من ثم لا يتاح لأي مستثمر فرصة تتاح لغيره². و تحقق له هذه الصفة (الكمال) إذا توفرت فيه الشروط التالية³:

- لا توجد أي حواجز على دخول و خروج المتعاملين و رؤوس الأموال في السوق المالي؛

¹ أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي للنشر و التوزيع و الدعاية و الإعلان، الطبعة الأولى، عمان، 2018، ص: 28، 29.

² نورين بومدين، أدوات الهندسة المالية كمدخل لدعم كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا- العدد الثامن-2010 ص: 94.

³ شوقي بورقية، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، العدد 10، 2010، ص: 136،

- عدم وجود تكاليف للمعاملات مرتبطة بالإقراض والاقتراض ولا قيود على البيع على المكشوف، كما لا توجد ضرائب على الأرباح و لا تكاليف للإفلاس؛
- المنافسة في السوق المالي تكون كاملة، حيث لا يستطيع المتعاملون فيه ومهما كان حجم الأموال المتعامل بها التأثير على الأسعار ومعدلات الفائدة؛
- وجود عدد غير محدود من الأصول المالية، ويمكن شراء أو بيع أي كمية منها مهما صغر حجمها؛
- كل المعلومات متوفرة و لجميع المتعاملين وبدون تكلفة؛
- جميع المستثمرين يتميزون بالرشد و يسعون إلى تعظيم منفعتهم.
- **الكفاءة الاقتصادية:** في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم¹. هذا يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، كما يعتقد أن يكون الفارق بين السعرين كبيرا بسبب تكاليف المعاملات وكذا الضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل².

2.1 مستويات كفاءة الأسواق المالية و متطلباتها.

1.2.1 مستويات كفاءة الأسواق المالية

- تنقسم مستويات كفاءة الأسواق المالية إلى ثلاث مستويات، أسواق ذات كفاءة ضعيفة، أسواق ذات كفاءة شبه قوية وذات كفاءة قوية .
- (أ) **أسواق ذات كفاءة ضعيفة:** يعني الشكل الضعيف لكفاءة السوق المالي، أن أسعار الأوراق المالية المتداولة تعكس كافة المعلومات التاريخية المتعلقة بتغيرات أسعارها، حجم التعاملات في الماضي، الإيرادات الخسائر... إلخ³. في ظل هذا الوضع لا يمكن لأي مستثمر مالي تحقيق عوائد استثنائية طالما أن مستوى المخاطر جرى تحديده للجميع استنادا إلى المعلومات التاريخية⁴.

¹ حنان عبدلي، اختبار كفاءة الاسواق المالية الناشئة: حالة السوق المالي الماليزي 2008-2014، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد18، 2018، ص: 114.

² يوسف خروبي، يوسف حميدي، دراسة كفاءة الأسواق المالية لمنطقة اليورو، دراسة حالة مؤشرات Dax.Cac40.Ftse.Athen ، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية و المالية- عدد02، 2016، ص:54.

³ شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، مرجع سابق، ص:143.

⁴ بن حمو عصمت محمد، حراث نخلة، تحليل العلاقة ما بين المالية السلوكية و نسبة الطلب على الأدوات المالية- دراسة حالة بورصة الجزائر في الفترة (2010-2021) مجلة دفاتر، المجلد18، العدد 01، 2022، ص:454.

و نظرا لعدم امكان أي مستثمر تحقيق أرباح استثنائية عن طريق التوصل إلى استراتيجية تعتمد على المعلومات التاريخية التي تكون متاحة و مستوعبة تماما من قبل الجميع في السوق الضعيفة ، لذا فإن قيم الأسهم لا تتغير إلا بناء على معلومات خاصة جديدة، حيث يصعب التنبؤ بالتغيرات المرتقبة في الأسعار، الأمر الذي يظهر هذه التغيرات في الأسعار على أنها تغيرات عشوائية¹.

(ب) أسواق ذات كفاءة شبه قوية : يشير هذا الشكل إلى أن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار تلك الأوراق المالية²، تفترض الصيغة الشبه القوية لكفاءة الأسواق المالية، أنه بالإضافة إلى الأسعار التاريخية، هناك أيضا معلومات أخرى متاحة للجمهور والمتعلقة بالبيانات الأساسية للشركة³. مثل الأوضاع المالية المؤسسات، التصنيف الائتماني، التوقعات الاقتصادية... إلخ، و تشمل أيضا جميع المعلومات العامة المتعلقة بصحة الشركات: "إعلانات النتائج، وتوزيع الأسهم المجانية، وما إلى ذلك"⁴. وتكون هذه المعلومات متاحة للجميع، وفي هذه الفرضية فإن المستثمر لن يتمكن من تحقيق الأرباح غير العادية لأن المعلومات المتاحة قد تكون تحولت إلى أسعار أي أنها متضمنة في الأسعار الحالية المعلنة⁵. إن الفرق بين هذا المستوى والمستوى القوي هو المعلومات الخاصة غير المنشورة حيث تخلو شروط وجود المستوى شبه القوي من شروط توفر المعلومات غير المنشورة الخاصة للجميع بشكل مجاني وبمقادير متساوية، فهذا المستوى هو المستوى الواقعي السائد في الأسواق المالية المتقدمة حيث يتصف معظمها بأنها سوق ذات كفاءة من المستوى شبه القوي، إن الاتصالات و سهولة الاتصال جعلت العالم قرية صغيرة و جعلت الأسواق المالية العالمية تعمل وكأنها سوق واحدة كبيرة مما سهل رفع كفاءة هذه الأسواق في التسعير وأتاح الفرصة للمستثمرين لأن يستفيدوا من المعلومات الممكن تداولها و الاطلاع عليها بسهولة و يسر، كما ساعد على التعامل بالسعر العادل للورقة المالية في الكثير من الأحيان و في الكثير من الأسواق⁶ .

¹ محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية- الأصول العلمية و التحليل الأساسي، زمزم ناشرون و موزعون، الطبعة الأولى، الأردن، عمان، 2009، ص:43.

² حكيمة بوسلمة ، اختبار كفاءة أسواق الاوراق المالية العربية عند المستوى شبه القوي: دراسة سوق عمان المالي، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية العدد 05، 2016، ص39.

³ بن لخصر مسعودة، اختبار كفاءة بورصة ابوظبي للأوراق المالية عند المستوى شبه القوي باستخدام المعلومات المحاسبية المفصّل عنها، مجلة آفاق علمية، المجلد 11 العدد 03، 2019، ص:753.

⁴ Mohamed chikhi, Etude économétrique de l'efficience informationnelle face aux anomalies sur les marchés boursier , Mağallaġ al-bħāit , vol 03, N03, 2004,P 05 .

⁵ بن نعمون حمادو، دور وكالات الجدارة الائتمانية في تحقيق الكفاءة و الاستقرار في الأسواق المالية، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد (03) 2017، ص:66.

⁶ صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، دار الشروق للنشر و التوزيع، الطبعة العربية الأولى، عمان، الأردن، 2014، ص:164، 163.

(ج) الصيغة القوية : عند هذا النوع من الكفاءة تكون أسعار الأسهم قد تأثرت بالمعلومات التاريخية، و المعلومات العامة و المعلنة و المعلومات الخاصة أو المعلومات السرية وهي ذلك النوع من المعلومات والتي تكون متاحة لفئة معينة سواء كانوا في الشركة نفسها (كبار مجلس الإدارة) أو خارج الشركة مثل المعلومات التي يحصل عليها فئة من المتعاملين في الأسهم بالأسواق المالية¹.

وتعني أن الأسعار الحالية تعكس بصفة كاملة كافة المعلومات العامة والخاصة المتاحة في السوق لجميع المتعاملين بما في ذلك المعلومات الداخلية للشركات، وعليه لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار².

والكفاءة الاقتصادية مصطلح ذو أبعاد عديدة بعضها كمي مثل حجم الإنتاج و الجوانب المالية و التشغيلية، وبعضها كفي مثل جودة المنتج، وهي تشير إلى حجم معين من المنتجات تم الحصول عليها باستخدام كمية معلومة من المدخلات ذات الموصفات المحدودة، وتكون الكفاءة الإنتاجية مرتفعة إذا ما أدت إلى ارتفاع حجم المخرجات مع ثبات المدخلات أو كبر حجم المخرجات بالمقارنة مع حجم المدخلات³.

بالإضافة إلى أن الكفاءة الاقتصادية يستدل عليها بارتفاع مستوى الفعالية، وهذه الأخيرة هي ما يتم إنجازه مقارنة بالأهداف المحققة فكلما اقترب حجم ما أنجز من الأهداف المسطرة كلما كان مستوى الفعالية مرتفع، وهذا المعيار يعمل على ربط الإنتاج الفعلي بالإنتاج المعياري خلال فترة زمنية محددة، فهو يفسر درجة تشغيل عناصر الإنتاج المتاحة⁴.

2.2.1 العلاقة بين أشكال كفاءة السوق

تحظى الكفاءة الضعيفة للسوق المالية بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية و جمهور المتعاملين في السوق. ويشد الخلاف حول حقيقة افتراضات شكلي الكفاءة شبه القوي والقوي، ويعود السبب في ذلك إلى طبيعة التداخل الخاص بالمعلومات المتعلقة بكل شكل منها. ويتبين من ذلك أن سعر السهم سيكون انعكاس للمجاميع الثلاثة من المعلومات وهي معلومات الكفاءة الضعيفة، والكفاءة شبه القوية، والكفاءة القوية، وعليه فإذا كانت السوق كفو بالشكل القوي فلا بد أن تمر بمرحلتي الكفاءة الضعيفة و الكفاءة شبه القوية.

¹ شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الحامد للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2019، ص:146.

² عبدالقادر بكيجل، عبدالقادر عيادي، أثر جودة المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة دقاتر البحوث العلمية ، المجلد 01، العدد 03، 2013، ص:107.

³ مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مرجع سابق، ص:99.

⁴ نفس المرجع السابق، ص:99.

أما في حالة كون السوق بمستوى الكفاءة الضعيفة يكون اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق و قيمتها العادلة¹.

خلاصة القول أن الدراسات و البحوث الخاصة بالأشكال الثلاثة تجعلنا نجزم أن الباحثين متفقون أن السوق الكفو في شكلها الضعيف على اعتبار أن الأسعار تعكس كافة المعلومات و أن تحليل تلك المعلومات لا تجدي نفعا في تحقيق أرباح أعلى من تلك التي يحققها مستثمر يتبع استراتيجية بسيطة.

نفس الشيء يمكن أن يقال على الشكل شبه القوي باعتبار أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المعروفة لدى الجمهور والمنشورة عبر القوائم المالية للمؤسسة وغيرها من الوثائق.

و أخيرا فإن الشكل القوي لكافة السوق سيبقى محل خلاف ما دامت هناك فئة معينة من المستثمرين قادرة على الوصول إلى المعلومات قبل غيرها من المستثمرين، و أن هذه المعلومات غير منعكسة على الأسعار الحالية مما يمكنهم معرفة الأوراق المالية المسعرة بأكثر أو بأقل من سعرها الحقيقي الذي يمكنهم من تحقيق أرباح تفوق تلك التي يحققها أمثالهم في السوق.

3.2.1 اختبار مستويات الكفاءة الثلاثة (الصيغة الضعيفة ، الشبه قوية، و المتوسطة)

أجريت العديد من الدراسات في العالم عن اسواق العالم المتقدم مثل سوق نيويورك وسوق طوكيو ولندن، ووجدت هذه الدراسات صحة المستويين الأول والثاني (المستوى الضعيف و شبه القوي) ولم تثبت صحة المستوى القوي. و أجريت دراسة على أسواق بعض الدول النامية وبعض الدول العربية مثل الأردن و الكويت، ووجدت هذه الدراسات أن هذه الأسواق لا تتسم بالكفاءة حتى على المستوى الضعيف².

4.2.1 دور المعلومات المالية في سوق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة بها وتكاليف الحصول عليها، وتلعب المعلومات دورا مهما في سوق الأوراق المالية حيث تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة، لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية .وقد تبين لنا مما سبق أنه من أهم خصائص سوق الأوراق المالية الكفو أن يعكس أسعار توازن الأسهم وهي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة الخطر

¹ سالم صلال راهي الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، الناشر: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، الطبعة الأولى، القاهرة مصر، 2017، ص ص:84،83.

² علي المعطي رضا أرشيد، حسني علي خربوش، الأسواق المالية (بورصة الأسهم و السندات المالية)، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى 2011، ص158.

المرتبطة به ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وأيضاً على قدرة المستثمرين على فهم وتحليل وتفسير هذه المعلومات .

تتصف البيانات والمعلومات التي يجب أن توفرها سوق الأوراق المالية إلى المتعاملين بالتنوع والدقة والشمولية، مع التأكيد على توفر البيانات والمعلومات للمستثمرين من حيث السرعة والعدالة في فرص الاستفادة منها وانخفاض تكاليف الحصول عليها، ولذلك فإنها تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقاً لدرجة المخاطر المرتبطة بها، وعلى مستوى الاقتصاد ككل فإن المعلومات تلعب دوراً أساسياً في تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر وتخفيض درجة عدم التأكد للاستثمارات، إن ذلك يؤدي إلى زيادة حجم وعدد المتعاملين في السوق وتحقيق أهداف النمو الاقتصادي، لأن سوق الأوراق المالية الذي يتميز بالكفاءة يساعد على رفع كفاءة المشاريع وتنشيط الاقتصاد والنمو. بالتالي يمكن القول أن الكفاءة في سوق الأوراق المالية تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائدة، حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يبنى على معلومات ترتكز على العناصر التالية¹:

إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية، وهو ما يعرف بمعياري الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها. توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصه ودرجة الخطر المرتبطة بينهما يلبي احتياجات المستثمرين.

5.2.1 متطلبات كفاءة الاسواق المالية

تعمل السوق الكفاء على تحقيق التخصيص الأمثل للموارد المتاحة، حيث يتم توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ولكي يحقق السوق هدف التخصيص الكفؤ للموارد المالية المتاحة يتطلب أن تتوفر فيها سمتان أساسيتان هما كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل.

¹ قحايبرية سيف الدين، الحوكمة ودورها في رفع أداء الأسواق المالية ودعم النمو الاقتصادي، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 02،

أ) كفاءة التسعير

يطلق عليها كذلك بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، دون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة، كما أن هذه المعلومات تصل إلى المتعاملين دون تكلفة باهضة و من ثم يستطيع الجميع الإستفادة منها وبالتالي يصبح من الصعب على أي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية على حساب الآخرين¹.

إذا كان من الصعب الحصول على الأرباح غير العادية في هذا السوق، إلا أنه أيضا غير مستحيل للأسباب التالية²:

- إمكانية عدم خبرة المستثمر نظرا لدخوله السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا الأمر لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق، بل يرجع إلى جهل و كسل المتعامل ذاته.
- قد يستعمل عدد محدود من الأفراد وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم و استخدامها في تحقيق أرباح غير عادية، وهذا لا يحدث إلا نادرا ولعدد قليل من المستثمرين.
- فالسوق الكفو لا يمكن في ظله لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات، ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين، لأن أي وسيلة كسب مميزة في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

فإذا تدفقت معلومات إيجابية عن شركة ما إلى السوق فإنه من المفترض أن تزيد أسعار أسهمها، وإذا تدفقت معلومات سلبية إلى السوق فإنه من المفترض أن تتخفف أسعار أسهمها، و رغم أن مدى السعر يختلف من سوق إلى آخر حسب نفسية الأفراد و ثقافتهم و قدرتهم على التحليل، إلا أنه في المجمل سوف تتجه أسعار الأسهم نحو قيمتها الحقيقية أو القيمة التي يعتقد أغلب المتعاملين أنها يجب أن تساويها، لكن إذا كانت تغيرات أسعار الأسهم عشوائية و لا تتسق مع المعلومات الداخلة إلى السوق فإن السوق يكون غير كفؤ، وهكذا فإنه يقصد بكفاءة التسعير أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات ذات الصلة بتلك الأوراق المالية، و بما يجعل تلك الأسعار تحوم حول الأسعار الحقيقية التي يجب أن تكون عليها³.

كما يجب أن يعكس حسن تسعير الأوراق المالية المتداولة القيمة الحقيقية لتلك الأوراق المالية و كذا تحقق التوازن بين جانبي العرض والطلب، كما لا يستطيع أيا من المتعاملين تحقيق أرباح غير عادية لأن الجميع

¹ بن نعمون حمادو، دور وكالات الجدارة الائتمانية في تحقيق الكفاءة و الاستقرار في الاسواق المالية، مرجع سابق، ص:67.

² براق محمد، بن صوشة ثامر، مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر، مجلة الحقوق و العلوم الانسانية- دراسات اقتصادية (01)28 2013 ص:94.

³ طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007، ص:32.

لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح نظرا لحصولهم على نفس المعلومات في نفس الوقت، كما أن كفاءة السوق قد لا تمنع بعض المستثمرين عديمي الخبرة الذين تتراوح قراراتهم بشأن البيع و الشراء مع ايقاع السوق من تحقيق خسائر نتيجة لبطء رد فعلهم أو لعدم خبرتهم فلا يمكن القول إذاً بأن ذلك يتنافى مع كفاءة السوق¹.

ب) كفاءة التشغيل

تعني قدرة السوق على تحويل الأموال والموارد المالية المتاحة لمن يحتاجون إليها بأقل تكلفة معاملات ممكنة، و هذه التكلفة تعرف بتكلفة المعاملات التي تشمل على تكلفة الوساطة المالية وتكلفة تحويل الورقة المالية، كما تعني أيضا كفاءة التشغيل أن يكون السوق قادرا على خلق توازن بين العرض والطلب، و تعتبر هذه الميزة في حال توفرها مؤشرا على الكفاءة الداخلية للسوق المالي Internal efficiency².

فالسوق ذات الكفاءة الداخلية هي السوق التي توفر الأموال و توجهها بسرعة إلى مشروعات الأعمال الناجحة و في نفس الوقت تحقق للمستثمرين بها أرباحا رأسمالية نتيجة لارتفاع أسعار استثماراتهم في تلك السوق، والكفاءة الداخلية بحد ذاتها لها علاقة طردية مع سرعة تنفيذ العمليات وعكسية مع تكاليف تنفيذها من رسوم و عمولات و ضرائب، فكلما ازدادت سرعة التنفيذ و انخفضت تكاليفه كانت السوق أكفأ داخليا³.

6.2.1 أسباب عدم كفاءة الأسواق المالية

تعود أسباب عدم كفاءة الأسواق المالية إلى عدة عوامل وهي مفصلة كالآتي⁴:

- عدم دقة البيانات والمعلومات المنشورة من خلال السوق المالي وتأخير نشر هذه البيانات والمعلومات على المتعاملين مما يقلل من فوائدها للمستثمرين، وعدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني و الاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية و عدم الإفصاح عنها مما يؤثر على اتخاذ القرارات الصائبة.

- تشجيع و تحفيز بعض الوسطاء لعملائهم على تنفيذ صفقات بيع و شراء الأوراق المالية دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى و محاولة تفعيل المضاربات القائمة على التقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق و يترتب عليه أيضا آثار اقتصادية و اجتماعية غير صحية تنعكس على سمعة السوق بل أحيانا على اقتصاد البلد ككل.

- انخفاض عدد المتعاملين و عزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في السوق المالي مما يؤدي إلى تخفيض حجم التداول بيعا و شراء و التأثير على السيولة في السوق.

¹ مصطفى كولار و اخرون، الوساطة و السمسرة في سوق الأوراق المالية، الناشر ألفا للوثائق، الطبعة الأولى، قسنطينة، الجزائر، 2019، ص:58.

² مازري عبد الحفيظ، أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية، مرجع سابق، ص:36.

³ صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، مرجع سابق، ص:158.

⁴ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص ص:202،203.

- انتشار ظاهرة المبادلات الداخلية أي استعادة المدراء والمنفذين في بعض الشركات من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية.

- قيام بعض الوسطاء بإنجاز صفقات صورية و التي تتجم عنها تعاملات صورية مكثفة و نشطة تؤثر على أسعار الأوراق المالية و تؤدي إلى تحقيق أرباح غير اعتيادية.

3.1 كفاءة الأسواق المالية والحركة العشوائية للأسعار

1.3.1 ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار

لقد ظهرت الحركة العشوائية للأسعار في عام 1900 والتي تم اكتشافها من طرف باحث فرنسي يدعى لويس باشيليه Louis bachelier حيث أثبتت أبحاثه أن متابعته تغيرات الأسعار المتتالية للسلع أنها تفتقد لوجود أي علاقة وهي غير مترابطة فيما بينها، وهذا ما يبين أن الأسعار لا تتبع مسار معين ، كما فسر المضاربة في تلك السوق بأنها لعبة عادلة و لا يمكن لكل من البائع أو المشتري ضمان تحقيق الأرباح على حساب الآخر، كان فسر الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع ، بأنها في حقيقة الأمر تقديراً غير متحيز للسعر الذي سوف يسود في الأسواق الحاضرة عند تاريخ الاستحقاق المحدد لتنفيذ العقد ، مما يعني بمفهوم كفاءة السوق أن الأسعار الحالية تعكس الظروف التي يتوقع أن تسود في التاريخ المحدد للتنفيذ و التي على ضوءها تتحدد الأسعار في ذلك التاريخ ¹.

فالسير العشوائي هو مسار المتغير عبر الزمن و الذي يظهر عدم وجود صيغ للتنبؤ بأسعار الأسهم على الإطلاق، إذا كان سعر p يتحرك في السير العشوائي فإن قيمة p في أي فترة تكون مساوية لقيمة p في الفترة التي سبقت زائد أو ناقص بعض المتغير العشوائي وهذا يعني أن أسعار السوق الحالية هي أفضل مؤشر لأسعار السوق في المستقبل مع حد الانحراف الذي يكون عشوائياً بطبيعته في السوق ذات الكفاءة أنه من غير الممكن أن يتم تحقيق أرباحاً بناءً على المعلومات السابقة وبالتالي التنبؤ بالأسعار المستقبلية مشروطاً بالأسعار الماضية في المتوسط الذي يجب أن يكون صفر ².

¹ منير الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق ص ص516،515.

² العقريب كمال، قادم فاطمة، تحليل العلاقة بين كفاءة أسواق الأوراق المالية والسير العشوائي لحركة الأسهم -دراسة تطبيقية لكل من بورصة تونس. عمان و السعودية- مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 10، العدد 02، 2019، ص:105.

2.3.1 نظرية السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم

تعني النظرية أن أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة لا تتبع نمطا معيناً لتسلكه باستمرار أو يمكن التنبؤ به بل تتغير تغيراً عشوائياً. مما لا يمكن من التنبؤ بها مستقبلاً، أي عدم إمكانية معرفة التقلبات المستقبلية لأسعار الأوراق المالية، لكون أن القيمة الحالية ترتفع و تنخفض بطريقة مستمرة دون أن يكون هناك ترابط بين قيم المتغير على طول المسار الزمني لهذا الأصل المالي¹.

و تؤكد نظرية السير العشوائي على ضرورة استقلال التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم في المستقبل عن تلك التي طرأت في أسعار الماضي و بالتالي يمكن الاستدلال على علاقة الترابط الواضحة بين مفهوم السير العشوائي و السوق الكفؤ و مضمون المستوى الضعيف للكفاءة المتمثل في عدم إمكانية الاعتماد على أسعار الماضي لتحديد الأسعار في المستقبل لهذا فإن هذه الفرضية تفترض عشوائية المعلومات المتاحة في السوق مما يحدد الأسعار بصفة عشوائية².

وقد صاغ FAMA سنة 1970 مفهوماً شاملاً وواضح المعالم ربط من خلاله بين الطابع العشوائي للتغيرات السعرية وفكرتي الانعكاس و الاستيعاب للمعلومات، بما يحقق خاصيتين أساسيتين من خواص مبدأ التوازن العام في النظرية الاقتصادية تحت ظروف المنافسة التامة، ألا وهما انعدام الأرباح الزائدة و تعادل القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقية أو المتوقعة³.

تدور هذه النظرية والتي تعزى للاقتصادي الغربي كوتنر حول تفاعل القيمة الحقيقية و القيمة السوقية، وتصور تقلب الأسعار في مسار عشوائي حول القيمة الذاتية و تكشف النظرية في براعة عن الحواجز العاكسة Reflecting Barriers من أعلى و من أسفل. وهذه الحواجز تحول دون تجاوز الأسعار لحد أعلى أو أدنى بفعل آليات السوق ما لم يكن هذا التجاوز نتيجة لانهايار الأسواق حيث تتدفق الأوامر في هيئة سيل عارم لا سبيل لهذه الحواجز إلى إيقافه كما حدث في أزمة كساد 1929 وكذلك أبحاث الانهايار التي شهدتها الأسواق العالمية في أكتوبر 1987⁴.

¹ رشام كهينة، عشوائية حركة الأسعار و مستوى الكفاءة في سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق تونس للأوراق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 07، العدد 01، 2022، ص:253.

² سالم صلال راهي الحسناوي، دراسة السير العشوائي لمؤشر السوق ISX60 في سوق العراق المالي، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 13، العدد 52، 2019، ص:7.

³ رفيق مزهدية، الخصائص العشوائية لمؤشرات الأسعار و إمكانيات التنبؤ بالعوائد في أسواق الأوراق المالية الخليجية، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية و الاقتصادية، العدد 06، 2014، ص:195.

⁴ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية في دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص:98.

3.3.1 أشكال المشي العشوائي

(أ) شكل ضعيف من المشي العشوائي

الشكل الضعيف في نظرية المشي العشوائي هو هجوم على التحليل الفني، نظرية تثمين الأوراق المالية Securities التي تحاول توقيت التآرجح Swings ودورات أسواق الأوراق المالية، والشراء في الأودية و البيع عند القمم، معتمدا في نجاحه على قدرته في التنبؤ ب متى تكون النقطة الزمنية في الوادي ومتى وعندما تكون في القمة¹.

فإذا نظرت إلى كمية جوهرية إحصائية من البيانات لسوق الأوراق المالية، فسنتكشف أن رسوما بيانية وخرائط عن أداء في الماضي ليس لها علاقة ذات معنى للأداء المستقبلي، وأن رسما بيانيا للأداء للسنوات الست(06) الأخيرة، والتي تشبه رسما تقريبا لناطحات سحب حتى منهاتن، يمكن أن يشبه كثيرا رسما تقريبا للسهول العظمى Great Plains (شمال غرب ولاية أوكلاهوما يشبه المقلاة) للسنوات الخمس التالية. وخطوط أداء السوق هي مجرد خطوط، فلا يوجد معنى خلفهم، لا ذكاء يرشدهم. وأنك ستعمل كما لو غمست نملة في حبر وتركتها تزحف عبر صفحة ورقية، كما ستحاول تمييز أنماط ذات معنى من خرائط التآرجح Swings والاتجاهات و البيانات المكدسة لتضعف الثقة في التحليل الفني، هائلة وتنمو، والكثير يشعر بأن النظرية قد ضعف فيها الثقة الأكاديمية.

(ب) شكل قوي من المشي العشوائي

هذا الشكل من نظرية المشي العشوائي يستمر في أن لا التحليل الفني Technical ولا التحليل الأساسي Fundamental سينتج أداء أحسن من محفظة مالية مختارة عشوائيا. هذا وقد سبق تعاملنا مع النقد للمشي العشوائي للتحليل الفني، فنقد التحليل الأساسي مبني على اعتقاد المشي العشوائي في الكفاءة التامة لأسواق الأوراق المالية.

ويعني بالكفاءة التامة أن كل المعلومات من الماضي والحاضر وكذلك المعلومات المعروفة عن المستقبل قد انعكست في السعر السوقي للورقة المالية. لذا فكما تذهب النظرية ، ففقط الغير معروف و الغير متعرف عليه- واقعية العشوائية- لا تنعكس فيها، واضعةً المحلل الأساسي و المترجل العشوائي على قدم المساواة كمتنبئين².

4.3.1 نماذج تقييم الأصول المالية في نظرية السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم

تعد كفاءة الأسواق المالية الفرضية الأساسية لعدد كبير من نماذج تقييم الأصول المالية، وأول هذه النماذج هو ما قدمه louis bachelier في رسالة دكتوراه تحت مسمى نظرية المضاربة la théorie de la

¹ جلال البناء، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية و البورصات و المشتقات (ال مسار الأمريكي و البورصات الناشئة)، مرجع سابق، ص:83.

² جلال البناء، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية و البورصات و المشتقات (ال مسار الأمريكي و البورصات الناشئة)، مرجع سابق، ص:84.

spéculation، الذي أوضح من خلاله على فرضية المشي العشوائي لحركة أسعار البورصة، وطرحها من بعده مجموعة من الباحثين على رأسهم Samuelson، و Osbom و Fama و Ito¹.

كما قام الباحث louis bachelier بإثراء خاصية السير العشوائي لحركة أسعار الأصول المالية حيث تعتبر المضاربة في السوق لعبة عادلة حسب تصوره و التي لا يمكن في ظلها أن يحقق البائع أو المشتري أرباحاً على حساب غيره (أرباح غير عادية)، بعدها جاءت دراسة المفكر الإنجليزي Eugène Fama سنة 1965 حيث عرف نظرية السوق الكفو كما يلي² : " يكون السوق المالي كفو إذا كانت جميع المعلومات المتاحة حول أصل مالي معين و في أي لحظة من الزمن منعكسة في سعره و في اللحظة ذاتها، بالموازاة مع هذا التعريف قدم Fama نموذجاً رياضياً ملخصاً فيه هذه النظرية و يعرف بنموذج اللعبة العادلة وفق المعادلة الآتية:

$$Z_{i,t+1} = R_{i,t+1} - E(R_{i,t+1}) / (Q) \dots \dots \dots (1-1)$$

مع العلم أن :

$Z_{i,t+1}$: هو العائد غير العادي للأصل المالي i في الفترة $t+1$.

$R_{i,t+1}$: هو العائد الحقيقي للأصل i في الفترة $t+1$.

$E(R_{i,t+1})$: هو العائد المتوقع للفترة $t+1$.

Q : مجموع المعلومات المتاحة في الفترة $t+1$

انطلاقاً من هذا النموذج، فإن العوائد غير العادية تساوي الفرق بين العوائد الحقيقية في الفترة والعوائد المتوقعة لنفس الفترة، وهذا بالاعتماد على مجموع المعلومات، وتكون اللعبة عادلة إذا كانت العوائد غير العادية تساوي الصفر، بمعنى أن المعلومات المتاحة سمحت بالتنبؤ بالصائب للأسعار (السعر المتوقع يساوي السعر الفعلي)، ومنه لا مجال لأي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية انطلاقاً من تحليله لهذه المعلومات

- التنبؤات بقيمة الأصول

يقوم هذا النموذج على أن معرفة الأرباح السابقة لن يفيد في معرفة الأرباح المستقبلية، فهي عبارة عن سلسلة من المتغيرات العشوائية تكون معلومة في وقت يقتضي أن تكون القيم المتوقعة المستقبلية فيه تعادل القيمة

¹ هني محمد نبيل، غراية زهير، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة " دراسة حالة بورصة المغرب و الكويت" مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الحادي عشر جوان 2012، ص:54.

² بن لخضر مسعودة، أثر تطبيق الإفصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية- دراسة مجموعة من الدول النامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص الأسواق المالية و البورصات، جامعة محمد بوضياف المسيلة، السنة الجامعية 2019-2020، ص ص39،38.

الحالية المعطاة. فرضية التنبؤات بقيمة الأصول تعتمد على التغيرات الإحصائية للأسعار (p_t) باعتبارها ركيزة أساسية يمكن التعبير عنها كما يلي¹:

$$(P_{t+1}|P_t, -1, P_{t-2}, \dots) = P_t$$

ومنه يمكن القول أن:

$$(P_{t+1} - P_t | P_t, -1, P_{t-2}, \dots) = 0$$

إذا كانت P_t هي احتمالية تحقيق الأرباح في حال اتخاذ خيار محدد، فيجب أن تكون القيمة المتوقعة في الفترة المستقبلية مساوية لـ P_t ، وأن يكون التغير المتوقع في سعر الأصل معدوماً في ضوء المعلومات السابقة وتزايد الأرباح في أي مرحلة من المتوقع أن تكون معدومة، وتكون تقلبات الأسعار غير المنطقية هي تغيرات غير مرتبطة، كما أن التوقعات الخطية للأسعار المستقبلية من خلال الأسعار التاريخية فقط هو تغير غير فعال و غير مجد.

وفق نموذج التنبؤات بقيمة الأصول فإن الشرط الواجب توفره لتحقيق كفاءة السوق المالية، أن تكون المعلومات المتضمنة في السعر القديم للورقة المالية منعكسة بشكل كامل في السعر الحالي، والقبول بشرط التنبؤات بقيمة الأصول يتم من خلال الاعتماد على التحليل الفني.

إن اختيار الاستثمار في الورقة المالية تبعاً للدراسات الاقتصادية الحديثة يتم وفقاً للعلاقة الطردية بين العائد و المخاطرة، فرغبة تحقيق عوائد مرتفعة تتضمن احتمال التعرض إلى مخاطر أكبر².

و على الرغم من أن نموذج التنبؤات بقيمة الأصول يعتمد الربط بين العائد و المخاطرة، و طالما يتم تعديل العوائد تبعاً للمخاطرة فهي تقود إلى تطور طبيعي في الأسعار باستعمال الأدوات المالية المتعددة، مثل عقود المبادلات، و الخيارات، وغيرها من أدوات المشتقات المالية، و بفرض لكل زمن t وتبعاً للمعلومات Φ_t يكون لدينا :

$$E(\tilde{P}_{j,t+1} | \Phi_t) \geq P_{j,t} \quad \text{أو} \quad E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t) \geq 0$$

أي أنه لكل سعر بديل $p_{j,t}$ للورقة المالية z معتمد على التنبؤات بقيمة الأصول مع الأخذ بعين الاعتبار المعلومات المتوفرة Φ_t التي تشير فقط إلى السعر المتوقع للفترة المستقبلية يفترض أن تكون أكبر من السعر الحالي وفقاً لهذه المعلومات، وفي ضوء المعادلة السابقة يجب أن تكون العوائد الاستثنائية و تغيرات الأسعار معدومة.

¹ علي حسن، تحليل الحركة العشوائية لأسعار الأسهم في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية والمصرفية، جامعة دمشق سوريا، 2014، ص: 45.

² نفس المرجع السابق ص ص، 46، 47.

يعد نموذج التنبؤات بقيمة الأصول من التطبيقات التجريبية المهمة فعند اتباع استراتيجية التفضيل بين الأوراق المالية و السيولة، فالمعادلة السابقة تشير إلى أن العوائد المتوقعة تتوقف على المعلومات المتاحة Φ_t إلا أن عقد الصفقات في ضوء تلك المعلومات من غير الممكن أن يحقق أرباحاً تزيد عما يمكن تحقيقه جراء اتباع استراتيجيات الشراء و البيع المعروفة المتعلقة بالفترة المستقبلية.

2. نماذج تسعير الأصول المالية في نظرية كفاءة الأسواق

1.2: نظرية ماركويتز

لقد بنى ماركويتز نظريته على أساس أن لكل مستثمر منحنى منفعة تجاه الاستثمار والمنفعة قد تكون متزايدة أو ثابتة أو متناقصة مع زيادة عائد الاستثمار وتعتمد مدى فاعلية المحفظة الاستثمارية على ثلاثة عوامل رئيسية هي¹:

* توليفة متنوعة من الأدوات الاستثمارية التي تتسم بجوداها الاقتصادية.

* إدارة تتميز بكفاءة عالية الأداء.

* مناخ استثماري يتصف بالاستقرار العام و وجود فرص استثمارية متعددة.

كما تفترض نظرية " ماركويتز " أن المستثمرين يفضلون المحفظة التي تحقق متوسط Mean عوائد أعلى و لكنهم يتجنبون المحفظة التي تتسم بمعدل تباين Variance مرتفع في العوائد (والأخيرة خاصية أصبحت تعرف بـ" تجنب المخاطرة " Risk Aversion)، كما تفترض النظرية أن جميع المستثمرين يمتلكون المعلومات المتاحة نفسها تماماً. وهذا يعني أن كل مستثمر في السوق ينظر لنفس المجموعة من الأسهم، وكل منهم لديهم المعلومات ذاتها عن " المتوسط : Mean " و "التباين Variance" لهذه الأسهم . وبطريقة ضمنية، فإن نموذج " ماركويتز " يتبع " التوزيع الطبيعي Normal Distributions"².

2.2 نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM

نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) capital asset pricing model ومن ثمة اشتقاق هذا النموذج من قبل (william sharp) من نظرية المحفظة وهو إطار عملي لتسعير الموجودات والمحافظ الكفو وغير الكفو ذات المخاطر حيث يظهر هذا النموذج العلاقة التوازنية بين المخاطرة و العائد ويقدم هذا النموذج العلاقة التوازنية بين المخاطرة والعائد ويقدم هذا النموذج صورة معيارية عن كيفية تسعير الاستثمارات على ضوء المخاطرة كمياً

¹ نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية ، الإطار العام ، وأثرها في السوق المالي و متغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري العلمية،2022، الأردن، ص ص: 128،129.

² إدوين بورتون سونيت شاه ، عبد الله بن خالد بن ربيعان، دمحم بن عبد الله الجراح، سلوك الاسواق المالية -فهم الأبعاد الاجتماعية والمعرفية والاقتصادية ، معهد الإدارة العامة، المملكة السعودية، الرياض، 2017،ص32.

وكيف تتحدد العوائد المتوقعة عليها و أن من أهم مساهمات هذا النموذج تتعلق بقياس مخاطرة السهم بشكل ينسجم مع مضمون نظرية المحفظة¹.

وهو نموذج رياضي يعتمد أساسا على البيانات التاريخية للتنبؤ بالأسعار و العوائد المستقبلية ويسمى بنموذج العامل الواحد لاعتماده على عائد محفظة السوق باعتبارها العامل الوحيد الذي يؤثر في تحديد العائد المطلوب وتستخدم تطبيقاته في الموازنات و كلفة رأس المال وفي تقييم الأسهم.

اعتمد شارب sharp في تحديده للمحفظة الكفو على ما قام به ماركوويتز الذي وضع ما يعرف باختيار المحفظة والتي اعتمد فيها في تكوين المحفظة على مبدأ التنوع وفق قاعدة الوسط-التباين، حيث قام ماركوويتز بتصميم الحد الكفو وفقا لقاعدة الوسط التباين وذلك استنادا على مبدأ الفصل، كل هذا ساعد sharp على تقديم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) بعد أن وضع مجموعة من الافتراضات، حيث استندت في الأساس إلى الفرضيات التي وضعها ماركوويتز ومن هذه الافتراضات أن للمستثمرين أفقا زمنيا واحدا، أي تقييم المستثمر للورقة المالية يمتد فقط لفترة واحدة، ويتخذون قراراتهم بناء على العوائد المتوقعة للمحفظة ومخاطرها خلال تلك الفترة، حيث يتم تقييم المحافظ بناء على متغيري العائدة و المخاطرة بالإضافة إلى ذلك فإن نموذج CAPM يضيف الافتراضات التالية²:

- 1- يسعى المستثمرون دائما إلى مزيد من العائد، فلو أعطي الفرصة للاختيار بين محفظتين متماثلتين في جميع النواحي ما عدا العائد، فإنه يختار المحفظة التي يتولد عنها أقصى عائد.
- 2- أن المستثمر بطبيعته يبغض المخاطر.
- 3- أن الأصول المالية قابلة للتجزئة، أي يمكن للمستثمر شراء أي كمية يرغبها من ورقة مالية معينة مهما قل حجم تلك الكمية.
- 4- أن المستثمر يمكنه الاقتراض و الاقتراض على أساس معدل يساوي معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، وهذا المعدل متماثل للمستثمرين كافة.
- 5- لا يوجد ضرائب أو تكاليف معاملات على الأرباح.
- 6- أن المعلومات تصل للمستثمرين بسرعة دون أية تكاليف.

¹ أحمد محمد فهمي سعيد البرزنجي، مدخل في التمويل والاستثمار، مرجع سابق، ص: 102.

² صالح طاهر الزرقان، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم (النظرية و التطبيق)، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى الأردن، 2010، ص ص: 127، 128.

7- أن للمستثمرين توقعات مماثلة، أي أن لديهم التصور نفسه بشأن العوائد المتوقعة والانحرافات المعيارية و التغيرات للأوراق المالية المتداولة.

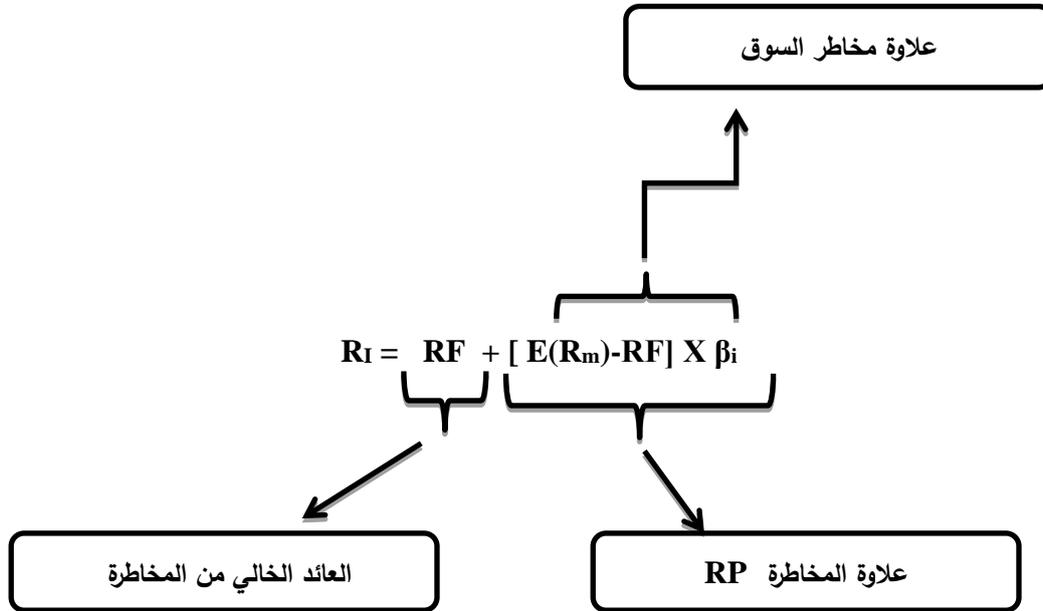
- معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM: يعبر النموذج عن العائد المطلوب لأصل ما في جزئين¹

- الأول: العائد الخالي من الخطر،

- الثاني: علاوة المخاطرة المصاحبة لهذا الأصل.

ويتم التعبير رياضياً عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالمعادلة التالية، والتي تعبر عن معدل العائد المطلوب (RRR) Rate Of Required Return للاستثمار في الأصل i ، وسنعمد الاختصار R_i للتعبير عن هذا المعدل، الذي يحسب بالمعادلة التالية :

شكل رقم (01-02) نموذج تسعير الأصول الرأسمالية



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على عمار زودة، عبد الغاني بن علي، أمال بوسمينه، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية، مجلة دراسات و أبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد: 07، العدد: 02، 2020.

من خلال معادلة CAPM ومن أجل حساب معدل العائد المطلوب عن الأصل المالي i يتطلب حساب ثلاثة مؤشرات هي:

- معدل العائد الخالي من المخاطر R_F الذي عادة ما يتم التعبير عنه بمعدل فوائد أذونات أو سندات الخزينة التي لا تزيد مدة استحقاقها السنة؛
متوسط معدل عائد محفظة السوق $E(R_m)$ ؛
المخاطر النظامية للأصل i β_i .

¹ عمار زودة، عبد الغاني بن علي، أمال بوسمينه، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية، مجلة دراسات و أبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد: 07، العدد: 02، 2020، ص ص: 106، 107.

3.2 نموذج التسعير المرجح

تم تصميم نموذج التسعير المرجح للأصول المالية من طرف روس (1976) Ross بديلا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، يقوم على عدة فرضيات من أجل تكوين محفظة المراجعة، حيث يقترح نموذج التسعير المرجح وجود عدة عوامل اقتصادية تؤثر على عوائد الأصول المالية، وتنقسم هذه العوامل إلى قسمين، قسم يضم عددًا من العوامل التي تؤثر على جميع الأصول المالية دون تمييز، وهي عوامل نظامية، وعوامل تؤثر على أصل مالي أو مجموعة خاصة متجانسة من الأصول المالية، وتستجيب عوائد الأصول المالية لتلك العوامل التي تؤثر عليه بالارتفاع أو الانخفاض. ويعتبر هذا الاقتراح الفرضية الأساسية والقاعدة لنموذج التسعير المرجح. يقوم نموذج التسعير المرجح للأصول على عدة فرضيات، تتشابه في جزء منها مع نظرية المحفظة لماركوفيتز ونظرية تسعير الأصول الرأسمالية¹.

تعتمد نظرية التسعير المرجح على نظرية التوازن، وذلك في حالة المنافسة الكاملة لأسواق رأس المال، كما تعتمد على النموذج الاقتصادي لـ "Arrow Debreu" بخصوص التوازن التنافسي العام، و الذي يعرض عوائد الأصول المالية عند حالات طبيعة مختلفة.

و حالة الطبيعة المستخدمة في نموذج التسعير المرجح هي انعدام فرص تحقيق أرباح من خلال المراجعة عند التوازن في أسواق رأس المال، على اعتبار أن السلع المتماثلة و المتجانسة يجب أن يكون لها نفس السعر، وهذا ما يعبر عنه بقانون السعر الواحد.

تم صياغة نموذج التسعير المرجح كما يلي:

$$R_{it} = E_i + \beta_{i1}f_{1t} + \beta_{i2}f_{2t} + \dots + \beta_{ik}f_{kt} + \xi_{it}$$

حيث أن :

- R_{it} : المرودية المسجلة في وقت لاحق في الزمن t للأصل i المحسوب في الزمن $t-1, t$.
- E_i : الربحية المتوقعة للأصل i .
- β_{i1} معامل حساسية الأصل i للعامل الأول، أو مقياس المخاطرة الأول المقدر.
- β_{ik} : معامل حساسية الأصل i للعامل رقم k ، أو مقياس المخاطرة k المقدر.
- f_{1t} : القيمة المعطاة للعامل الأول في الزمن t .
- f_{kt} : القيمة المعطاة للعامل k في الزمن t .
- ξ_{it} : المرودية غير المتوقعة الناجمة بسبب العوامل النظامية في الزمن t .
- مع: $E(\xi_i, \xi_j) = 0$ ، $E(f_{kt}) = 0$ ، $E(f_{kt}) = 0$

¹ بدروني عيسى، حمزة غربي، دراسة مقارنة لنماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تفسير عوائد الأسهم في بورصة الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 14، العدد: 01، 2020، ص ص: 305، 306.

يساوي عائد المحفظة مجموع العوائد المرجحة بالأوزان النسبية لجميع الأصول المالية المكونة لهاته المحفظة w_i و على اعتبار أن $\beta_{ik} \neq 0$ ، فإنه يمكن كتابة عائد المحفظة على الشكل المبين في العلاقة:

$$R_p = (w_1 R_1 + w_2 R_2 + \dots + w_n R_n) + (w_1 \beta_1 + w_2 \beta_2 + \dots + w_n \beta_n) F + (w_1 \xi_1 + w_2 \xi_2 + \dots + w_n \xi_n)$$

باعتبار أن F تمثل شعاع العوامل الخاصة المؤثرة على عائد الأصول المالية. الملاحظ من الصيغة الرياضية السابقة أن حالة عدم التأكد توجد في الجزء الثالث من المعادلة، والذي من الممكن أن يتضاءل في المحافظ الكبيرة و المنوعة.

3 عدم تناظر المعلومات و كفاءة الأسواق

1.3 ماهية عدم تناظر المعلومات

1.1.3 مفهوم عدم تناظر المعلومات

يفترض في نظرية كفاءة الأسواق المالية أن الأسعار تتصف بالعشوائية حيث لا يمكن التنبؤ بها ، لكن عندما لا تتعكس المعلومات المتعلقة بالسوق بالشكل الكاف و في الوقت المناسب هذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة وانعكاسها على الأسعار مما يحرم بعض المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية وهذا ما يعرف باللاكفاءة التي ينتج عنها فقدان الثقة في السوق المالية التي تبدأ بالانهيار تدريجياً¹.

و يقصد بمفهوم عدم تماثل المعلومات أن الحالة التي تتميز لامتلاك الأشخاص المختلفة لمعلومات مختلفة بخصوص شئ معين " فالعاملين في الشركة لديهم معلومات بخصوص قدراتهم أكثر من تلك التي تمتلكها إدارة الشركة².

إن التشوه الذي يصيب الأسواق المالية نتيجة احتكار أو اخفاء المعلومات المتعلقة بالصفقات هو ما يمكن أن نطلق عليه بعدم تناظر المعلومات، وهي الحالة التي يمكن أن يمتلك فيها أحد الأطراف المعلومات المتعلقة بالصفقة على حساب الطرف الآخر وبدون تكلفة مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات غير سليمة للاستثمار في تلك الصفقات³.

2.1.3 أسباب حدوث عدم تناظر المعلومات

إن من أسباب حدوث عدم تناظر المعلومات بين الأطراف الخارجية و بعضهم البعض، يعتقد أن يعود هذا إلى مصدرين محتملين وهما أن المعلومات الخاصة بأداء الشركة الحالي والمستقبلي تكون في متناول بعض

¹ عامرة نبيلة، حاكمي بوحفص، حوكمة السوق المالية و مشكلة عدم تناظر المعلومات، مجلة المالية و الأسواق ، المجلد 4، العدد2، 2017،ص:102.

² عبد الرحمان، محمد سليمان رشوان، بقياس أثر الممارسات المحاسبية الخاطئة لظاهرة عدم تماثل المعلومات وانعكاساته على جودة الأرباح المحاسبية، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية و الاقتصادية، العدد 11، 2017 ص: 413.

³ مازري عبد الحفيظ، أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية، مرجع سابق ص:38.

المستثمرين المتمرسين عن طريق أحد الأطراف داخل الشركة دون أن تتوفر هذه المعلومات للمستثمرين الآخرين الذين يصبحون مجبرين على الاختيار العكسي عند اتخاذ قرار التداول مقارنة مع المستثمرين الأكثر اطلاعاً، أما المصدر الثاني هو تمتع المستثمرين المتمرسين بقدرات كافية لمعالجة المعلومات وقت إصدارها لجميع المشاركين في السوق، مما يسمح لهم باكتساب ميزة المعلومات الوقتية فقد لا يمكن للمستثمرين الأقل تمرساً من معالجة المعلومات بالسرعة الكافية مقارنة بالمستثمرين الأكثر تمرساً. مما يؤدي إلى حدوث عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين¹.

3.1.3 انعكاسات مشكلة عدم تناظر المعلومات

ترتبط مشكلة عدم تناظر المعلومات ارتباطاً مطلقاً بمشكلة العقد و الذي يعرفه BROUSSEAU على أنه: اتفاق بين متعاملين اقتصاديين أو أكثر، يلزم امتلاك أو ترك فعل أو عدم فعل أمور يتفق عليها المتعاقدين².

2.3 النظريات المفسرة لحالة عدم تماثل المعلومات

1.2.3 نظرية الوكالة

يعتبر الفصل بين الملكية و الإدارة من العوامل الأساسية لظهور نظرية الوكالة، كما أن التوسع الكبير الذي عرفته المؤسسات الاقتصادية خصوصاً في ظل العولمة والنمو الاقتصادي العالمي المتزايد، اقتضى أن توكل المؤسسات مسؤولية إدارتها إلى مجلس الإدارة منتخب، وهذا ولد تعارض المصالح و ظهور مشكلة الوكالة بين الأطراف المتعاقدة في المؤسسة . فقد يستغل بعض المديرين السلطات الواسعة الممنوحة لهم في تحقيق عوائد خاصة بهم والقيام بأعمال غير أخلاقية ومنتافية مع الأسس القانونية، مثل استمالة المراجعين لإعداد التقارير التي يرغب بها المدراء دون الأطراف الأخرى. هذا أدى إلى زيادة الاهتمام بإيجاد قوانين وقواعد تنظم العلاقة بين الأطراف في المؤسسات، كما باتت الحاجة الماسة لإعادة الثقة والمصداقية لأسواق المال، وتنشيط الاستثمارات، لما تمثله من مطمح أساسي تسعى دول العالم لتحقيقه، لذا زاد الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات وإبراز أهميتها في الحد أو التقليل من المشاكل التي قد تنشأ نتيجة الفصل بين الملكية والإدارة³.

¹ عبد الناصر عبد اللطيف نصير، أثر التحول الرقمي على عدم تماثل المعلومات: دليل من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، المجلد الخامس، العدد الثاني، 2021. ص:17.

² عبد الجبار سهيلة، السلامي أسماء، أثر الأسواق المشتقة على استقرار النظام المالي- أزمة الرهون العقارية الثانوية أنموذجاً، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد2، العدد3 ، 2014، ص: 214.

³ بوزينة هجيرة، مراوسي مسعود، أثر الأليات المحاسبية لحوكمة الشركات على الرفع من جودة المعلومات المالية و كفاءة الأسواق المالية، مرجع سابق، 2017، ص:217.

2.2.3 نظرية أصحاب المصالح في الإفصاح

تختلف وجهات النظر حول مفهوم الإفصاح عن المعلومات الواجب تقديمها في القوائم المالية المنشورة وذلك لكون أن وجهات نظر الأطراف المستفيدة من عملية الإفصاح المطلوب وتعارض مصالحها تختلف، الأمر الذي يؤدي إلى صعوبة التوفيق بين رغبات واحتياجات كل طرف من هذه الأطراف حول الحد الأدنى من الإفصاح المطلوب الذي يلبي و يحقق المصالح الرئيسية لتلك الأطراف¹.

3.2.3 نظرية الحوكمة المالية

ينعكس دور الحوكمة في زيادة الثقة بالاقتصاد القومي و تعميق دور سوق المال وزيادة قدرته و كفاءته و الحفاظ على حقوق الاقلية ودعم ونمو القطاع الخاص و كذلك خلق مناصب شغل، وترجع أهمية حوكمة الشركات في التطبيق الجيد لمبادئها والذي بدوره سيساعدها على تحقيق الأهداف، كما تتضح أهميتها في كونها تمثل الخطوط العامة التي تهدف إلى تعزيز ودعم الإدارة و كفاءة الأسواق المالية إلى جانب تحقيق الاستقرار الاقتصادي².

4.2.3 نظرية الإشارة

نستطيع أن نفهم معنى النظرية من اسمها أي " الإشارة" المستمدة من الفعل أشار، بمعنى دل على شيء ما فهو يدلنا بالضرورة على شيء أو عدة أشياء أخرى، ولتوضيح ذلك نستعين بمثال Akerlof في سوق السيارات المستعملة ، حيث إذا قرر شخص ما بيع سيارته يطرح السؤال التالي : لماذا سيبيع هذا الشخص سيارته، و تكون لدينا عدة اجابات من بينها: لم تصبح سيارته تعمل بشكل جيد، صاحب السيارة بحاجة إلى أموال، يريد شراء سيارة أخرى أكثر فعالية و أكثر تطور ..إلخ، فيعمل صاحب السيارة بإقناع المشتري بسبب بيعه لسيارته، أي يقوم بإرسال إشارة للمشتري³.

و بإسقاطنا لهذا المثال على السوق المالي، حيث المسير في المؤسسة بمثابة البائع و المستثمر بمثابة المشتري، يفهم سبب نشوء نظرية الإشارة والمتمثل في معالجة عدم تماثل المعلومة لدى كل المعنيين في

¹ عبد القادر حوة، انعكاسات متطلبات الإفصاح المحاسبي الاختياري على كفاءة سوق الأوراق المالية وعدم تماثل المعلومات، مجلة الميادين الاقتصادية، المجلد 05، العدد 01، 2022، ص:294.

² أوصيف محمد الصالح، مازري عبد الحفيظ، أثر الإفصاح الإلكتروني في الحد من عدم تماثل المعلومات داخل سوق التأمين الجزائري، دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات للفترة: (2014-2021)، مجلة المالية & الأسواق، المجلد 09، العدد02، 2022، ص:375.

³ شوقي بورقية، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مرجع سابق، ص:144.

المؤسسة من مسيرين و مساهمين و مقرضين... إلخ، أي بعبارة أخرى أن المعلومة ليست مقسمة بشكل متماثل أو متناظر، بحيث نجد أن المسيرين لديهم معلومات أكثر من الأطراف الأخرى¹.

كما وردت النظرية على يد الكاتب (ROSS) سنة 1977، و أن القاعدة الأساسية لظهور هذه النظرية هو عدم تماثل المعلومات في الأسواق، وتتمثل بإرسال إشارة خاصة وفعالة إلى المتعاملين، و تتمثل الاشارات بالنظرة المتوقعة لربحية الشركة في المستقبل لكي لا تستطيع بقية المؤسسات تقليدها لأن الإفصاح عن المعلومات والإعلان المباشر عن القيمة الحقيقية يؤدي إلى استخدام نفس السياسة من قبل إدارات أخرى فيوقع المستثمرين في الاستثمار بالمؤسسة غير المناسبة²

المبحث الثاني النظريات المفسرة لتحليل السوق وفق نظرية كفاءة السوق

1 النظريات المفسرة لتحليل السوق

1.1 نظرية داو Dow Theory

نظرية داو تمثل الحجر الأساس للتحليل الفني، لأنها وضعت المبادئ الأساسية لهذه المدرسة، كما أنها تعتبر أساس نظرية موجة إليوت، و الهدف الأساسي لنظرية داو هو وصف حالة السوق، وتحديد الاتجاهات المختلفة فيه، وليس لهذه النظرية أي قيمة تنبؤية، سواء لتوقع الاتجاهات المستقبلية، أو توقع مدتها ووقت انتهائها³.

تعد هذه النظرية من أقدم و أشهر الأدوات المعتمدة من قبل المحللين، وقد أطلق عليها هذا تبعا لصاحبها Charles Dow و الذي أسس شركة Dow-Johns التي تعد الناشر لمجلة The Wall Street Journal في سنة 1900، توفي داو Dow في سنة 1902 ، وقد تطورت النظرية من بعده لتصل إلى ماهي عليه اليوم. أكدت نظرية Dow على⁴:

- * أن أسعار الأوراق المالية تسير في اتجاهات تصاعدية و تنازلية بأنماط واضحة و محددة،
- * اكتشف من خلال ملاحظة حركة أسعار الأوراق المالية أنها تتحرك باتجاهات تكون لها خصائص وسمات واضحة قابلة لأن تتحرك في وقت لاحق،

¹ شوقي بورقية، سليمة حشايشي، أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، الملتقى الوطني الثاني، 24-25 أبريل 2007، الجامعة الإفريقية العقيد أحمد درارية أدرار، الجزائر، ص:190.

² دعاء نعمان الحسيمي، وداد سلسمان خليفة، عدم تماثل المعلومات و أثره في تكلفة رأس المال- دراسة عينة من سوق كويت للأوراق المالية، مجلة اقتصاديات الاعمال، المجلد3، العدد 6، 2022، ص:236.

³ د. ماجد فهد العمري، التحليل الفني الأداة الأكثر فعالية لتحليل الأسواق المالية، مضارب، الطبعة الثالثة، 2020، ص: 493.

⁴ سمرد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2018، ص ص 69،70.

* تتمثل هذه النظرية في تحديد الاتجاهات الطويلة الأجل لمستويات الأسعار في سوق الأوراق المالية وقد يتم ذلك على مستوى قطاع معين أو قد يتم على مستوى السوق بشكل عام.

بموجب هذه النظرية فإن هناك ثلاثة اتجاهات رئيسية من الممكن أن تظهر بها حركة الأسعار في السوق¹:

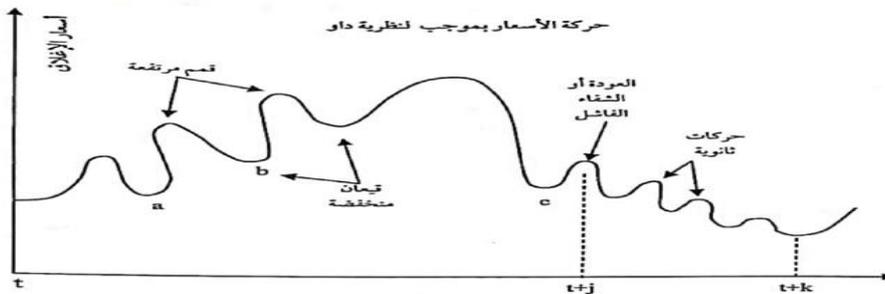
- الاتجاه الأولي: يقصد به حركة الأسعار في الأجل القصير، والتي قد تمتد من بضعة شهور لتصل إلى عدة سنوات، وهي بذلك تشير إلى حالة السوق فيما إذا كانت مرتفعة أم منخفضة.

- الاتجاه الثانوي أو الوسيط: و الذي قد ينشأ بسبب تلك الانحرافات القصيرة الأجل التي تحدث عن خط الاتجاه العام، وقد تبقى هذه الانحرافات لعدة شهور قبل عودتها إلى وضعها السابق عن طريق ما يطلق عليه بالتصحيات correction، وذلك بعودة الأسعار إلى مستواها السابق.

- الاتجاهات البسيطة: تتضمن التقلبات اليومية و التي من الممكن أن تكون تذبذبات عشوائية ناتجة عن عمليات بيع و شراء الأوراق المالية بما يؤثر على الأسعار بالارتفاع و الانخفاض و لفترات قصيرة جدا لذلك فإن أهميتها تكون ضئيلة نسبيا.

ويمكن توضيح الاتجاهات السابقة لحركة الأسعار عن طريق الشكل التالي:

الشكل رقم (02-02) حركة الاسعار وفق نظرية داو



المصدر: أ.د. سمر كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2018، ص:70.
و يتضح من الشكل، الاتجاه الأساسي الصاعد الذي ينطلق من النقطة t و لغاية النقطة الزمنية $t+j$ إذ يرتفع السعر في ذلك اليوم في الاتجاه التصاعدي وما يلبث حتى ينخفض مرة أخرى ضمن ما يطلق عليه بحالة الشفاء الفاشل أو العود الفاشلة Abortive Recovery التي قد تنشأ بسبب الانحرافات القصيرة الأجل عن خط الاتجاه العام وتبقى لمدة زمنية قد تصل لبضعة شهور، عندما تتوقف تلك الحركات الثانوية عن الارتفاع و الوصول إلى مستويات أعلى من مستوياتها السابقة، وقبل النقطة الزمنية $t+j$ فإن جميع الارتفاعات ناتجة عن ارتفاعات تصاب بالهبوط المستمر مرة ثانية، ولغاية النقطة الزمنية $t+k$ وما تمثله هذه النقطة من مرحلة تحول

¹ نفس المرجع السابق ص ص 70، 71.

في الاتجاه العام عن طريق توقف جميع الاتجاهات الثانوية عن الانخفاض المستمر نحو الارتفاع، و من هنا تظهر حالة الارتفاع السوقي.

2.1 نظرية موجة إليوت

نظرية إليوت، المعروفة باسم نظرية إليوت الموجية، أنشأها رالف نيلسون إليوت Nelson Elliott (1871-1948) خلال حياته، أقام إليوت العديد من الاتصالات مع العديد من المحللين البارزين، مثل تشارلز داو Charles Dow وتشارلز جيه كولينز Charles J. Collins الذي كان بالشراكة مع داو، ناشر ومؤسس النشرة الإخبارية الأسبوعية لسوق الأسهم الوطنية. مع تطور دراسته، كتب في عام 1938 كتابًا بعنوان مبدأ الموجة .
The Wave Principle

يمكننا بسهولة أن نرى أن نظرية إليوت متأصلة في التحليل الفني وأن تطورها يأتي من ملاحظة ودراسة الماضي، هناك العديد من الآراء حول كيفية التعامل مع نظرية إليوت وتفسيرها حاليًا، هناك مؤيدون لهذه النظرية أكثر من المعارضين لها. ومن الأمثلة الجيدة على ذلك روبرت بريشيتير Robert Prechter (2002) أحد المؤيدين الرئيسيين لتحليل الموجة لإليوت¹.

يجادل مؤيدو نظرية إليوت بأن السوق يعطي بالفعل معلومات كافية عن تطور الشركات من خلال الرسوم البيانية (وجهة نظر تقنية بحتة) وأن بقية المعلومات (تحليل الاقتصاد الكلي، وما إلى ذلك) مدرجة في الرسم البياني.

كما يدعي معارضو نظرية إليوت (المحللون الذين يلجؤون إلى التحليل الأساسي أكثر) أنها نظرية سيئة التعريف وأن لديها العديد من المتغيرات عندما تشير إلى «ضعيف التعريف»، فإنها تشير إلى عدم الدقة الذي استخدمه إليوت في بعض النواحي، على سبيل المثال، الوقت (وهو جانب أشار إليه دائمًا بطريقة غامضة وغير موجزة).

هناك برامج في السوق مفيدة لتحديد وتحليل نظرية إليوت. يمكن أن يكون أي برنامج لتحليل الرسوم البيانية (Mestastock و Omega و Computrac ، على سبيل المثال) مفيدًا أيضًا لفهم تكوين الموجة وبدايتها. إن الهدف الرئيسي لنظرية إليوت هو توضيح دراسة البورصة من خلال التحليل الفني. على الرغم من كونه أحد أفضل أدوات التنبؤ، إلا أن مبدأ الأمواج ليس أداة تنبؤ في المقام الأول، إنه وصف مفصل لسلوك الأسواق. من جميع النواحي، يتضمن هذا الوصف قدرًا كبيرًا من المعلومات حول وضع السوق ضمن السلوك المستمر، وبالتالي المسار المحتمل الذي يمكن أن يتخذه.

¹ Sandra Cristina Antunes Ribeiro ,Elliott's Wave Theory In The Field Of Econophysics And Its Application To The Psi20 In The Context Of Crisis, Estudios de Economía Aplicada,2019 :41-53-Vol.37.2,P :46.

وفقاً لمبدأ الموجة، يتم إنشاء جميع قرارات السوق من خلال معلومات ذات مغزى وتولد أيضاً معلومات مهمة. ستشكل كل معاملة، بمجرد أن تنتج تأثيراً، حلقة تغذية مرتدة مدفوعة بالطبيعة الاجتماعية للرجل، وبالتالي ستولد العملية أنماطاً. بالنظر إلى حقيقة أن الأنماط متكررة، فإن لها قيمة تنبؤية.

يعكس السوق أحياناً الظروف والأحداث الخارجية، لكنه في أوقات أخرى مستقل تماماً عما يفترض معظم الناس أنه ظروف سببية. هذا لأن السوق لها قوانينها الخاصة، أي أنها ليست مدفوعة بالسببية الخطية. السوق ليس «الآلة الإيقاعية الدورية» التي يقول البعض إنها كذلك. تعكس حركتها تكراراً للحركات المستقلة عن الأحداث المسببة المفترضة والتواتر الدوري. يتم التعبير عن تقدم السوق في شكل موجات، وهي نماذج للحركات الاتجاهية. بشكل أكثر تحديداً، الموجة هي أي من النماذج التي تحدث بشكل طبيعي.

يجادل إليوت بأن سوق الأسهم يتصرف وفقاً لإيقاع أساسي (الشكل رقم 02-03)، أو سلوك خمس موجات (اندفاع) متصاعدة وثلاث موجات هابطة، لتشكل دورة كاملة من ثماني موجات. كما سنرى أدناه، تسمى الموجات الهابطة الثلاث «الموجات التصحيحية» للموجات الاندفاعية الخمس. يوضح الشكل التالي المفهوم الأساسي للموجات الخمس، نحو الاتجاه الرئيسي، تليها الموجات التصحيحية الثلاث.

الشكل رقم (02-03) سلوك أمواج إليوت الخمسة



المصدر: Sandra Cristina Antunes Ribeiro ,Elliott's Wave Theory In The Field Of Econophysics And Its Application To The Psi20 In The Context Of Crisis, Estudos de Economia Aplicada,2019 :41-53-Vol.37.2,P :47

تسمى الموجات 1 و 3 و 5 الموجات الدافعة وتسمى الموجات 2 و 4 الموجات التصحيحية. تصحح الموجة 2 الموجة 1، وتصحح الموجة 4 الموجة 3، ويتم تصحيح التسلسل الكامل 1، 2، 3، 4، 5 عن طريق التسلسل أ، ب، ج. وبناءً على ذلك، تتكون الدورة الكاملة، التي تتكون من ثماني موجات، من مرحلتين متميزتين، مرحلة الأرقام، المعروفة باسم «الموجات الخمس» ومرحلة الحروف، تسمى «الموجات الثلاث».

بعد هذه الدورة، ستبدأ دورة ثانية مماثلة من خمس موجات، تليها مجموعة أخرى من خمس موجات تصحيحية. سيؤدي هذا إلى «التقدم» الثالث والأخير الذي يتكون من خمس موجات اندفاعية. في تلك اللحظة، تم الانتهاء من حركة متصاعدة أكبر من خمس موجات وتم إنتاج حركة هبوط أكبر من ثلاث موجات. هذه الموجات الصاعدة الثلاث الأكبر «تصحح» الحركة الكاملة للموجات الخمس الصاعدة. كل من «مراحل» الأحرف والأرقام هي في الواقع موجة، ولكنها بدرجة أكبر من الأمواج التي تتكون منها.

وخلاصة مضمون النظرية يستند إلى أن أسعار الأوراق المالية يمكن وصفها بمجموعة من الموجات النمطية التي تتكون من¹:

- * موجة رئيسية صاعدة تتألف من خمس موجات تتبعها موجة تنازلية قوية تتكون من ثلاث موجات.
- * تتكون الموجات الخمس في الموجة الرئيسية الصاعدة من ثلاث صاعدة واثنين هابطتين.
- * وتتكون الموجات الثلاث في الموجة الرئيسية الهابطة من موجة نازلة و أخرى صاعدة وموجة نازلة.

وفي الموجات الرئيسية توجد موجات متوسطة تحتوي بدورها على النمط نفسه المؤلف من خمس موجات صاعدة وثلاث موجات هابطة، وهكذا فإن جميع الموجات وابتداءً بالموجة الرئيسية الصاعدة وانتهاءً بالموجة الصغرى تنطوي على عدد كبير من التقلبات الصاعدة والهابطة ويمثل ذلك الدورة الكاملة لحركة الأسعار في السوق.

2 تحليل السوق باستخدام التحليل الفني

1.2 مفاهيم عامة حول التحليل الفني

1.1.2 تاريخ التحليل الفني

يرجع تاريخ التحليل الفني بمفهومه الحديث إلى الصحفي الأمريكي "تشارلز داو"، الذي قام بتأسيس شركة "داو جونز" للمعلومات المالية والاختبارية عام 1882 م مع زميله "إدوارد جونز" و "تشارلز بيرجستريسر" ثم أسس بعدها أول صحيفة اقتصادية في العالم وهي "جريدة وول ستريت" والتي بدأ فيها بكتابة مقالات متخصصة عن المتاجرة في سوق الأسهم اعتمد فيها على ما أسماه بنفسية السوق. وظل "داو" يكتب مقالاته التي كان

¹ سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر و التوزيع ، مرجع سابق، ص: 72.

يناقش فيها حالة الأسهم الأمريكي وتوقعاته له بناء على نفسية السوق إلى أن توفي عام 1902 م، حتى جاء من بعده " هاملتون "الذي أهتم بأسلوب" داو "واستكمل الكتابة في جريدة" وول ستريت "مطبوعاً الأسلوب ذاته. ولم يترك" داو "فروض أو قواعد معينة لنظريته وإنما كانت بداية ظهور " نظرية داو "عام 1932م، حيث قام" روبرت ريا "بتخليص ما يقرب من 250 مقالة من مقالات" داو "و"هاملتون "ليقدم نظرية داو التي كانت نواة لنشأة علم التحليل الفني الحالي¹.

2.1.2 تعريف التحليل الفني

التحليل الفني هو أسلوب لدراسة حركة السعر السابقة وبيانات السعر التاريخية المتاحة وذلك بهدف توقع اتجاهات السعر القادمة، أو هو دراسة حركة السوق والتعبير عنها في صورة رسوم بيانية بهدف التنبؤ باتجاهات الأسعار في المستقبل².

تعريف ثاني: التحليل الفني هو علم رصد وتسجيل جميع المعلومات الخاصة بالتداول (السعر، حجم التداول، تاريخ التداول...الخ)، في شكل رسم بياني لسهم معين أو مجموعة من الأسهم ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل بالاعتماد على البيانات التاريخية³.

تعريف ثالث: يعتمد التحليل الفني على قراءة التاريخ لاستشراف المستقبل. فهو يعني بتسجيل التسلسل التاريخي للأسعار في شكل بياني، وتحليل بيانات الماضي لاستخلاص الدروس لبناء التوقعات المستقبلية التي على أساسها يتم اتخاذ قرارات الشراء والبيع بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن مع تحمل أقل المخاطر. فالرسم البياني للأسعار يصور حالة السوق ووضع المشترين والبائعين. وهو يرصد حركة التداول بالسوق ويوضح الاتجاه، كما أنه يظهر عدداً من الأشكال النمطية للأسعار التي لها دلالات معينة⁴.

¹ أحمد الفريخ، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودية، مرجع سابق، ص:190.

² عمر عبو، دور الشموع اليابانية في معرفة اتجاه السوق المالي، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد التاسع، 2011، ص:139.

³ ربيعة عبو، استخدام الخرائط البيانية للتحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالتطبيق على سهم سابق و سهم مصرف الراجحي السعودي، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 08 العدد02، 2022، ص:98.

⁴ ليندة أيت بشير، أساليب التنبؤ في إطار النظرية الحديثة للمحفظة الأوراق المالية، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد15، العدد2018، 1، ص:116.

3.1.2 خطوات التحليل الفني

إن فكرة أن يبدأ المحلل الفني تحليله بنظرة شاملة ثم يركز تدريجياً على سهم محدد، هي فكرة لها تطبيق هام في مجال التحليل الفني، وتتمثل خطوات التحليل الفني في¹:

- دراسة مؤشرات السوق العامة لتحديد الاتجاه العام للسوق؛
- اختيار القطاع أو المجموعة الصناعية التي تتسم بالقوة النسبية الأعلى؛
- اختيار الأسهم الفردية داخل المجموعات بحيث تكون القوة النسبية أعلى؛
- تطبيق أدوات التحليل الفني على الصناديق الاستثمارية، المحافظ المالية، الأسهم العادية

2.2 مبادئ التحليل الفني و أدواته

1.2.2 مبادئ التحليل الفني

يقوم التحليل الفني على ثلاثة مبادئ أساسية

(أ) حركة الأسعار تعبر عن كل شيء: وهذا المبدأ هو الركن الأساسي للتحليل الفني، وإذا تفهمه القارئ بشكل كامل فهو بهذا يكون قد قطع شوطاً كبيراً في تفهم أساسيات التحليل الفني، وعلى العكس إذا لم يفهمه بشكل كامل فسيكون من الصعب تفهم المبادئ الأخرى، فالتحليل الفني يفترض أن أي شيء يمكنه التأثير على حركة الأسعار ينعكس على سعر السوق، سواء كان ذلك الشيء يتعلق بالتحليل المالي أو الاقتصادي أو بالأحداث السياسية أو السيكلوجية أو خلاف ذلك. و بالتالي فكل المطلوب هو دراسة حركة السعر، و على الرغم من صعوبة تلك الفكرة على المتلقي. إلا أنها ستبدو أكثر منطقية بعد التمعن في معناها الحقيقي بشكل كاف².

فالمحلل الفني ببساطة، يعتقد أن حركة السعر ما هي إلا انعكاس للتغيرات التي تطرأ على العرض و الطلب. على أساس أنه إذا تفوق الطلب على العرض ارتفعت الأسعار، و إذا تفوق العرض على الطلب انخفضت الأسعار، وهذه الفكرة هي أساس جميع التنبؤات الاقتصادية. وإذا ما أعاد المحلل التفكير في هذه العبارة. سيصل إلى النتيجة القائلة بأنه في حالة ارتفاع الأسعار، مهما كانت مسببات الارتفاع، فهذا إنما يعني تفوق قوى الطلب على قوى العرض. وعلى العكس في حال انخفاضها.

بمعنى آخر، فالمحلل الفني يقوم ببساطة بدراسة التحليل المالي والاخبار والشائعات وكل ما يتعلق بالسوق و إن كان بشكل غير مباشر، و ذلك على أساس أنه يقوم بدراسة تلك العلاقة بين قوى الطلب و قوى العرض

¹ إيمان تريم ، خليل ، أنيس ، التحليل الفني للعمليات المشفرة في ظل تبني ابتكارات التكنولوجيا المالية -البيتكوين أنموذجاً ، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية ، المجلد 15 ، 2022، ص:390.

² ايهاب سعيد، الأدلة الفنية للأسواق المالية ، دار الكتب،مصر،2022، ص ص 07،08.

وبما أن الجميع في النهاية يتعامل من خلال هاتين القوتين، فإن دراسة العلاقة بينهم و تحديد أيهما أقوى، إنما يعد دراسة غير مباشرة لكافة طرق التحليل الأخرى¹.

فكافة المحللين الفنيين يتفقون على أن قوى العرض و الطلب قد ينتج عنها ظهور الاتجاه الصاعد أو الهابط، وأن حركة الأسعار لا تتسبب بحد ذاتها في تحرك السوق للأعلى أو للأسفل، وإنما تتلخص وظيفتها هذه التحركات السعرية في إظهار سيكولوجية المتعاملين سواء كانت لصالح الاتجاه الصاعد أو الاتجاه الهابط تبعاً لأسبابهم التي استندوا إليها في التعامل و التي تعكس ببساطة توقعاتهم تجاه الأوضاع الاقتصادية و الأحداث السياسية وغيرها.

و كقاعدة هامة، لا يهتم المحلل الفني في توقعاته بأسباب ارتفاع أو انخفاض الأسعار، وفي الغالب لا يعلم الكثيرين الأسباب الحقيقية خلف حركة السوق سواء ارتفاعاً أو هبوطاً، لا سيما في الحركات الأولى، وفي الوقت الذي تبدو فيه طريقة التحليل الفني أحياناً بسيطة جداً في أفكارها، يصبح المنطق الذي يركز عليه المبدأ الأول " أن الأسعار تعبر عن كل شيء " هو أكبر خبرة يمكن للمحلل اكتسابها.

و بالتالي، إذا كان كل ما يؤثر على السعر السوقي ينعكس عليه في النهاية، فإن كل ما هو مطلوب هو دراسة هذا السعر، يمكن للمحلل التنبؤ بالاتجاه الذي من المتوقع أن يتخذه السوق.

و تتمثل جميع أدوات التحليل الفني الآلية التي تساعد المحلل على دراسة سلوك الأسعار و حركتها المستقبلية، و على الرغم من معرفة المحلل الفني بأنه يوجد أسباب خلف التحرك السعري للأسواق سواء لأعلى أو لأسفل، إلا أنه ليس بالضرورة الإلمام بهذه الأسباب في عملية التوقع.

ب) تحرك الأسعار في اتجاهات: مما لا شك فيه أن مفهوم الاتجاه يعتبر شيء أساسي في طريقة التحليل الفني. وإن لم يتمكن المرء من قبول فكرة أن الأسواق تتحرك في اتجاه حقيقي، لن تكون هناك فائدة من التنبؤ بالحركة المستقبلية. ويرجع الهدف من رسم حركة السعر كرسماً بيانياً إلى تحديد اتجاهاته في مراحل تطوره الأولى، وذلك بغرض التداول على أساس تلك الاتجاهات. وفي الحقيقة، تتخلص معظم التقنيات المستخدمة في تلك الطريقة في تتبع الاتجاه الحقيقي، الأمر الذي يعني أن هدف هذه التقنيات هو تحديد الاتجاهات القائمة وتتبعها².

¹ ايهاب سعيد، الأدلة الفنية للأسواق المالية، مرجع سابق، ص 08، 07.

² جون ميرفي، التحليل الفني للأسواق المالية، ترجمة شيماء سليمان، 2015، ص: 13.

ج) التاريخ يعيد نفسه: يمكن تغيير عبارة التاريخ يعيد نفسه بأن المستقبل هو مجرد تكرار لما حصل في الماضي إذا ما توافرت نفس الظروف، فالمحلل الفني يبحث عن نماذج معينة شكلت مسبقاً أثناء حركة الأسعار على أمل أن تكرر هذه النماذج نفس السلوك السابق في المستقبل¹

2.2.2 أدوات التحليل الفني

تستخدم في التحليل الفني عدة أدوات كما يلي:

أ) **المؤشرات الفنية**: عملية إيجاد المؤشرات الفنية تتلخص في إدخال البيانات المطلوبة في معادلات خاصة، من أجل الحصول على بيانات المؤشر المحتسب، وبالتالي توفير منظور مختلف لتحركات الأسعار بشكل قد لا تتمكن العين المجردة من إدراكها على الخرائط مثلاً².

- مؤشر القوة النسبية RELATIVE TRENGT INDEX

مؤشر القوة النسبية = $100 - (1/100) +$ مجموع التغيرات الموجبة لأسعار الإقفال / مجموع التغيرات السالبة لأسعار الإقفال

يستخدم هذا المؤشر للكشف عن حالة الأسهم ما إذا كانت تمر بمرحلة شراء مغالى فيها أو مرحلة بيع مغالى فيها، فهو مفيد في تحديد تقلبات الأسعار إذ يتغير في المجال ما بين 0 و 100. هناك بعض الأوراق المالية التي تتقلب أسرع من السوق، و يعتقد الفنيون بوجود أسهم تتمتع بقوة نسبية و أنه بالاستثمار في هذه الأوراق سوف يتحصل المستثمر على عوائد مرتفعة، نظراً لكون الأوراق المالية ذات قوة نسبية تظل عوائدها مرتفعة لفترة زمنية طويلة. كما أنه يجب عدم إغفال حقيقة كون الأوراق المالية ذات القوة النسبية المرتفعة في أسواق الصعود تميل إلى أن تكون ذات ضعف نسبي في أسواق الهبوط.³

¹ ربيعة عبو، استخدام الخرائط البيانية للتحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالتطبيق على سهم سابك و سهم مصرف الراجحي السعودي مرجع سابق ص98.

² متاجر وبيداد، قادري علاء الدين، التحليل الفني كأداة لترشيد القرار الاستثماري بالأسهم دراسة حالة شركة مجمع الضليل الصناعي العقاري والبنك الاستثماري بسوق عمان للأوراق المالية، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 01، العدد 02، 2017 ص:188.

³ متاجر وبيداد، قادري علاء الدين، التحليل الفني كأداة لترشيد القرار الاستثماري بالأسهم دراسة حالة شركة مجمع الضليل الصناعي العقاري والبنك الاستثماري بسوق عمان للأوراق المالية ، مرجع سابق ص:188.

- مؤشر بارون BARRON'S CONFERENCE INDEX

ويحتسب مؤشر بارون للثقة وفق للمعادلة التالية¹ :

مؤشر بارون للثقة = (فوائد السندات مرتفعة الجودة/ فوائد السندات متوسطة الجودة) *100

فكلما اقترب المؤشر من 100% دل ذلك على أن ثقة المستثمرين في السوق كبيرة بمعنى أنهم يجنحون إلى التفاؤل حيث يزداد الطلب على السندات الأكثر خطرا الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لها ومن ثم ينخفض عائدها، ويحدث العكس فيما إذا كانت ثقة المستثمرين في السوق ضعيفة.

و بنفس الطريقة يمكن استخدام مقياس آخر للمؤشر ولكن بالنسبة للأسهم ويطلق عليه في هذه الحالة مؤشر الهبوط/ الصعود، ويحسب كما يلي:

مؤشر الصعود/ الهبوط = (عدد الأسهم التي حققت ارتفاعا في الأسعار/ عدد الأسهم التي حققت ارتفاعا أو انخفاضا في الأسعار)

ويرى مؤيدو هذا المؤشر أنه عندما تكون قيمة المؤشر 0.60 أو أكثر، فمعنى هذا أن الاتجاه الصعودي لسعر السوق يقترب من نهايته، أما إذا بلغت قيمة المؤشر 0.35 فمعنى ذلك أن الاتجاه النزولي للأسعار بلغ نهايته و أن الأسعار تتجه إلى الارتفاع، و إذا كانت النسبة 0.60 أو أكثر ثم بدأت في الانخفاض فإن هذا يعد مؤشرا على اتجاه نزولي مضطرب في أسعار السوق.

- **المتوسطات المتحركة:** المتوسط المتحرك هو مؤشر يبين القيمة المتوسطة لسعر الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة، وتعتبر المتوسطات المتحركة من أقدم المؤشرات الفنية و أكثرها استخداما من طرف المحللين نظرا لسهولة حسابها واستخدامها، وهي عبارة عن مصفاة تقوم بتمهيد (تصفية) حركة الأسعار من خلال استبعاد التقلبات السعرية الطفيفة (غير المهمة) من أجل تحديد الاتجاه الأساسي للأسعار².

- **مؤشر الكميات الكبيرة:** يقصد بالكميات الكبيرة الصفقة التي تحتوي على 50 ألف سهم وأكثر، وغالبا ما يقوم بهذه الصفقات المؤسسات الكبيرة وصناديق الاستثمار المتخصصة في هذا المجال. ويستند هذا المؤشر على أن هذه المؤسسات يتولى إدارتها مدراء محترفون على فهم ودراية وخبرة كافية بمجال الاستثمار و التعامل في الأسواق، ويحسب هذا المؤشر كالتالي³:

¹ عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، الناشر مكتبة حسن العصرية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2015، ص ص: 62، 63.

² بن لطرش خالد، اختبار ربحية التحليل الفني في البورصة الفرنسية خلال الفترة (2000-2019)، مجلة المالية، والأسواق، المجلد 07، العدد، 2020، ص: 213.

³ عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 63، 64.

مؤشر الكمية الكبيرة = $S/(S+H)$

S: عدد الصفقات الكبيرة التي أبرمت بأسعار أعلى من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة

H: عدد الصفقات التي أبرمت بسعر أقل من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة و تتراوح قيمة المؤشر بين الصفر والواحد الصحيح، وكلما اقتربت قيمة المؤشر من الصفر دل ذلك على اتجاه الأسعار نحو الهبوط ونكون إزاء سوق هبوطي، أما إذا اقتربت قيمة المؤشر من الواحد فمعنى ذلك أننا ندخل في مرحلة السوق التصاعدي، ويتخذ قرار الشراء في حالة الاتجاه التصاعدي للسوق و العكس.

- **الاتجاه و حركة الأسعار:** يعتقد الفنيون أن حركة أسعار الأسهم تخضع لقانون قوة الدفع أو قوة الصدمة التي تخضع لها حركة الأشياء، فالشيء المتحرك يستمر في حركته وفي نفس الاتجاه حتى يواجه قوة مضادة فيتغير اتجاه حركته وهو ما ينطبق على حركة أسعار الأسهم، فسعر السهم يسير في اتجاه صعودي أو هبوطي حتى يواجه تغييراً في العلاقة بين قوى العرض و الطلب تعمل على تغيير اتجاهه¹.

- **مؤشر نسبة التغير:** يقيس مؤشر نسبة تغير السعر خلال فترة زمنية معينة، حيث تحسب نسبة التغير بين سعر الفترة (t) وسعر فترة سابقة (t-n) بالصيغة التالية²:

$$ROC (n \text{ jour}) = \frac{C_t}{C_{t-n}} \times 100$$

حيث يمثل (C_t) و (C_{t-n}) السعر في الفترة (t) و الفترة (t-n) على التوالي.

و يتحرك مؤشر نسبة التغير حول قيمة مئوية تساوي 100 نقطة، حيث يشير مرور المؤشر على خط القيمة المحورية ذو الأعلى أو الأسفل إلى تغير اتجاه السعر ذو الصعود أو الهبوط.

- **مؤشر اتساع السوق:** يقيس مؤشر اتساع السوق عدد الأسهم التي زادت كل يوم وعدد الإصدارات التي انخفضت، ويمثل هذا المؤشر نسبة مئوية قد تكون سالبة أو موجبة، وتحسب كما يلي³:

- يتم طرح الأسهم الصاعدة أسعارها يومياً من عدد الأسهم الهابطة أسعارها يومياً.

- يتم حساب نسبة الناتج إلى إجمالي الأوراق المالية محل التعامل.

ويمكن استخدام المؤشر في تفسير التغيرات التي تحدث في مؤشرات السوق.

¹ برودي نعيمة، استراتيجيات المضاربة في سوق الأوراق المالية باستعمال المؤشرات الفنية، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 03، العدد 2013، 1، ص: 73.

² بن لطرش خالد، اختبار ربحية التحليل الفني في البورصة الفرنسية خلال الفترة (2000-2019)، مرجع سابق، ص: 216.

³ عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 64.

(ب) الرسوم البيانية : و هي تتمثل في الخطوط البيانية والأعمدة و الخرائط:

- **الخط البياني**: الخط البياني أسهل وأبسط الطرق المستخدمة لعرض وتسجيل الأسعار على الإطلاق. فهو يعبر عن أسعار الإقفال فقط، و يعتقد الفنيون عموما أن سعر الإقفال هو أهم سعر في جلسة التداول، فهو بمثابة إعلان النتيجة النهائية بين البائعين ، حيث يتم تسجيل أسعار الإقفال اليومية بوضع نقطة في المكان المحدد للسعر على خريطة الأسعار، ثم يتم توصيل النقاط المتتالية ببعضها البعض بخط ممهد، فينشأ الخط الذي يعبر عن حركة واتجاه الأسعار¹.

3.2 مساوئ التحليل الفني

1.3.2 انتقادات التحليل الفني

التحليل الفني توجه له دائما انتقادات، كما هو الحال بالنسبة لأنواع التحليل الأخرى، وهذه الانتقادات لا تقلل من قيمة التحليل الفني كأداة فعالة للتعامل مع الأسواق المالية. ومعرفة المحلل الفني لهذه الانتقادات لا يقل أهمية عن معرفته للميزات، فالمميزات والانتقادات وجهان لعملة واحدة، لأنهما في النهاية يقودان إلى فهم أوسع وأشمل للتحليل الفني. ومن هذه الانتقادات: التحليل الفني غير موضوعي، استخدام الماضي للتنبؤ بالمستقبل، التحليل الفني متأخر جدا، دائما هناك مستوى آخر، التحليل الفني غير فعال بشكل مطلق. وفيما يلي الحديث عن هذه الانتقادات²:

(أ) التحليل الفني غير موضوعي: دائما ما ينتقد التحليل الفني بأنه غير موضوعي، فالكثير من الأدوات الفنية تعتبر ذاتية بشكل كامل، و تعتمد على المحلل نفسه، وموجودة فقط في عقل المحلل، فكيف يمكن أن تفسر مشاهدة المتداولين لهذه النماذج في نفس الوقت، وكيف تفسر تشابه ردة فعل المتداولين تجاه هذه النماذج في وقت متقارب، وهذا يظهر بشكل واضح عند اكتمال النموذج، فالغالبية العظمى من المتداولين يفكرون في الشراء عندما يكتمل النموذج بشكل ايجابي، مما يؤدي إلى ارتفاع السعر بسبب زيادة الطلبات، وفي المقابل ربما لا تكاد تجد من يفكر في الشراء عند اكتمال النموذج بشكل سلبي، وهذا بطبيعة الحال سوف يزيد من كمية العروض، وبالتالي ينخفض السعر بشكل واضح. والتفسير المنطقي لما يحدث في مثل هذه الحالات هو أن المتداولين يرون نفس الشيء تقريبا، وبناء على ذلك يتشابهون في ردة فعلهم أيضا بشكل تقريبي.

¹ عقبة خضير ،أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2014-2017)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص أسواق مالية و بورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2020/2019، ص 221.

² ماجد فهد العمري، التحليل الفني الأداة الأكثر فعالية لتحليل الأسواق المالية ، مرجع سابق، ص ص 14،15،16.

وهذا لا يعني أن التحليل الفني موضوعي تماما، لأن الموضوعية تعتمد على المحلل نفسه بغض النظر عن نوع التحليل الذي يستخدمه. والمحلل في كل الأحوال لا يمكن أن يخرج عن كونه بشر لديه انفعالات مختلفة، تؤثر بشكل أو بآخر على تحليله، فإذا كان المحلل متفائلا، فإن هذا التفاؤل سوف يظهر على تحليله حتى لو كان الواقع خلاف ذلك، و أيضا لو كان المحلل متشائما وينظر للسوق بشكل سلبي، فإن هذه النظرة السلبية سوف تغطي على تحليله ربما بشكل غير إرادي. لذلك الموضوعية في النهاية تعتمد على المحلل، وعلى مدى قدرته على ضبط انفعالاته والتحرر من ميوله المختلفة عند تحليله للسوق.

إن الوصول إلى نظرة موضوعية بشكل كامل ربما يعتبر أمرا مستحيلا، لأن كل ما يمكن أن يؤثر على الحالة النفسية للمحلل يمكن أن يظهر على تحليله بشكل أو بآخر، ولكن الهدف دائما هو الوصول إلى أقصى درجات الموضوعية عند تحليل السوق، وذلك حتى نتجنب الوقوع في فخ الذاتية التي ننظر من خلالها للسوق كما نتمناه وكما نريده، لا كما هو الواقع. ويقدر ما يكون التحليل موضوعي بقدر ما يكون التحليل أقرب للواقع، أقرب للصواب.

(ب) استخدام الماضي للتنبؤ بالمستقبل: كثيرا ما نسمع أن الأسعار السابقة لا يمكن من خلالها التنبؤ بالمستقبل، و أن بيانات الماضي لا يمكن أن تستخدم في عملية التنبؤ، و هذا انتقاد غير منطقي. فما هي البيانات الأخرى التي يمكن أن نستخدمها؟ فكل البيانات عبارة عن ماضي، سواء كانت بيانات اقتصادية أو بيانات خاصة بالأسعار. وجميع أنواع التحليلات المختلفة، سواء ما يتعلق منها بتحليل السوق أو غيره، تعتمد بشكل أساسي على الماضي للتنبؤ بالمستقبل.

(ج) التحليل الفني متأخر جدا: في الوقت الذي ينتظر فيه المحلل الفني تحديد حركة الاتجاه و تأكيدها، يكون هناك جزء من الاتجاه لا تتم الاستفادة منه، وبالتالي يكون هناك بعض التأخير في الدخول، وربما يضيع جزءا هاما من حركة الاتجاه بسبب هذا التأخير. وهذا انتقاد منطقي يوجه دائما للتحليل الفني ولنظرية داو أيضا. و على الرغم من أن هذا التأخير يعتبر سلبي في بعض الحالات، إلا أنه في حالات أخرى يعطي المزيد من التأكيد للاتجاه، وهذا التأخير بصورة عامة لا يشكل عائقا أمام نجاح التحليل الفني.

والمحلل الفني بإمكانه دائما التحكم في مدة التأخير، وذلك من خلال تحمل مستوى أكبر من المخاطرة، فكلما كانت مدة التأخير أقل، كلما زادت نسبة المخاطرة، وكلما كانت مدة التأخير أكبر، كلما قلت نسبة المخاطرة. كما أن التأخير ليس سمة دائمة للتحليل الفني، ففي الكثير من الحالات تكون هناك اشارات مبكرة للدخول أو الخروج، يمكن من خلالها أخذ فرصة كافية لاتخاذ القرار المناسب.

د) دائما هناك مستوى آخر: ينتقد المحلل الفني بأنه دائما يحدد مستويات جديدة، حتى عندما تتحرك الأسعار في اتجاه جديد. فالمحلل الفني لابد أن يكون له كلمة في كل وقت. وهذا الانتقاد في الحقيقة يعتبر ميزة من مميزات التحليل الفني. فالمحلل يجب أن يكون مستعدا لجميع الاحتمالات. فعندما نتحدث عن بداية اتجاه صاعد جديد مثلا، فإن هذا الاتجاه لا يمكن أن يتحرك فيه السعر في خط صاعد مستقيم، لذلك يكون من المهم تحديد المستويات التي يمكن أن يتوقف عندها السعر ولو بشكل مؤقت، سواء كان هذا في الاتجاه الصاعد أو في الاتجاه الهابط، وبذلك تكون جميع الاحتمالات مأخوذة في الاعتبار بالنسبة للمحلل الفني.

و) التحليل الفني غير فعال دائما: الاشارات التي تظهر من خلال التحليل الفني لا تكون صحيحة دائما، كما أنها يمكن أن تكون فعالة مع سهم و غير فعالة مع سهم آخر، مع أنها نفس الإشارات، وهذا منطقي جدا، لأنه لا يوجد أي نوع من أنواع التحليل ناجح بشكل مطلق، لذلك دائما ما نقول بأن التحليل الفني هو الأداة الأكثر فعالية لتحليل الأسواق المالية، ولا نقول بأن التحليل الفني فعال دائما، إذ لا بد أن يكون هناك نجاح وإخفاق. وحتى يكون التحليل فعالا، لا بد أن يحقق نجاحات تفوق بكثير الإخفاقات. وهذا هو ما يحدث تماما مع التحليل الفني.

2.3.2 التطورات الراهنة في التحليل الفني

لقد بعث الاهتمام بالتحليل الفني من نومه الطويل بعد أن ظهرت العديد من العيوب الخطيرة في فرضية الأسواق الفعالة وجاري الآن إظهار أن حركة أسعار الأسهم ليست عشوائية. أقرت هذه المعارف الحديثة بالشكوك على الاعتراضات التي أثرت سابقا حول التحليل الفني و بدأ الأكاديميون تدريجيا في إجراء دراسات جادة عن النظريات الفنية و المؤشرات.

التمويل السلوكي مجال علمي حديث معني بدراسة نفسيات المتعاملين في الأسواق، أظهر هذا العلم أن تصرفات المستثمرين في الأسواق ليست بالضرورة عقلانية وهو نفس الطرح الموجود في فرضية الأسواق الفعالة. لقد وجدت عينات من سلوكيات المستثمر القابلة للتنبؤ بها وبدأ تفسير بعض أسباب الأنماط المشهورة بين المحللين الفنيين منذ ما يزيد عن قرن من الزمان¹.

خلال فترة تدهور أسواق الأسهم بين عامي 2000 و2002 وبين عامي 2007 و2009 انهارت أسعار العديد من الأسهم بعنف قبل أن تصبح المعلومات المسببة للانهايار متاحة للعلن. إن أسماء مثل إنرون و وورلدكم و

¹ تشارلز دي. كركباترك الثاني، جولي آ. دولكويست. ترجمة أحمد صلاح عبد العزيز، المنبع الدفاق في علم التحليل الفني للأسواق، الطبعة الإنجليزية

تايكو وهلت ساوث وكويست وأخرى كانت تفرع آذان أولئك الذين عانوا من خسائر فادحة بامتلاكهم تلك الأسهم وعانوا أيضا من كونهم خدعوا وكذب عليهم من إدارات تلك الشركات.

رغم أن ما حدث ربما لم يكن تلاعبا من الطراز القديم إلا أنه مثل مرة أخرى حالة خداع انخدع فيها من لا يعلم ممن يعلم.

في فترة لاحقة أخفيت خطورة الانهيار الناشئ عن مشكلة ديون الرهن العقاري عن العامة لمنع حدوث حالة ذعر إلا أن الأسهم المتأثرة بالأزمة تلقت ضربات رهيبية واحدة تلو الأخرى. مثلا، سهم سيتي جروب و هو أحد أسهم مؤشر داو جونز القطاعي انهار سعره من 57 دولار إلى أقل من دولار واحد للسهم وسهم إيه آي جي AIG وهو أحد الأسهم المفضلة للمؤسسات انهار من فوق 1400 دولار إلى ثمانية دولارات خلال نفس الفترة.

3 مقارنة التحليل الأساسي بالتحليل الفني والانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة السوق

1.3 ماهية التحليل الأساسي

1.1.3 تعريف التحليل الأساسي

هو وسيلة من وسائل التحليل العلمية لاستقراء القيمة الجوهرية للورقة المالية استنادا للاعتقاد السائد بأن سعر الورقة المالية (أو أي أصل استثماري) يميل إلى التحرك جهة قيمته الحقيقية، و من خلاله يتم التنبؤ بسعر الورقة المستقبلية واتجاهات هذا السعر هبوطا أو صعودا، آخذين في الاعتبار البيئة الداخلية والخارجية للسوق بتحليل مؤشرات الأسواق ومؤشرات الاقتصاد الكلي بما يشمل الوضع السياسي والاجتماعي بالدولة. وحسب المنهجية المختارة في التحليل يمكن أن تدخل في حساباته العديد من المؤشرات كأسعار الفائدة ومعدلات التضخم وأسعار صرف العملات ومؤشرات الناتج المحلي الاجمالي والسياسات المالية والنقدية للدولة ودراسة قوى العرض والطلب وتوقعات مستويات النمو الحالي والمستقبلي للأنشطة الاقتصادية المرتبطة بالورقة المالية أي دراسة أي معلومات أو بيانات ينتظر أن تؤثر في سعر الورقة المالية بالسوق أو في القيمة المادية للأصول الاستثمارية، وهذا ما يجعل التحليل الأساسي أكثر تعقيدا خصوصا للمستثمرين غير المختصين والمبتدئين الذين ليس لهم دراية بالمؤشرات الاقتصادية مما يجعلهم يلجؤون للتحليل الفني اعتمادا على خرائط وأشكال حركة الأسعار.¹

و يدرج ضمن التحليل الأساسي نوع آخر من التحليل يتمثل في التحليل المالي². وهو تحليل ضروري لتقييم الأوراق المالية وخاصة الأسهم، ويهتم التحليل المالي بأوضاع الشركة من الداخل بربط أسعار الأسهم بالربح

¹ أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، مرجع سابق ص:131.

² هبه عبد الحليم عبد ربه، أحمد على بكرى، علم نفس البورصة و تطوير الأسواق المالية العربية، مرجع سابق ص ص:120، 121.

الصافي للسهم مما يسمح بإجراء تقييم نظري للشركة. ثم ينتقل إلى مقارنتها مع باقي شركات القطاع المعني بإجراء المقارنة بين العديد من الأسهم. والتحليل المالي من المواضيع المهمة التي توجه النشاط الاستثماري في عالم المال و الأعمال.

ويقصد بالتحليل المالي (دراسة وفحص البيانات والقوائم المالية بشكل تفصيلي ودقيق مع استقراء العلاقات القائمة بين عناصرها وأجزائها والتوصل إلى مجموعة من المؤشرات ذات الدلالة التي يمكن بها الحكم على أداء الشركة التي يقوم الاستثمار فيها بشكل لا ينصرف إلى الماضي فقط وإنما أيضا يرتبط بالأوضاع الحاضرة بالإضافة إلى المساهمة في استشراف المستقبل ومن ثم اصدار حكم موضوعي على حقيقة الوضع المالي للشركة المراد الاستثمار فيها)، ولأن التحليل المالي يعتمد أساسا على القوائم المالية المنشورة لذلك يتم تحليل التقارير المالية (Financial Reports) من خلال ثلاث مستويات، أولها ما يعرف بالتحليل على مستوى الشركة حيث يتم في هذا المستوى دراسة نتائج عمل الشركة وكذلك المركز المالي للشركة من خلال استخراج النسب المالية (Financial Ratio) من قوائمها المالية لعدد من السنين الماضية، و ثانيا التحليل على مستوى القطاع الذي تنتمي إليه الشركة والذي يتم فيه دراسة الشركات الأخرى المماثلة في البلد التي تعمل فيها وإجراء المقارنات الملائمة، وثالثا التحليل على مستوى الظروف الاقتصادية العامة والتي يتم فيها دراسة ظروف الاقتصاد الكلي من حيث مستوى التضخم (Inflation) والركود (Recession) وارتفاع الأسعار وتأثيرها على منتجات الشركة.

2.1.3 المنهج المتبع في التحليل الأساسي الحديث

يستند المحلل الأساسي على مدخلين أساسيين في تحليل وتقييم أداء وأسهم الشركات¹:

- المدخل الأول: و يسمى التحليل الكلي فالجزئي Macro-Micro Analysis أو التحليل من أعلى إلى أسفل (Up-Bottom Analysis) حيث يتضمن ثلاثة مراحل.

المرحلة الأولى: التركيز على الظروف الاقتصادية بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية و تأثيرها المحتمل على أسواق رأس المال.

المرحلة الثانية: تحليل ظروف الصناعة من أجل معرفة الصناعات الواعدة من خلال التنبؤ بالظروف الاقتصادية التي يحتمل أن تسود في المستقبل أو بسبب التطور التكنولوجي أو نتيجة التغير في الظروف الاجتماعية أو نتيجة لأسباب أخرى.

المرحلة الثالثة: يتم التحليل على مستوى الشركات بهدف معرفة أفضلها داخل الصناعة الواعدة، والتي يوصي المحلل الأساسي بالاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها.

¹ شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، مرجع سابق ، ص ص: 161، 162.

المدخل الثاني: ويسمى التحليل الجزئي فالكلي Micro-Macro Analysis أو من أسفل إلى أعلى (Bottom-Up Analysis) حيث يتم التحليل على مستوى الشركات ثم تحليل ظروف الصناعة من أجل معرفة الصناعة الواعدة، وأخيراً يتم التركيز على الظروف الاقتصادية بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية و التأثير المحتمل على أسواق رأس المال.

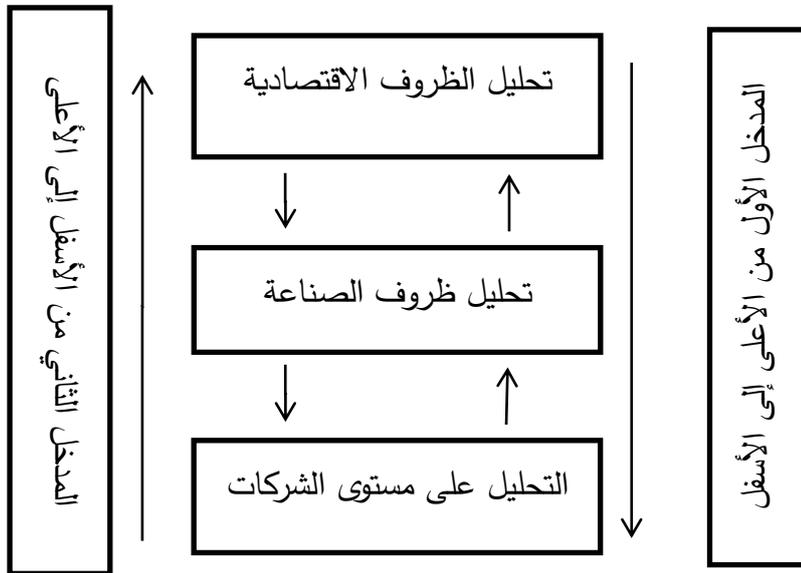
و السؤال المطروح: أي المدخلين في التحليل الأساسي أكثر ملائمة؟

لا توجد إجابة محددة لهذا السؤال إلا أن المدخل الأول (الكلي فالجزئي) يختصر الكثير من الوقت لأنه وبمجرد معرفة الصناعة الواعدة نكون قد قطعنا نصف الطريق وما تبقى هو البحث عن أفضل شركة ضمن تلك الصناعة.

- المدخل الثاني (الجزئي فالكلي): قد يكون أكثر ملائمة على أساس أن إتباع المدخل الأول قد يؤدي إلى تخطي شركة ما يكون الاستثمار فيها مربحاً وذلك يحدث عندما تكون ظروف تلك الشركة مميزة عن ظروف الصناعة التي تنتمي لها، و بالنتيجة يمكن القول أن كل مدخل مكمل للآخر فإذا كانت نتائج المدخلين منسجمة معاً عندها تزداد الثقة في امكانية الاعتماد على تلك النتائج في اتخاذ قرارات استثمارية.

و الشكل التالي يبين المدخلين للتحليل الأساسي بالتفصيل:

شكل رقم (02-04) مدخلي للتحليل الأساسي



المصدر: شقيري نوري موسى، الأسواق المالية و آليات التداول، دار الحامد الثقافي للنشر والتوزيع والدعاية والإعلان ، الطبعة الأولى، 2019، عمان ص: 162.

3.1.3 أهمية التحليل الأساسي

يكتسب التحليل الأساسي أهمية كبيرة في تقييم أداء و أسهم الشركات من خلال¹:

- 1- مواكبة التطور الاقتصادي والتكنولوجي والذي يؤثر على المحيط الداخلي والخارجي للشركة، خاصة فيما يتعلق بالابتكارات المالية الجديدة.
- 2- التأثير الكبير لظاهرة التضخم على أسعار الأسهم، بالإضافة لمعدلات الفائدة المتفاوتة وتأثيرها على أسعار الأسهم.
- 3- الانتشار الواسع للشركات التي تنتج نفس القطاع مما عجل بظهور منافسة شديدة بين هذه الشركات، لذا تبنت هذه الشركات مؤشرات جديدة من أجل تقييم أدائها وخير مثال على ذلك نجد مؤشر الصناعة.
- 4- السياسات الحكومية وتدخلها في نشاط الشركة خاصة فيما يتعلق بمعدل الضريبة، الدعم الذي تقره لقطاع معين، أو السياسات الجمركية، التي لها تأثير كبير على أرباح الشركات وعلى مقدرتها في جلب المواد الأولية أو تسويق إنتاجها خارجياً.
- 5- تحليل معدل النمو الاقتصادي خاصة وأنه يلعب دوراً هاماً في مستوى الطلب على منتجات الشركة، وبالتالي سترتفع نسبة المبيعات، والنتيجة ارتفاع في سعر أسهمها، والعكس صحيح.
- 6- تحديد العلاقة الاقتصادية ما بين سعر الأسهم و اجمالي الأرباح، والقيام بعمليات التنبؤ لمستقبل الشركة وذلك بعد تحديد مختلف التحديات التي تعرقل نشاطها الاستثماري.
- 7- تلعب هذه المؤشرات دوراً هاماً في قياس الفشل المالي للشركات، مع امكانية التنبؤ بذلك قبل حدوثه، مما يجنبها الوقوع في أخطار مالية قد تؤثر على مستقبلها في المدى المتوسط و البعيد.

2.3 التمييز بين التحليل الفني و التحليل الأساسي

يمكن التمييز بين التحليل الفني و التحليل الأساسي من خلال ما يلي²:

يقوم التحليل الفني بدراسة تحركات السعر وعلاقات السعر عند التحليل الفني، إن الأداة الأساسية هي الرسم البياني. التقلبات في السعر تشكل الرسم البياني وهو ما يساعد التوقع كيف تتحرك أسعار العملات في السوق. يعتمد المتداول على التحليل الفني فهو لا يميل لأن يكون معقداً وهناك الكثير منهم الذي يقوم بالتحليل من هذا النوع.

¹ شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، مرجع سابق ص ص: 163، 164.

² أحمد الفريخ، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودية، مرجع سابق، ص ص: 191، 192.

التحليل الأساسي معتمد على دراسة العوامل الاقتصادية ومدى تأثيرها على العملة الوطنية الخاصة في الدولة. عادة ما تكون الأحداث المشيرة للتغيير متعلقة في الوقت والتاريخ منها المتوقع ومنها غير القابل للتوقع. غير القابلة للتوقع هي مثل الحروب والكوارث وغيرها من الأحداث التي لا يمكن السيطرة عليها. بطبيعة الحال، يتضمن التحليل الأساسي ويعتمد على البيانات الاقتصادية المفرج عنها والتي لها علاقة في البطالة والأسعار والعمالة وغيرها.

التحليل الأساسي يعتمد على الأخبار التي تأتي من المنصات التداولية. مؤشرات الإنتاج و مؤشرات الدورات التجارية ومعدلات التضخم ومؤشرات السياسة المالية وغيرها هي من العوامل المجتمعة عند التحليل الأساسي. جميع البيانات في التحليل من هذا النوع يتم ترتيبها بحسب قدرة تأثيرها على الأسواق. بما أن التحليل يحتوي على عدة عوامل ويعتمد على البيانات الاقتصادية المتعددة فهو بمثل التحليل التقني والفني، مهم وأساسي عند اتخاذ القرارات التداولية.

إن الأسلوبان الرئيسيان لتحليل أسواق العملات هما التحليل الأساسي والتحليل الفني، ويركز التحليل الأساسي على النظريات المالية والاقتصادية إضافة إلى التطورات السياسية لتحديد قوى العرض و الطلب. وينظر التحليل الفني إلى السعر وبيانات الحجم لتحديد ما إذا كان يتوقع لها الاستمرار في المستقبل. ويمكن تقسيم التحليل الفني إلى نوعين رئيسيين:

التحليل الكمي: يستخدم مختلف الخصائص الإحصائية للمساعدة في تقدير العملة المفرطة الشراء والمفرطة البيع

الشارت (الرسم البياني): الذي يستخدم خطوطاً وأرقاماً لتحديد الاتجاهات والنماذج (الباترن) التي يمكن معرفتها في إعداد وتوقع اتجاه حركة العملة. هناك نقطة تمييز واضحة واحدة بين التحليل الأساسي و التحليل الفني هي أن التحليل الأساسي يدرس أسباب حركات السوق بينما يدرس التحليل الفني أثار حركات السوق. يشمل التحليل الأساسي دراسة مؤشرات الاقتصاد الكلي أسواق الأصول والاعتبارات السياسية عند تقييم عملة بلد ما مقارنة بأخرى. وتشمل مؤشرات الاقتصاد الكلي أرقاماً مثل معدلات النمو، التي يتم قياسها بواسطة الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الفائدة والتضخم والبطالة وتوفير الأموال واحتياطيات أسواق النقد الأجنبي والانتاجية. وتشمل أسواق الأصول السندات والعقارات. تؤثر الاعتبارات السياسية على مستوى الثقة في حكومة البلد ومناخ الاستقرار ومستوى اليقين.

3.3 الانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة الأسواق المالية

يجادل المتخصصون في سلوكيات أسواق المال أن فرضية كفاءة الأسواق المالية ليست صحيحة، وأن الأكاديميين المتخصصين في الأسواق المالية يجب أن يعيدوا النظر في الأساس الذي بنيت عليه هذه الفرضية. ماذا يعني أن تكون فرضية كفاءة الأسواق المالية خطأ؟ هناك ثلاثة اتجاهات مختلفة شت متخصصو سلوك أسواق المال بها الحرب على فرضية كفاءة الأسواق المالية: الأول منطقي، والثاني نفسي، والثالث تطبيقي. فيدور الجدل المنطقي حول ما يسميه الاقتصاديون بالنظرية الاقتصادية، و الجدل الخاص بالتحليل النفسي جاء من خلال التجارب على نفسية الإنسان مما يشكك في صحة الافتراضات التي بنيت عليها النظريات المالية. وأخيراً، أظهر التطبيق على أرقام الأسواق سلوكاً قابلاً للتنبؤ، فالدراسات التي تم إجراؤها تستبعد عدم القابلية للتنبؤ التي تفترضها النظريات الاقتصادية.¹

تتسجم الطرق الثلاث المختلفة عن فرضية كفاءة الأسواق المالية مع الملاحظات العارضة والمشاهدة التي تتواصل وتتردد في الأسواق المالية منذ بداياتها. وقد رفض هذه المشاهدات متخصصو الاقتصاد المالي واعتبروها ثانوية وغير علمية. وحتى وقت قريب، ظلت وجهة النظر الغالبة عند متخصصي الاقتصاد المالي هي أن الأسواق كفؤة وأن الملاحظات العرضية هي الخطأ. وأحياناً، يتهم أصحاب الملاحظات العرضية بأن لهم مصالح من وصف السوق بأنها غير كفؤة. وفي النهاية، تعتمد صناعة إدارة الأموال على أن التفكير والبحث المتمسك بالذكاء والاجتهاد بما يمكن من تحقيق عوائد استثمار تفوق الاختيار العشوائي أو المفهرس للأسهم، وهو ما يخالف النوع الشبه القوي semi-strong من فرضية كفاءة الأسواق المالية.

1.3.3 التشوهات الملاحظة في أسواق المال

أشار أندري أورليان في مقاله إلى أن مصطلح التشوهات يستعمل للدلالة على بعض الوضعيات التي يلاحظ فيها خرق لنظرية الكفاءة، كما عرفها "أكتاس" بأنها فروق معتبرة ومستمرة بين العوائد الملاحظة والعوائد النظرية المحسوبة بالاعتماد على نموذج MEDAF، و من بين هذه التشوهات نذكر:

- التشوهات الموسمية (les anomalies saisonnières) : إذ لوحظ بأنه من الممكن التنبؤ بالسعر خلال بعض الفترات والمواسم مثلما يحدث في أثر نهاية الأسبوع (أثر الاثنين)، حيث عادة ما تكون معدلات مردودية الأوراق المالية سالبة يوم الاثنين وموجبة في نهاية الأسبوع (بمعنى أن السعر يميل إلى الانخفاض يوم الاثنين وخاصة في الساعة الأولى من التداول، ويرتفع يوم الجمعة) إضافة إلى أثر بداية السنة (أثر جانفي) أين لوحظ بأن أكثر

¹ إدوين بورتون سونيت شاه، عبد الله بن خالد بن ربيعان، محمد بن عبد الله الجراح، سلوك الاسواق المالية - فهم الأبعاد الاجتماعية والمعرفية والاقتصادية ، مرجع سابق، ص30.

العوائد يتم الحصول عليها في شهر جانفي، ولذا من المريح الشراء في نهاية ديسمبر وإعادة البيع في نهاية جانفي....إخ¹.

إضافة إلى أثر بداية السنة (أثر جانفي) حيث ثبت لفترات طويلة أن أسعار الأصول تعرف تحركات غير طبيعية ما بين ديسمبر وجانفي هذه التحركات يمكن التنبؤ بها وهذا ما يتعارض مع نظرية كفاءة أسواق رأس المال، وقد نسب الاقتصاديون هذا الأثر إلى اعتبارات جباية حيث أن المستثمرون يلجؤون إلى الشراء قبل نهاية ديسمبر وإعادة البيع في جانفي لتحقيق أكبر العوائد ومن أجل تقليص الوعاء الضريبي، كما أشارت بعض الدراسات كالدراسة التي قدمها بانز سنة 1981 أن مؤسسات صغيرة الحجم تمنح عوائد مرتفعة للمساهمين بشكل غير عادي وفي فترات طويلة وهذا ما يعرف بأثر الحجم، وتستمر هذه الظاهرة حتى مع ضبط معدل العائد على المخاطر الملازمة لصغر حجم المؤسسة المعنية، اعتبرت هذه المشاكل والتشوهات التي عمت أسواق رأس المال مثل الدافع الذي حفز الاقتصاديين على البحث عن تيار جديد يكون قادر على تفسير هذه المشاكل وإيجاد حلول لها وتمثل هذا التيار في المالية السلوكية².

2.3.3 مفاجئات الإيرادات

لقد أظهرت البحوث الأخيرة بأن أسعار الأسهم قد تستجيب لأخبار الاعلانات عن الإيراد و أن أخطاء التسعير هذه تصحح ولكن بشكل بطيء، فعندما تعلن الشركة عن انخفاض كبير في الإيرادات مثلا سيتطرف سعر السهم بالانخفاض ولكن بعد هذا الانخفاض الأولي الكبير سيرتفع إلى مستويات أكثر طبيعية خلال عدة أسابيع، وهذا الأمر يتنافى مع فرضية السوق الكفو لأن المستثمرين بإمكانهم تحقيق عوائد عالية غير طبيعيه من خلال شراء الأسهم مباشرة بعد إعلان الإيرادات السيئة ثم يبيع هذه الأسهم بعد عدة أسابيع عندما ترتفع لتعود إلى مستوياتها الطبيعية³.

¹ صافية صديقي، هوارى سويسي، محمد زرقون، بناء محفظة الأوراق المالية في ظل المالية السلوكية بالتطبيق على الشركات المدرجة في مؤشر cac40 لبورصة باريس للفترة 2007-2010، مجلة رؤية اقتصادية، العدد 08، 2015. ص ص: 71، 72.

² بن الضب علي، بلقاسم حليلة، نموذج توازن الأصول الرأسمالية بين نظرية المالية السلوكية و كفاءة أسواق رأس المال دراسة تطبيقية لشركات صناعية مدرجة بالبورصة السعودية خلال الفترة 2011-2014، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية العدد 08، 2015، ص: 302.

³ ميثم ربيع هادي، علي أحمد فارس، من المالية التقليدية إلى المالية السلوكية: التحول الجذري- دراسة نظرية لأهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 10، العدد 2014، 40، ص ص: 87، 88.

3.3.3 انتقادات رول ROLL

في عام 1977 قدم Roll ورقة شهيرة وجه من خلالها انتقادات مهمة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وقد مثلت هذه الانتقادات تحدياً مهماً للنموذج، وهو ما أصبح يعرف في أدبيات النظرية المالية بانتقادات رول. وبرأيه هي كالتالي¹:

* هناك فرضية واحدة فقط قابلة للاختبار، وهي أن محفظة السوق ذات كفاءة من حيث الوسط-التباين وجميع تطبيقات النموذج الأخرى، وبالتحديد العلاقة الخطية بين العوائد المتوقعة وقيم بيتا هي تابعة لكفاءة محفظة السوق. وغير قابلة للاختبار بشكل مستقل؛

* إن الاختبارات تتم باستخدام عينة من بيانات السوق، ويتم تقدير قيم بيتا من خلال علاقة عوائد الأسهم مع عوائد محفظة السوق المفترضة، وعند اختبار خطية العلاقة بين قيم بيتا المقدرة فإنه يتم استخدام بيانات نفس العينة، وهذا يعني أن العلاقة خطية بغض النظر عن مدى كفاءة محفظة السوق الحقيقية؛

* إن استخدام ممثل لمحفظة السوق (PROXY) يخضع لصعوبتين، أولهما أن المحفظة الممثلة بحد ذاتها قد يكون له كفاءة وسط-تباين، في حين أن محفظة السوق الحقيقية ليس لها مثل هذه الكفاءة، و ثانيهما أنه قد يتم اختيار محفظة غير ذات كفاءة لتمثيل محفظة السوق؛

و تتلخص الفكرة الأساسية في هذه الانتقادات أنها لا يمكن اختبار نموذج CAPM ما لم يتم تحديد محفظة السوق بشكل دقيق، ولا يمكن الاعتماد على محفظة بديلة كممثل لمحفظة السوق التي تحتوي على كل الأصول الاستثمارية.

- المبحث الثالث: النظرية المالية السلوكية

تعتبر دراسة التغيرات الحاصلة في حركة الأصول المالية وانحرافات عن مستوياتها في الأسواق المالية من أكثر القضايا نقاشاً في النظرية المالية وذلك لارتباطها بالكثير من الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي، و لا تزال الدراسات في هذا المجال محل بحث واهتمام من طرف الباحثين في هذا المجال، بسبب عدم قدرة النموذج المعمول به في النظرية المالية التقليدية المتعلق بكفاءة الأسواق المالية على تفسير الانحرافات الحادة في أسعار الأصول المالية والتشوهات الحاصلة فيها لكونه يفترض في مضمونه أن المستثمرون عقلانيون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، غير أن هذه النظرية لم تأخذ بعين الاعتبار التحيزات والعواطف الشخصية التي تؤثر في سلوكيات

¹ فخاري فاروق، زبيري نورة، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوهات السريعة للأصول المالية، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 03، العدد 02، 2019، ص ص: 101، 100.

المستثمرين ورغباتهم، الأمر الذي يدفعهم إلى التصرف بطرق غير عقلانية وهذا ما دفع إلى ظهور تيار جديد في علم المالية وهو ما يطلق عليه علم المالية السلوكية .

1 الإطار النظري لمفهوم النظرية المالية السلوكية

1.1 جذور النظرية المالية السلوكية ودوافع نشأتها

1.1.1 مفهوم المالية السلوكية THE BEHAVIORAL FINANCE

يوجد هناك العديد من التعاريف التي قدمها الكثير من الباحثين و المختصين في المجال من أجل تحديد مفهوما المالية السلوكية لكننا ركزنا على أهم وأدق التعاريف التي تصف المالية السلوكية وعلاقتها بسلوك المستثمرين ولعل أهمها ما يلي:

حسب Meir Statman فإن المالية السلوكية هي إطار يؤيد بعض أجزاء المالية التقليدية و يستبدل الأجزاء الأخرى، إذا أن مجال المالية السلوكية يوفر العديد من البيانات الشاملة لتوضيح الأداء الاستثماري، وبذلك فهي تصف سلوك المستثمرين والمديرين، كما تصف نتائج التفاعلات بين المستثمرين و المديرين في الأسواق المالية و الرأسمالية، وتصف أيضا السلوك الأكثر فعالية للمستثمرين و المديرين¹.

تعريف Fromlet, 2001: "التمويل السلوكي يجمع بين السلوك الفردي والظواهر السوقية و يستخدم المعرفة المأخوذة من كل من المجال النفسي والنظرية المالية"².

و عرف sewll, 2010 التمويل السلوكي بأنه (دراسة تأثير علم النفس على سلوك المستثمرين وتأثيره اللاحق على الأسواق المالية، والسلوك التمويلي يساعد على تفسير كيفية نشوء أسواق أوراق مالية فاعلة وكفؤ، وعليه فإن التمويل السلوكي هو مجال جديد نسبيا من التمويل الذي يدمج مفاهيم علم النفس مع الأفكار الاقتصادية العقلانية التقليدية، فعندما نحلل سلوك المستثمرين فمن المهم أن يكون المحللين الماليين على بينة من المخاطر التي يمكن أن تؤدي بهم إلى إصدار أحكام غير منطقية³ .

¹ موسى بن منصور، سهام مانع ، مدخل المالية السلوكية في إدارة المحفظة المالية، مجلة دفاتر البحوث العلمية، العدد 2017، 11، ص: 184.

² مهدي عطية موحى الجبوري ، التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية، مجلة جامعة بابل، العلوم الانسانية، المجلد 22، العدد، 2014، 04، ص: 789.

³ صلاح الدين محمد أمين الامام، شيماء حمد شهاب، أثر العوامل السلوكية للمستثمر في مؤشرات تداول الأسهم دراسة استطلاعية تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة و الاقتصاد، العدد 103، 2015، ص: 167.

2.1.1 جذور المالية السلوكية

تبعاً لنظرية المنفعة المتوقعة ووفقاً لـ cusinato2003 فإن قيمة الأشياء لا تستند على أسعارها بل على المنفعة التي تحققها فيتم أخذ القرار من أجل تعظيم المنفعة المتوقعة وذلك بافتراض أن الأسواق كفؤ وجميع المعلومات يتم معالجتها بشكل فعال، لكن وفقاً لمبادئ الاقتصاد الكلاسيكي الجديد ومع السعي لتحقيق أقصى قدر من الفائدة المتوقعة تبعاً لكل قرار تم تأسيس النظرية السلوكية الحديثة وبالاعتماد على دراسات 1952 Markowitz and etal، اللذين طوروا فرضية السوق الكفؤ، يتم تعظيم المنفعة المتوقعة بحسب النظرية الكلاسيكية وبالاعتماد على افتراض مفاده أن الناس يكرهون المخاطرة وهم عقلانيون تماماً فضلاً عن أن جميع المعلومات تتم معالجتها بشكل فعال لكن بسبب الانتقادات لهذه النظرية ظهرت النظرية السلوكية ولاسيما أن علم النفس أصبح مهماً للغاية في مجالات الاقتصاد والتمويل إذ نلاحظ أن صناع القرار لا يتصرفون بطريقة عقلانية بحتة بل يتصرفون وفقاً لتأثيراتهم العاطفية والتي تؤدي بهم إلى انحرافات منهجية ومن ثم إلى تحيزات معرفية. ووفقاً إلى Macedo Jr and etal هناك دليل آخر على عدم عقلانية المستثمرين وهي حالات الشذوذ الحاصلة والتي تكون نتيجة سوء التسعير غير الصحيح من السوق، ووفقاً إلى Macedo Jr and etal أن المعتقدات التي تتصف بعدم التأكد تؤدي إلى الاحتمالات ومن ثم يتم تقييمها بالاعتماد على الاستدلال وليس على الحسابات الإحصائية وتعتمد الاحتمالات على مدى سهولة تذكر الأحداث¹

3.1.1 دوافع ظهور النظرية المالية السلوكية

اعتبر منتصف القرن الثامن عشر نقطة انطلاق للنظريات التقليدية. كان المفهوم الأول بينهم هو نظرية المنفعة المتوقعة. هنا، اعتبرت المنفعة مقياساً لرضا الأفراد من خلال استهلاك سلعة أو خدمة. في عام 1844 قدم مفهوم الرجل الاقتصادي العقلاني أو الإنسان الاقتصادي الذي يحاول زيادة رضاه (أو فائدته) نظراً للقيود التي يواجهها. والافتراضات الثلاثة الأساسية لهذا العامل هي؛ العقلانية المثالية والمصلحة الذاتية المثالية والمعلومات المثالية. وأصبحت هذه الافتراضات أساس الإطار المالي التقليدي. وفقاً للتوصل إلى حل عقلاني، يعني شينين مذكورين على النحو التالي. أولاً، يجب على الوكلاء تحديث معرفتهم الحالية بمعلومات جديدة بشكل صحيح وثاني، باستخدام هذه المعرفة لزيادة رضاهم إلى أقصى حد. وفي هذا السياق، وضعت عدة نظريات تقليدية².

¹ صباح جلال مهدي الجوادي، صلاح الدين محمد أمين الامام، استكشاف العوامل السلوكية المؤثرة في تفضيلات المستثمرين و انعكاسه على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة كلية حجة الجامعة دراسات ادارية و مالية ومحاسبية المجلد5، العدد3، 2022، ص:152، 153.

² Sujata Kapoora and Jaya M. Prosad, Behavioural Finance, Procedia Computer Science 122 (2017),p:51.

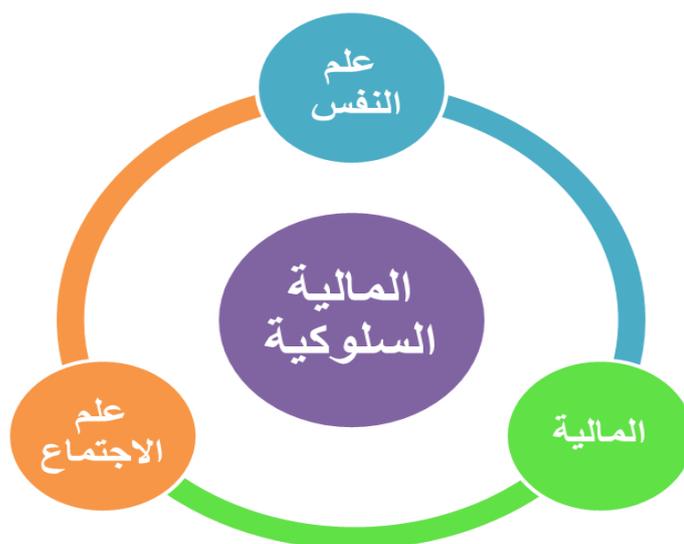
لقد فقدت فرضية كفاءة السوق المالي مكانتها وهيمنتها مع ظهور المالية السلوكية في بداية التسعينيات، حيث تدرس هذه النظرية تأثير السلوك البشري على صنع القرار الاستثماري، ولم يظهر الطرح السلوكي كافتراض تكميلي، بل كتناقض أو نهج بديل للطرح التقليدي؛ التمويل السلوكي هو دراسة لكيفية تأثير علم النفس على القرارات المالية وسلوك الممارسين الماليين الأقل عقلانية و التأثير اللاحق على الأسواق¹.

جذب هذا الحقل المعرفي الحديث، اهتمام باحثين آخرين منهم: Andrei Shleifer, Robert Shiller, Werner de Thaler، ويشترك هؤلاء الباحثون في وصفهم للمالية السلوكية على أنها حقل معرفي يقوم على توظيف نتائج أبحاث علم النفس الخاصة بالسلوك الاستثماري للأفراد لأغراض فهم وتفسير سلوك الأسعار في الأسواق المالية، والتحيزات والتشوهات التي تكتنفها، ودور القوى النفسية في إحداثها، كما تبحث عن أنجع السبل لتفاديها. وقد أشار "اندري أورليان" في مقاله 2004 إلى ان مصطلح التشوهات يستعمل للدلالة على بعض الوضعيات التي يلاحظ فيها خرق لنظرية الكفاءة، كما عرفها "أكتاس" بأنها فروق معتبرة ومستمرة بين العوائد الملاحظة والعوائد النظرية المحسوبة بالاعتماد على نموذج CAPM3 وترتبط هذه التشوهات بوجود علاقة ارتباط بين الحالة المزاجية للمستثمرين بسبب الطقس، العمل، المناسبات،... الخ، لذا فإن السؤال المطروح هو ما إذا كانت هناك اختلافات يمكن أن تؤدي للتأثير على التوازن وعلى طريقة تقييم الأسهم المدرجة في السوق، لذلك فإن الأخذ بعين الاعتبار تكاليف المعاملات، الضرائب الاحتكاكات في عملية التداول يساعد كثيرا في فهم الحالات الشاذة في معدلات عوائد الأسهم².

¹ سعيدة بن ثابت، من فرضية كفاءة السوق إلى التمويل السلوكي، مجلة آفاق علمية، المجلد: 12، العدد: 03، 2020، ص: 465.

² حاج صحراوي حمودي، برامة ريمة، محاولة قياس اثر التشوهات اليومية و الموسمية على عوائد الأسهم في اطار نظرية المالية السلوكية دراسة حالة سهم شركة بيجو خلال الفترة 2010 - 2016، مجلة الاقتصاد و التنمية البشرية، 8(2)، 2017، ص: 11.

شكل رقم (02-05) تطور المالية السلوكية



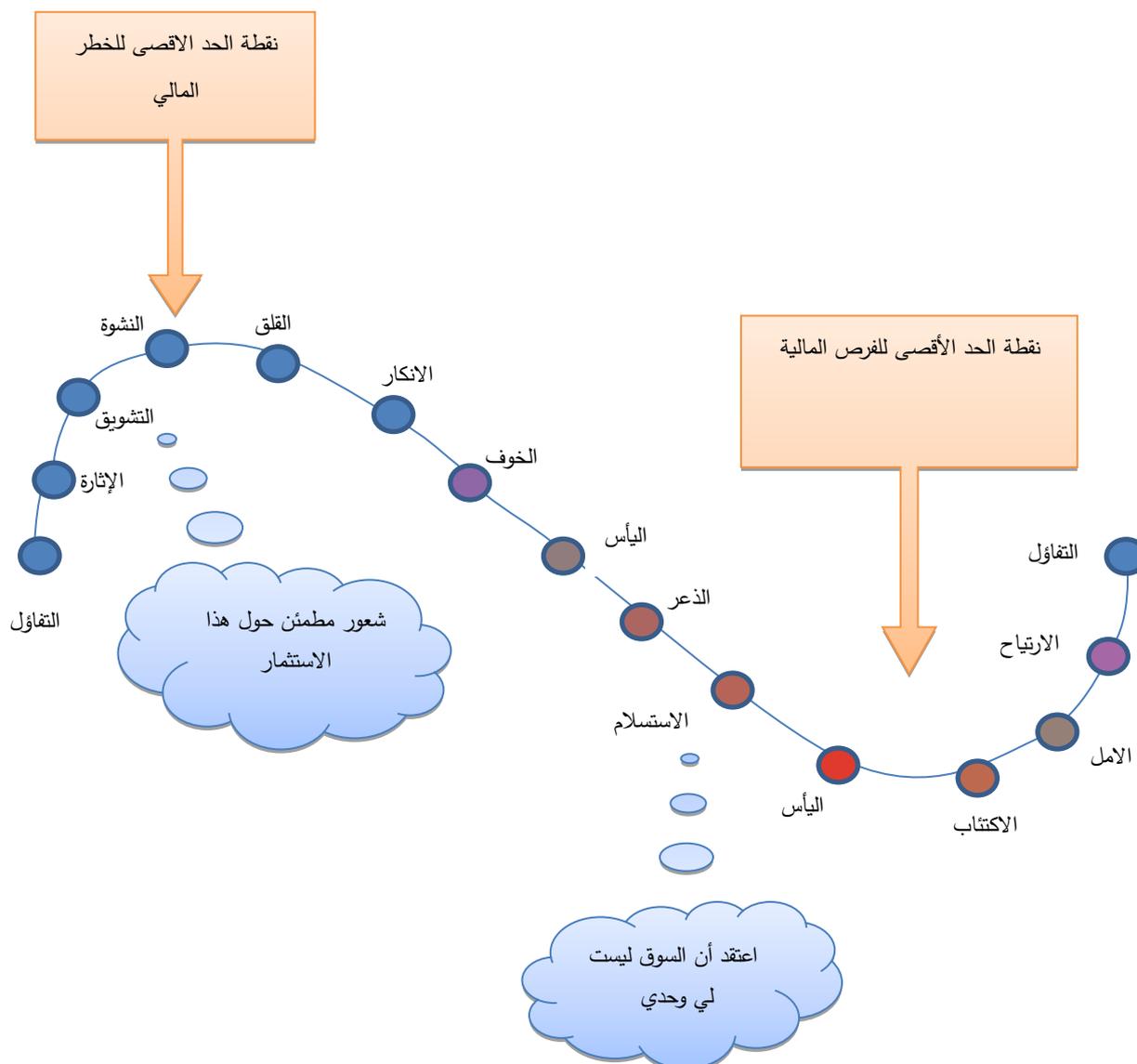
المصدر: فخاري فاروق، زبيري نورة، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوّهات السعريّة للأصول المالية، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 3، العدد 02، 2019. ص:94.

من خلال الشكل أعلاه يتبين أن المالية السلوكية هي مزيج من علم النفس وعلم الاجتماع لتحقيق أعلى قدر من الأرباح. وقد أكد Shiller, 2003 أن المستثمرين سيكونون أقل تأثراً بتقلبات السوق إذا اتبعوا التمويل السلوكي. وقد توصلت الأبحاث في علم النفس إلى مجموعة من سلوكيات صنع القرار تسمى التحيز (biases) إذ يمكن لهذه التحيزات أن تؤثر على جميع أنواع صنع القرار وخاصة فيما يتعلق بقرارات التمويل والاستثمار¹. و عليه فإن المالية السلوكية تنطلق من ملاحظة ما يحدث في سوق المال من اختلالات، ثم تحاول تفسيرها ونمذجتها، وهذا ما يثبت بأنها نظرية براغماتية (pragmatique)، تنطلق من تفسير الواقع لبناء النظرية (نظرية تفسيرية) عكس نظرية الكفاءة التي تتصف بكونها نظرية معيارية (normative)، تنطلق من البناء النظرية وتحاول فرضه على الواقع. وقد بين Schinlder سنة 2007 الفرضيات التي تقوم عليها المالية السلوكية، وهي عدم رشادة المستثمرين إضافة إلى محدودية التحكيم وبالتالي ابتعاد السعر عن قيمته الحقيقية، عكس نظرية الكفاءة التي تعتبر أن التحكيم قادر على تصحيح تصرفات الأفراد غير العقلانية وإرجاع الأسعار إلى قيمتها الحقيقية².

¹ حسن شاكر الشمري، حيدر حمودي علي، نظرية المالية السلوكية كمدخل لإدارة المخاطر الفاعلة-دراسة استطلاعية لآراء عينة من العاملين في شركات الصناعة العراقية، مجلة المثى للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 8 العدد 3، 2018، ص:64.

² برارمة ريمة، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية-دراسة حالة بورصة باريس ولندن-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، بنوك وتأمينات، 2018/2019، ص:58.

الشكل رقم (02-06) تتبع دورة مشاعر المستثمر في السوق المالي



المصدر : M. Liersch(2014) Innovations In Behavioral Finance : How To Assess Your Investment : Personality , Wealth Management Institute Whitepaper P2.

و بالتالي نلاحظ في الشكل أعلاه أن المالية السلوكية تمزج بين علم النفس وعلم المالية إذ تحاول تفسير سلوكيات المستثمرين وأحاسيسهم خلال عملية اتخاذ القرار الاستثماري و بالتالي تعتبر هذه العوامل الأساس الذي يقوم عليه علم المالية السلوكية لكون أن النظرية المالية التقليدية عجزت عن تفسير التشنوهات والانحرافات السعرية لأسعار الأدوات المالية .

2.1 مبادئ النظرية المالية السلوكية

جاءت النظرية المالية السلوكية لأجل دراسة ما يشوب عملية اتخاذ القرار من سلوكيات غير عقلانية، وهي تقوم على الافتراضات التالية:

1.2.1 محدودية التحكيم

يثبت أنصار كفاءة عقلانية الأفراد بوجود فئة المحكمين التي تلغي أثر المستثمرين غير العقلانيين، إلا أن الواقع أثبت بأن سلوكيات هذا النوع الأخير ليست عشوائية وإنما هي مرتبطة، إذ عوض أن تلغي أثر بعضها البعض كما كان يعتقد نجد أنها تتراكم في نفس الاتجاه بفعل التقليد (سلوك القطيع)، مكونة بذلك اتجاهًا سعريًا، كما لوحظ أيضًا بأن عملية التحكيم تصاحبها في الواقع عدة أخطار تجعلها محدودة الأثر على غرار خطر السيولة، فقد لا يمتلك المحكمون السيولة اللازمة لشراء الأوراق المالية والعودة بالأسعار إلى مستواها الحقيقي وقد يدفعهم إلى الاقتراض وما يرتبط به من أخطار، إلى جانب الخطر التنافسي الذي قد يؤدي بالمحكم إلى تحمل عدة خسائر عند معاكسته للاتجاه السعري في الوقت الذي يحقق فيه جميع المستثمرين، الذين ساروا مع التيار عدة أرباح مما قد يخرجهم من السوق¹. ويبقى أن نشير إلى أنه يمكن أن يكون لهذه العملية أثر عكسي حين يعمل المحكمون أنفسهم على إطلاق الاتجاه السعري والاستفادة من معرفتهم بالأساسيات لأجل التخلي عن الأوراق المالية في الوقت الذي تستمر فيه الأغلبية في الشراء². و بالتالي يمكن القول أن محدودية التحكم لا تخلوا من مخاطر لكونها محدودة الأثر في الظاهر، كما أنها قد لا تقود إلى إلغاء الفارق بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية.

2.2.1 عدم رشادة المستثمرين

تقر النظرية المالية السلوكية بوجود ما يطلق عليهم "المستثمرون الجاهلين أو العامة" "Noise Traders" والذين يعرفهم أوليان في مقاله بأنهم أولئك المستثمرين الذين يقومون ببناء توقعاتهم بطريقة غير عقلانية سواءً بالاعتماد على إشارات خاطئة أو بإتباع استراتيجيات غير عقلانية على غرار أصحاب التحليل الفني³.

تسعى النظرية المالية السلوكية إلى تفسير و شرح الحالات الشاذة الملاحظة في الأسواق المالية و ذلك على أساس دراسة السلوك البشري للأفراد المتعاملين فيه، وملاحظة درجة الترابط المعقد بينهم، مما يبرز نوع

¹ فخاري فاروق، زبيري نورة، أهمية استخدام النظرية المالية السلوكية في تفسير التشوهات السعريّة للأصول المالية، مرجع سابق، ص: 96.

² صافية صديقي، هوارى سويسى، محمد زرقون، بناء محفظة الأوراق المالية في ظل النظرية السلوكية بالتطبيق على الشركات المدرجة في مؤشر cac40 لبورصة باريس للفترة 2007-2010، مرجع سابق، ص: 73.

³ حاج صحراوي حمودي، برامة ريمة، محاولة قياس اثر التشوهات اليومية و الموسمية على عوائد الأسهم في اطار نظرية المالية السلوكية دراسة حالة سهم شركة بيجو خلال الفترة 2010 - 2016 ، مرجع سابق، ص: 123.

من العقلانية في تصرفات هؤلاء الأفراد من خلال تعاملهم مع المعلومات الواردة للسوق. هذه الخصائص الديناميكية الجماعية للأسواق المالية لم يتم معالجتها من طرف النظرية المالية التقليدية (نظرية كفاءة الأسواق المالية)، حيث اعتبرت نظرية الكفاءة أن جميع المستثمرين يتمتعون بالعقلانية والرشادة¹.

عندما نطبق مفهوم حدود العقلانية في سوق الأوراق المالية يمكن أن نقوم بتعديل نظرية المنفعة لفرضية كفاءة السوق لتصبح أكثر عملية وواقعية، و التي تقوم على فكرة أنه يمكن للمستثمر تحقيق نتائج مرضية من خلال قراراته حول البدائل المتاحة، وافترض بأنه يتمتع بالرشادة والعقلانية، وهي تقوم على الافتراضات التالية²:

* صانع القرار لديه دالة منفعة واضحة المعالم التي يمكن أن تسند على بعض الأعداد الأساسية لتعكس الأحداث الممكنة في المستقبل؛

* يواجه صانع القرار الاختيار بين مجموعة من البدائل واضحة المعالم؛

* صانع القرار قادر على وضع توزيع احتمالي متساوي مشترك لجميع مجموعات الأحداث المستقبلية يعتبر أفضل حل عند التنبؤ بمستقبل غير مؤكد وضع توزيع احتمالي متساوي للأحداث المستقبلية "العوائد والتكاليف المتوقعة؛

* صانع القرار سيقوم بتعظيم القيمة المتوقعة له/ لها في دالة المنفعة.

3.2.1 علم النفس المعرفي

علم النفس يركز على كيفية صنع الأخطاء من قبل الأفراد. و يهتم علم النفس الإدراكي بدراسة إدراكات وذاكرة وتفكير الأفراد، و يساعد هذا العلم على شرح و تفسير العمليات الذهنية لدى الأفراد متى ما تعاملوا مع غيرهم أو مع البيئة المحيطة بهم والمالية السلوكية ترى بأن السلوكيات والحالات المزاجية للأفراد هي عوامل محددة في تشكيل تفضيلاتهم الاستثمارية. ويصعب تحليل السلوك البشري بسبب الطبيعة المعقدة جدا له، و السلوك في علم النفس هو جميع ردود الأفعال للكائنات الحية و التي تأتي استجابة للمحفزات³.

أشار " Raei و Fallahpour " إلى أن المستثمرين لا يتصرفون دائما بطريقة عقلانية كما تبينها النماذج المشتركة. بناء على النظريات النفسية، البشر لديهم ميل للحفاظ على الأحداث الخاصة كما الصور في عقولهم وهذه الصور العقلية هي في بعض الأحيان أكثر فعالية من الأحداث على سلوكهم. ومع وصول علوم أخرى

¹ بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية ، المجلد3، العدد1، 2017، ص ص: 92، 93.

² موسى بن منصور، سهام مانع، مدخل المالية السلوكية في إدارة المحفظة المالية، مرجع سابق، ص:186.

³ ميثم ربيع هادي، علي أحمد فارس، من المالية التقليدية إلى المالية السلوكية: التحول الجذري- دراسة نظرية لأهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية ، مرجع سابق، ص:93.

مثل العلوم المتصلة بالبشر باعتبارها العامل الأكثر أهمية في اتخاذ القرارات بما في ذلك علم النفس، والطب النفسي، وعلم الاجتماع، تم إنشاء أفق جديد لعلم المالية يفتح أبواباً جديدة لمدرسة حديثة تسمى التمويل السلوكي من أجل التقدم في المجالات المالية¹.

إن النظرية المالية السلوكية قامت بالتشكيك في أهم مفهومي ارتكزت عليهما نظرية كفاءة الأسواق المالية وهما الرشادة والتحكيم، ولم تكف بهذا فحسب، وإنما أكدت ما توصلت إليه من نتائج من خلال ملاحظة مجموعة من الظواهر الشاذة في الأسواق المالية، ثم السعي إلى تفسيرها في ظل إطار نظري مستقل وخاص بها، فقد أثمرت الاستعانة بعلم النفس التوصل إلى اكتشاف وملاحظة العديد من الانحرافات التي تطبع سلوك البشر بشكل عام، والمتعاملين في سوق المال بشكل خاص، وتجعل من سلوكياتهم وقراراتهم بعيدة عن النموذج العلمي للنظرية المالية².

2 التحيزات السلوكية وأهم النظريات المفسرة لسلوك المستثمر

1.2 التحيزات العاطفية والإدراكية

لقد حدد الباحثون في التمويل السلوكي عدداً من التحيزات المرتبطة بالحالة النفسية للمستثمر. وتصنف التحيزات إلى التحيز الاستدلالي والتحيز المعرفي. وتشمل التحيزات الاستدلالية التمثيل، والتوافر، ومغالطة المقامر، والرسو في حين أن التحيزات المعرفية هي الثقة المفرطة، القطيع، النفور من الندم، وردود الفعل المفرطة³.

و يمكن تقسيم التحيزات حسب مايلي:

1.1.2 تحيزات عاطفية

على الرغم من أن المشاعر مفيدة في عملية صنع القرار من خلال تبسيطها، إلا أنها تحد من قدرة المستثمرين على التحليل والعقل بشكل فعال. بشكل عام، يعاني المستثمرون من حالات عاطفية مختلفة (الفخر والفرح والنشوة والخوف...) والعواطف التي تؤدي إلى أفعال محددة مسبقاً. ترتبط التحيزات العاطفية أيضاً بالمعتقدات، فقد كانت موضوع العديد من الدراسات ويمكن أن تؤثر على حكم المستثمرين. " تستند التحيزات العاطفية إلى المشاعر بدلاً من الحقائق. غالباً ما تهيمن العواطف على التفكير في أوقات الإجهاد ". في هذا القسم الفرعي،

¹ Nader Rezaei, & Zahra Elmi, Behavioural Finance Models and Behavioural Biases in Stock Price Forecasting., Advances in mathematical finance and applications, 03,(04),2018, P :68.

² موسى بن منصور، الأستاذة سهام مانع، مدخل المالية السلوكية في إدارة المحفظة المالية، مرجع سابق، ص:189.

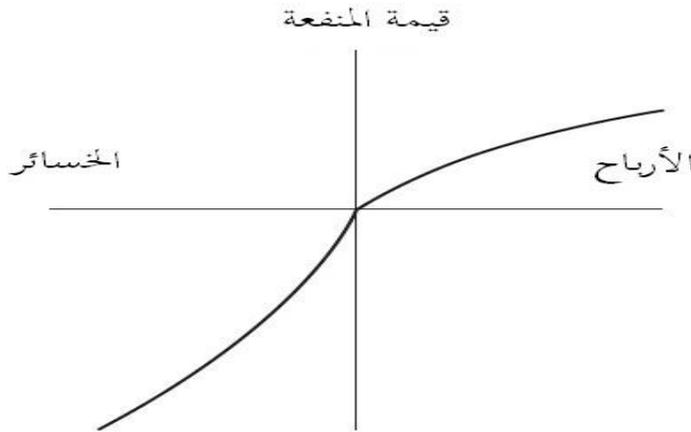
³ دوش ليلي، سنوسي قويدر، السلوك المالي للمستثمرين الأفراد في ظل المالية العصبية، مجلة دفاتر Les Cahiers Du Mecas، المجلد 16، العدد2، 2020، ص:489.

سنحاول أولاً تعريف ثم تطوير العواطف المتعلقة بالعواطف الفردية مثل؛ الندم والنفور من الخسارة (نظرية التوقعات)، والثقة المفرطة وإسناد الذات، والتحييزات الناشئة عن السلوك الكلي (الذي يسمى أيضاً التحيز المحاكي أو القطيع)، والتحيز الراهن، والترسخ الذي هو من بين أمور أخرى؛ كل من التحيز المعرفي والعاطفي. في ما يلي، سنقوم بتفصيل هذه العناصر¹.

2.1.2 أثر التصفية أو التخلص من الأصول

يزعم Shefrin and Statman (1985) أنه إذا احتفظ المستثمرون بحسابات استثمارية عقلية منفصلة وتعاملوا مع المكاسب والخسائر على النحو الذي وصفته نظرية الاحتمالات (Kahneman and Tversky 1979) ، فإنهم سوف يميلون إلى التمسك باستثماراتهم الخاسرة أثناء بيع الفائزين. وطبقاً لنظرية الاحتمالات، عندما نواجه خيارات تنطوي على يانصيب من نتيجتين وثلاث نتائج بسيطة، فإن الناس يتصرفون كما لو كان تعظيم وظيفة القيمة انظر شكل رقم (07-02) وتتشابه وظيفة القيمة هذه مع وظيفة المنفعة القياسية باستثناء أنها محددة على المكاسب والخسائر وليس على مستويات الثروة.

شكل رقم (07-02) أثر التصفية أو التخلص من الأصول



المصدر: Martin Sewell, Behavioral Finance(2007),p3

في عام 1981 أظهر كل من Tversky and Kahneman أن المبادئ النفسية التي تحكم إدراك مشاكل القرار وتقييم الاحتمالات والنتائج تنتج تحولات تفضيلية يمكن التنبؤ بها عندما يتم تأطير نفس المشكلة بطرق مختلفة، كما إكتشف SHILLER 1981 أن تقلب أسعار الأسهم مرتفع للغاية بحيث لا يمكن عزوه إلى معلومات

¹ Richard H. Thaler, Advances in Behavioral Finance 2005, Copyright by Russell Sage Foundation, vol2(2005), P543.

جديدة حول الأرباح الحقيقية المستقبلية. وفي عام 1982 قام Kahneman, Slovic and Tversky بتحرير كتاب تحت عنوان الحكم في ظل عدم اليقين: الاستدلال والتحيزات، خمسة وثلاثون فصلاً تصف مختلف الاستدلالات القضائية والتحيزات التي تنتجها، كما قام في عام 1985 Werner F.M. De Bondt and Richard Thaler بنشر مقال تحت عنوان «هل يبالغ سوق الأسهم في رد فعله؟» في مجلة ألمالية، مما يشكل بشكل انطباعي بداية ما أصبح يعرف بالتمويل السلوكي. اكتشفوا أن المبالغة في رد فعل الأشخاص بشكل منهجي على الأحداث الإخبارية غير المتوقعة والمثيرة تؤدي إلى أوجه قصور كبيرة ضعيفة الشكل في سوق الأسهم. حيث كان هذا مفاجئاً وعميقاً¹.

3.1.2 تحيز النفور من الخسارة LOSS AVERSION BIAS

تم تحديد هذا التحيز أولاً في أعمال Kahneman & Tversky سنة 1979 عندما أجريت التجربة التي أدت إلى تطوير نظرية الاحتمال. يصف Kahneman & Tversky النفور من الخسارة بأنه تقييم المكاسب والخسارة نقطة مرجعية. تم اشتقاق تحيز النفور من الخسارة من نظرية fromprospect التي تظهر أن الأفراد يميلون إلى تجنب الخسائر المالية بدلاً من السعي لتحقيق مكاسب. يؤدي التحيز للنفور من الخسارة إلى تمسك المستثمرين باستثمار سيئ حتى عندما تكون هناك فرصة ضئيلة لعودة سعر الاستثمار إلى الارتفاع. كما أنه يؤدي إلى تجنب المخاطرة عند تقييم العوائد، حيث يفضل المستثمرون اختيار عائد منخفض معين أكثر من اختيار استثمار محفوف بالمخاطر قد يؤدي إلى خسارة وبالتالي الحد من العوائد المحتملة لمحفظته الاستثمارية².

4.1.2 تحيز تجنب الغموض BIAS AVOID AMBIGUITY

الاقتصادي Frank H. Knight هو أول من أشار إلى هذا التحيز، ويقصد به تفضيل البدائل ذات الاحتمالات المعروفة على البدائل ذات الاحتمالات غير المعروفة (عدم اليقين)، ويظهر هذا التحيز في مجال أسواق رأس المال، عندما يصعب على المستثمرين عند اتخاذ القرارات تقدير مجموعة الاحتمالات المستقبلية، الأمر الذي يؤدي إلى عدم الدخول في استثمارات يجهلون خوفًا من النتائج المالية المستقبلية، ليظهر في هذا الصدد تحيز آخر يقع فيه المستثمر يطل عليه تفضيل المألوف Familiarity Bias أي ميل الأفراد للاستثمار في المؤسسات التي يعملون فيها أقل غموض، وعدم الاستفادة من منافع التنوع تجنباً للغموض، وبالتالي يؤدي هذا التحيز إلى تجاهل مبادئ نظرية المحفظة المالية³.

¹ Martin Sewell, Behavioral Finance, Department of Computer Science , University College London (2007),p3.

² Ebenezer Y& Akinkoye, Effect Of Emotional Biases On Investor's Decision Making In Nigeria, International Journal Of Business And Management Future, Vol.4, N° 1, 2020, P :34.

³ عبد الرحمان بن سانية، صلاح الدين نعاس، علي بن الضب، الخلفية النظرية للمالية السلوكية و تحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد و الادارة، المجلد 01، العدد، 02، 2017، ص:20.

5.1.2 تحيز الثقة المفرطة OVERCONFIDENCE BIAS

تحيز الثقة المفرطة هو ميل الفرد إلى أن ينسب نجاحه إلى موهبته وقدراته بينما يلوم " سوء الحظ" على فشله، مما يجعله يبالغ في تقدير موهبته، وهو تحيز يظهر فيه الناس إيمانا غير مبرر في منطقتهم وأحكامهم و/ أو قدراتهم المعرفية البديهية. قد تكون هذه الثقة المفرطة نتيجة المبالغة في تقدير مستويات المعرفة و القدرات والوصول إلى المعلومات¹.

و يشير هذا التحيز إلى أن المستثمر يعتقد أنه يعرف أكثر مما يحتاج ومثل هذا الاعتقاد الخاطئ يحدث عندما يقدر الناس معلوماتهم الشخصية أكثر من أي وقت مضى ،كما يؤكد إلى أنه رغبة الشخص في المبالغة في الحكم والتنبؤ. تحيز الثقة المفرطة يؤدي بالمستثمرين لشراء الأسهم باهظة الثمن وبيعها بسعر منخفض، وهناك باحثون آخرون ربطوا الثقة المفرطة بزيادة كمية التداول وتكوين فقاعات أسعار في الأسواق المالية².

6.1.2 القابلية للتمثيل REPRESENTATIVENESS

يعتبر tversky & kahnman أول من وصف هذا التحيز، وهو شكل من أشكال التحيز الإدراكي Cognitive Biases يقوم على مبدأ " قانون الأعداد الصغيرة law of small numbers " أي يتصرف الأفراد وكأن الخصائص الإحصائية للعينات الصغيرة تتشابه و تتفق مع خصائص العينات الكبيرة³. من أجل الاستفادة من تجارب الحياة ، طور الناس نزعتهم الفطرية في تطبيق الأشياء، والأفكار عند مواجهة أية ظاهرة جديدة لا تتوافق مع أي من تصنيفاتهم وأفكارهم المسبقة، فهم يخضعون لتلك التصنيفات على أي حال، ويعتمدون على تقدير تقريبي مناسب لتحديد الفئة التي ينبغي ضمها، وبعد ذلك يشكل الأساس لفهم العنصر الجديد، يوفر هذا الإطار أداة ملائمة لمعالجة المعلومات الجديدة من خلال دمج الرؤى المكتسبة من تجارب الماضي والمتشابهة في وقت واحد، هذا يمنح الأشخاص ردة فعل سريعة في بعض الأحيان تشبه المنبهات للعناصر الجديدة المألوفة التي تم تصنيفها مسبقاً، في مثل هذه الحالة يؤدي انعكاس هذا التصنيف إلى الخداع، مما يؤدي إلى فهم غير صحيح للعنصر الجديد الذي غالباً ما ننحاز له في تفاعلاتنا المستقبلية

¹ الطيب غالمي و بناصر بوجروفة ، أثر التحيزات العاطفية و الإدراكية على سلوك المستثمرين الافراد عند اتخاذ القرارات المالية، مجلة الرواق للدراسات الاجتماعية و الانسانية ، المجلد 7، العدد2021، ص:173.

² أحمد بن عبد الله الزهراني، أحمد محمد حمدي، التحيزات السلوكية لدى المستثمرين، دراسة تحليلية، المجلة العربية للإدارة، المجلد3، العدد2017، ص:144.

³ عبد الرحمان بن سانية، صلاح الدين نعاس، علي بن الضب، الخلفية النظرية للمالية السلوكية و تحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مرجع سابق، ص:18.

وبالمثل يميل الناس الى إدراك الاحتمالات التي يتردد صداها مع أفكارهم الموجودة مسبقا حتى عندما تكون الاستنتاجات غير صالحة إحصائيا¹.

تؤدي قابلية التمثيل إلى تحيز في عملية اتخاذ القرار إلى تقييم الاحتمالات والأحداث بأخرى مشابهة لها وقعت في الماضي القريب، حيث تؤدي قابلية التمثيل إلى التحيز في عملية اتخاذ القرار لأن الناس بسبب قابلية التمثيل يحاولون تقدير الأحداث الأخيرة وتجاهل الأحداث الطويلة المدى، كما يشير التمثيل إلى الأحكام القائمة على الإفراط في الاعتماد على الصور النمطية، وهي جزء من التحيز المعرفي في الأسواق المالية، يمكن أن تظهر قابلية التمثيل عندما يسعى المستثمرون لشراء الأسهم " الساخنة" وتجنب الأسهم التي كان أداءها سيئاً في الآونة الأخيرة².

7.1.2 تحيز المحافظة CONSERVATISM

يدل تحيز المحافظة زيادة الاعتماد على المعلومات الأساسية وعدم التفاعل مع المعلومات و الأدلة الجديدة، نتيجة لذلك، يفشل الأفراد في التصرف كشخص عقلائي في مواجهة أدلة جديدة. كما أن أحد التفسيرات للمحافظة هو أن معالجة المعلومات الجديدة وتحديث المعتقدات أمر مكلف من الناحية الإدراكية ليس هذا فقط بل أن المعلومات المقدمة في شكل مكلف إدراكيا، مثل المعلومات المجردة والإحصائية، يجري ترجيحها بدرجة أقل. بالإضافة الى ذلك، قد يببالغ الفراد في رد فعلهم تجاه المعلومات التي تجري معالجتها بسهولة، مثل السيناريوهات والأمثلة الملموسة وهو موجه يعني أن المستثمرين متحفظون للغاية في تحديث معتقداته إستجابة للمعلومات الجديدة وهذا يدل على أن الأفراد محافظون وبطيئين في تغيير الأفكار والمعتقدات عند استلام معلومات جديدة وبعبارة أخرى، فهم يثبتون الطرق التي كانت عليها الأمور في العادة إذ أنه في كثير من الأحيان لا يجري مراجعة التقديرات بشكل مناسب عند استلام بيانات مهمة جديدة، ويعمل هذا التحيز على حماية إهدار الجهد الإدراكي السابق لاتخاذ القرار³.

¹ صاحب نعمة العكايشي، محمد عبد الله عباس، العوامل المحددة لسلوك المستثمرين في الأسواق المالية - دراسة استطلاعية تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد 1، العدد 58، 2020، ص: 11.

² بوعجمي عبد القادر، بوجرفة بناصر، غالمي الطيب، العوامل و التحيزات السلوكية المؤثرة على القرارات المالية للمستثمرين، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية و التنمية المستدامة، المجلد 01، العدد، 02، 2019، ص: 174.

³ مريم أمير جبار، مدخل المالية السلوكية لإدارة رأس المال العامل، دراسة تحليلية لعينة من متخذي القرار في الشركات العراقية المدرجة في السوق المالي، رسالة ماجستير في العلوم المالية و المصرفية، جامعة كربلاء، 2022، ص: 25.

8.1.2 النفور من الندم REGRET AVERSION

شعور ينتاب المستثمر عندما يتخذ قرارًا استثماريًا خاطئًا، فيحاول تجنب الندم من خلال رفضه بيع الأوراق المالية الخاسرة و التوجه إلى بيع الأوراق المالية الرباحة، فالمستثمر يصبح أكثر ندمًا عندما يحتفظ لفترة طويلة بالأوراق المالية المتدنية القيمة، وينتج الندم لتجنب ضائقة ناتجة عن نوعين من الأخطاء¹:

* أخطاء العمولة Errors of commission: الأخطاء نتيجة العمل المضلل عندما يعود ويندم عن قراره ويكون بحاله تجعله يشكك في معتقداته .

* أخطاء الإغفال أو السهو Errors of omission: الأخطاء التي تحدث نتيجة الإغفال أو السهو عن تفويت فرصة كانت موجودة

9.1.2 تحيز الترسخ و التكيف ANCHORING AND ADJUSTMENT BIAS

إن معظم القرارات التي يتخذها الأفراد يتم الاستناد فيها بالرجوع إلى نقاط أو أفكار مرجعية سابقة، حيث يمكن أن تكون هذه النقاط مركز الإنطلاق حيث تتكون هذه النقاط نتيجة لطريقة صياغة مشكل حالي أو نتيجة مقارنة غير صحيحة. و بالتالي لا يمكن في كلا الحالتين مقارنة حدث حالي بحدث آخر سابق لأن هذا غير صحيح، يلجأ الأفراد إلى هذه الطريقة حتى وإن كان القرار المراد اتخاذه بسيط وذلك لتسهيل عملية اتخاذ القرار أن التغير في النقاط المرجعية يغير من القرار المتخذ، والغالب يكون ترسيخ الأفكار عن التعامل مع موقف جديد أو متطور، حيث ينص مفهوم الترسخ أو التكيف العقلي، على أن المستثمرين يضعون في أذهانهم بعض النقاط المرجعية التي تمثل سعر قديم أو قيمة قديمة، متجاهلين كل التغيرات والأوضاع الجديدة (وهذا ما يسمى بمقاومة التغيير) إذ يميل الأفراد عمومًا إلى نزع كل الأفكار المرتبطة بالأحداث والوقائع التي تخالف معتقداتهم و يتمسكون بما يؤكد مواقفهم و آرائهم وهذا ما يؤدي إلى حدوث انحرافات².

¹ ولاء اسماعيل عبد الطيف، باسمه حازم محمد، تباين قرارات الاستثمار في ظل تأثير عدد من العوامل السلوكية "بحث تحليلي في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية والادارية، جامعة بغداد، المجلد:1، العدد:2021،22، ص:699.

² سيرين خالد الحموي، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الاسهم (دراسة تطبيقية في سوق دمشق لأوراق المالية)، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة دمشق سوريا، 2015-2016، ص ص: 42،43.

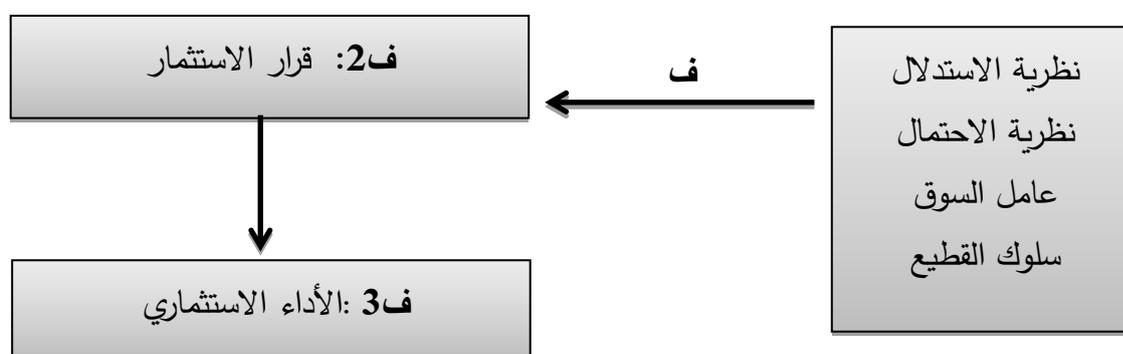
10.1.2 تحيز وهم السيطرة illusion of control bias

هذا التحيز يعني أن الشخص يعتقد أنه قادر على التحكم في عواقب الأحداث، بينما لا يمتلك هذه القدرة. إنه ينعكس سلباً على قراراتهم المستقبلية. يؤثر هذا التحيز على الأهمية النسبية للمهارة ودور الحظ والحوافز التي يتعين على الشخص التحكم في بيئة الاستثمار في السوق المالية¹.

2.2 مقاربات النظرية المالية السلوكية

حسب مفهوم النظرية المالية السلوكية فإن اتخاذ القرار الاستثماري تؤثر فيه أربعة عوامل مختلفة، هذه العوامل هي عامل القطيع، العوامل الاستدلالية، عوامل الاحتمال و عامل السوق.

شكل رقم (02-08) العوامل السلوكية التي تؤثر على قرار الاستثمار



المصدر: Prem Prasad Silwal And Shreya Bajracharya, Behavioral Factors Influencing Stock Investment : Decision Of Individuals, International Research Journal Of Management Science, Vol.6, Issue 1, 2021, P :58

نلاحظ من خلال الشكل البياني أن الأداء الاستثماري في السوق مبني على أساس القرار الاستثماري السليم حيث تدخل العوامل السلوكية المؤثرة في سلوك المستثمر هي المسؤولة في النهاية عن القرار الذي يتخذه المستثمر، و سوف نقوم بالتطرق في الشكل الموالي إلى المتغيرات السلوكية المسؤولة عن تحيزات الأفراد و التي تفصل العوامل السلوكية السالفة الذكر .

¹ Noor Sabah Hameed Al-Dahana , Mohammed Faez Hasanb, Hamid Mohsin Jadah, Effect Of Cognitive And Emotional Biases On Investor Decisions: An Analytical Study Of The Iraq Stock Exchange, International Journal Of Innovation, Creativity And Change. Volume 9, Issue 10, 2019, p :34

جدول رقم (2-01) متغيرات العوامل السلوكية التي تؤثر في صنع القرار الاستثماري

المتغيرات السلوكية	المجموعة
التمثيل ، الثقة المفرطة، الإرساء، مغالطة المقامر، تحيز التوافر	نظرية الاستدلال
النفور من الخسارة، الندم على النفور، المحاسبة العقلية	نظرية الاحتمال
تغيرات السعر، معلومات السوق، الاتجاهات السابقة للأرصدة، أساسيات المخزونات الأساسية، تفضيل العملاء، رد الفعل المفرط على تغيرات الأسعار	عامل السوق
قرارات البيع والشراء للمستثمرين الآخرين، إختيار الأسهم لتداول المستثمرين الآخرين حجم المخزون إلى تجارة المستثمرين الآخرين، سرعة القطيع	سلوك القطيع

المصدر:

Le phuoc luong doan thi thu ha, behavioral factors influencing individual investors' decision-making and performance a survey at the ho chi minh stock exchange, master thesis, universite umea, suede, 2011. p 23.

تعكس هذه المجموعات صورة كاملة للعوامل السلوكية تقريباً التي يمكن أن تؤثر على قرارات المستثمرين في البورصات. لذلك، يمكن استخدامها من أجل التعرف على سلوكيات المستثمرين الأفراد أو المؤسسات، بغض النظر عن نوع السوق إن كان محدوداً أو الناشئاً أو المتقدم.

1.2.2 عامل القطيع

تنص نظرية سلوك القطيع على أن الأفراد يتصرفون وفقاً لتصرفات الآخرين بدلاً من استخدام معلوماتهم الشخصية للعمل. تفترض نظرية سلوك القطيع أنه عند اتخاذ القرار، سيتصرف الفرد بشكل عقلاني بالنظر إلى جميع المعلومات التي يمكنه الحصول عليها. إنه يجعل المعنيين يفكرون ويتصرفون مثل أي شخص آخر من حولهم. يتبع المستثمرون ما يرون أن المستثمرين الآخرين يفعلونه، بدلاً من الاعتماد على تحليلهم الخاص¹.

أو بعبارة أخرى سلوك القطيع هو ميل الفرد إلى اتباع إجراءات الآخرين في سوق الأوراق المالية. يعتني المحللون بتأثير القطيع لأن المستثمر يحاول الاعتماد بشكل أكبر على المعلومات الجماعية بدلاً من المعلومات الخاصة وينتج عن ذلك انحراف في أسعار الأسهم عن قيمتها الأساسية، سلوك القطيع يشير إلى عقلية "اتباع الزعيم" ومن ميل الفرد إلى اتباع الحشد لأن القرارات التي تتخذها الأغلبية يفترض أنها صحيحة دائماً ويمكن أن

¹ Prem Prasad Silwal And Shreya Bajracharya, Behavioral Factors Influencing Stock Investment Decision Of Individuals, International Research Journal Of Management Science, Vol.6, Issue 1, 2021, P :57.

يؤدي عامل القطيع إلى تحيزات مختلفة. يذهب المستثمرون عموماً إلى القطيع لأنهم يعتقدون أنه سيساعدهم في الحصول على معلومات مفيدة¹.

في سوق الأمن، يبني مستثمرو القطيع قراراتهم الاستثمارية على قرارات الجماهير بشراء أو بيع الأسهم. في المقابل، عادة ما يتجاهل المستثمرون المطلعون والعقلانيون متابعة تدفق الجماهير، وهذا يجعل السوق فعالاً. على العكس من ذلك، يتسبب سلوك القطيع في حالة من عدم الكفاءة في السوق، والتي عادة ما تعترف بها فقاعات المضاربة، وبشكل عام، يتصرف مستثمرو القطيع بنفس الطرق التي يتصرف بها رجال ما قبل التاريخ الذين لديهم القليل من المعرفة والمعلومات عن البيئة المحيطة و يتجمعون في مجموعات لدعم بعضهم البعض والحصول على الأمان. هناك العديد من العناصر التي تؤثر على سلوك القطيع للمستثمر، على سبيل المثال: الثقة المفرطة، وحجم الاستثمار، وما إلى ذلك. كلما زادت ثقة المستثمرين، زاد اعتمادهم على معلوماتهم الخاصة لقرارات الاستثمار. في هذه الحالة، يبدو أن المستثمرين أقل اهتماماً بسلوكيات القطيع. عندما يضع المستثمرون قدراً كبيراً من رأس المال في استثماراتهم، فإنهم يميلون إلى اتباع إجراءات الآخرين لتقليل المخاطر، على الأقل بالطريقة التي يشعرون بها. إلى جانب ذلك، يعتمد تفضيل القطيع أيضاً على أنواع المستثمرين، على سبيل المثال، يميل المستثمرون الأفراد إلى متابعة الحشود في اتخاذ قرارات الاستثمار أكثر من المستثمرين المؤسسيين².

وقد ظهر سلوك القطيع في المجال المالي ضمن نشاطات الأسواق المالية بوصفه تعبيراً عن فعالية المتجمعين (الحشود) والذين يواجهون باستمرار تقلبات أسعار التداول في السوق، الأمر الذي دعا المهتمين إلى إيجاد الحلول للسيطرة وبالحد الأدنى على تلك التقلبات، حيث أشار العديد من الباحثين إلى اعتبار تغيرات السلوك أحد أهم التفسيرات، لعدم الثبات في حالات التداول في الأسواق المالية³.

2.2.2 نظرية الاستدلال

في حالة عدم اليقين، يصدر الأفراد أحكامهم على أساس الاستدلال الذي يؤدي إلى التحيز. وفقاً لهؤلاء المؤلفين، فإن الاستدلال هو أحكام قصيرة وتقريبية، والتي تحل محل التفكير الطويل أو الملاحظة الإحصائية

¹ بوعمجي عبد القادر، بوجرفة بناصر، غالمي الطيب، العوامل والتحيزات السلوكية المؤثرة على القرارات المالية للمستثمرين، مرجع سابق، ص: 181.

² Le phuoc luong doan thi thu ha, behavioral factors influencing individual investors' decision-making and performance a survey at the ho chi minh stock exchange, master thesis, universite umea, suede, 2011. p :22.

³ معن وعد الله المعاضيدي، حسن صبحي حسن العباس، تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركية الاستثمار، مجلة تنمية الراقدين، المجلد 31، العدد، 94، 2009، ص: 113.

في شرح الأحداث. بعبارة أخرى، يقوم الأفراد الذين يواجهون خيارًا معقدًا بإجراء تبسيطات أو اختصارات في التفكير. تخضع القرارات المتخذة لقواعد مبسطة أو تجريبية¹.

يشير الاستدلال في عملية اتخاذ القرار إلى الطريقة التي تسهل اتخاذ القرارات و خاصة في ظل بيئة العمل التي تتصف بالتعقيد وعدم اليقين، و ذلك من خلال تخفيض درجة تعقيد تقويم احتمالات العوائد و التدفقات النقدية و من ثم تسهيل عملية اتخاذ القرار الاستثماري، بشكل عام فإن الاستدلال عملية ضرورية وذلك عندما يكون الوقت المتاح لعملية اتخاذ القرار قليلا ومحدودا، ولكن في بعض الأوقات يقود الاستدلال إلى التحيز عند اتخاذ القرار الاستثماري وخصوصا عند تغير الأشياء. ويعرف الاستدلال أيضا بأنه استخدام الخبرة و الجهود العملية للإجابة عن التساؤلات أو لتحسين الأداء².

يدرك الاقتصاد السلوكي أنه من أجل التنقل من عالم يزداد تعقيدا، يجب الاستفادة من الاستدلال ، أشار " Kahneman " " Slovic " و "Tversky" (1982) أنه عندما يواجه الأفراد المستثمرين حكم معقد مثل الاحتمالات الإحصائية، التردد أو المعلومات الناقصة ومختلف الموضوعات، يمكنهم الاستفادة من عدد محدود من الاستدلال الذي يقلل من صعوبة اتخاذ القرار ويصبح مهمة سهلة، فقواعد الاستدلال بسيطة و عامة يوظفها المستثمر لحل فئة معينة من المشاكل في ظل الظروف التي تنطوي على درجة عالية من سلوك المخاطرة وعدم اليقين، وعلاوة على ذلك، فإن الاستدلال هو " أداة معرفية" تساعد في تقليص الوقت في عملية صنع القرار بالنسبة للمستثمر الفرد، فهو يسمح بتسريع عملية صنع القرار مقارنة بمعالجة المعلومات المقدمة بعقلانية، أين يعتبر الجانب الأكثر جاذبية من استخدام هذه الأداة هو الوقت الذي يمكن إنقاذه (عدم تضييع الوقت) ومعالجة المشاكل المعقدة و في بيئات غير مؤكدة³.

3.2.2 نظرية الاحتمال

تعد نظرية الاحتمال من أهم النظريات الخاصة بعملية اتخاذ القرار تحت ظروف عدم التأكد في السنوات الحالية. لقد بدأت هذه النظرية برؤية محددة تشير إلى أن المنفعة المتوقعة المعيارية لا يمكن أن تفسر جميع عمليات اتخاذ القرار تحت ظروف المخاطرة⁴. تم تصميمها من قبل Kahneman and Tversky (1979)، حيث

¹ Amina Haoudi & Bouchra Rajouan, Le comportement des analystes financiers et des investisseurs à la lumière des apports de la finance comportementale, Revue Marocaine de Gestion et d'Economie, N°5, (2011), p :5.

² جميل النجار، العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد أثرها في أداء المحفظة الاستثمارية " دراسة تحليلية من سوق فلسطين للأوراق المالية" مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، المجلد3، العدد2، 2017ص:117.

³ موسى بن منصور، سهام مانع، مدخل المالية السلوكية في إدارة المحفظة المالية، مرجع سابق ص:193.

⁴ علي أحمد، فارس، التحيزات الإدراكية في قرارات المستثمرين في سوق الأسهم بإطار مدخل المالية السلوكية، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في علوم إدارة الأعمال، جامعة كربلاء، 2014، ص:29.

سماها الباحثان بتلك التسمية لأنها تبحث في كيفية تشكيل الأفراد للقرارات وفق الاحتمالات، إذ قدما من خلالها إطار وصفي يساعد الأفراد على اتخاذ قرارات، فهي تفسر اختلاف سلوكيات صانعي القرار الذين يواجهون حالة الاختيار ما بين البدائل، كما ترى هذه النظرية أن عملية اتخاذ القرار في ظل المخاطرة عبارة عن اختيار بين التوقعات أو المقامرات¹. وهي البديل الأكثر قبولاً لنظرية الفائدة المتوقعة. إن نظرية الاحتمالات ونظرية المنافع المتوقعة تشكل النهج الرئيسي المهم في عملية صنع القرار لدى المستثمرين من وجهات نظر مختلفة. لقد طور خبراء الاقتصاد المالي نظرية الفائدة المتوقعة باعتبارها نموذجاً معيارياً لوصف الكيفية التي ينبغي للناس أن يتصرفوا بها، في حين يوفر السلوك الفعلي الأساس لنظرية الاحتمال². وتعتبر نظرية الاحتمالات التي وضعها Kahneman and Tversky أن المستثمرين يحجمون عن بيع الأسهم الخاسرة. وبالإضافة إلى ذلك، يجد Kahneman and Riepe (1998) أن انحراف المستثمرين عن الحد الأقصى من العقلانية الاقتصادية منتشر ومنهجي. وعلى طول الخط المماثل، يميل المستثمرون إلى زيادة وزنهم للمعلومات الحديثة ومعلومات عن المعدل الأساسي لنقص الوزن³.

4.2.2 عامل السوق

يقول التمويل المعياري إن أخطاء المستثمرين لن تؤثر على أسعار السوق لأنه عندما تتحرف الأسعار عن القيمة الأساسية، فإن التجار العقلانيين سيستفيدون من سوء التسعير لتحقيق أرباحهم الخاصة ولكن من هؤلاء المستشارين الذين يحافظون على كفاءة السوق؟ والمؤسسات الاستثمارية هي أفضل المرشحين للحفاظ على كفاءة الأسواق لأن لديها المعرفة والثروة اللازمتين. غير أن لديها في كثير من الأحيان حوافز للتجارة مع الاتجاه الذي يؤدي إلى ضعف الأسعار وبالتالي، كثيراً ما تؤدي مؤسسات الاستثمار إلى تقادم عدم الكفاءة. وسلوك المستثمرين هو العامل الرئيسي الذي يؤثر على الأسواق المالية. وإذا كانت آراء التمويل السلوكي صحيحة يُعتقد أن للمستثمرين رد فعل مفرط أو أقل إزاء تغيرات الأسعار أو الأخبار، واستقراء الاتجاهات السابقة في المستقبل، وعدم الاهتمام بالأسس الأساسية، والتركيز على الأسهم الشعبية ودورات الأسعار الموسمية. وتؤثر هذه العوامل في السوق بدورها على اتخاذ القرارات من قِبَل المستثمرين في سوق الأوراق المالية⁴.

¹ عبد الرحمان بن سانية، صلاح الدين نعاس، علي بن الضب، الخلفية النظرية للمالية السلوكية و تحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مرجع سابق، ص:24.

² Mr.Ghalmi Ettayib, Dr. Boudjerfa Bennacer, Investor behavior , financial decisions, Journal of Economic Integration, vol6, n°2 2018, p :160.

³ K.C. Tseng, Behavioral Finance, Bounded Rationality, Neuro-Finance, and Traditional, Investment Management and Financial Innovations, 2006, vol3, n°4, P :11.

⁴ Mr. Ghalmi Ettayib; Dr. Boudjerfa Bennacer, Investor behavior, Previous reference, P162..

وبشكل عام فإن عامل السوق لا يعتبر ضمن العوامل السلوكية المؤثرة لدى المستثمرين وذلك لأن عامل السوق يعتبر ضمن العوامل الخارجية المؤثرة في قرارات المستثمرين، ومع ذلك فإن عامل السوق يؤثر في قرارات المستثمرين العقلانيين بطريقة مختلفة، لذا فمن الضروري إدراج عامل السوق ضمن العوامل السلوكية، وقد قام العديد من الباحثين باعتبار عامل السوق من العوامل السلوكية المؤثرة في القرارات الاستثمارية¹.

3 نماذج تسعير الأصول المالية وفقاً للمالية السلوكية

يمكننا عرض العلاقة بين خصائص الاستثمار وسعره المتوقع أو عائده المتوقع في نموذج تسعير الأصول الاستثمارية على النحو التالي:

العائد المتوقع لأصل استثماري هو دالة على² :

* الرغبة في الحصول على فوائد نفعية، مثل انخفاض المخاطر؛

* الرغبة في الحصول على فوائد معبرة وعاطفية، مثل البقاء وفتحاً للقيم من خلال الاحتفاظ بأموال مسؤولة اجتماعياً، أو اكتساب مكانة اجتماعية عالية من خلال الاستثمار في صناديق التحوط، أو التمتع بالإثارة عن طريق تداول الأسهم؛

* أخطاء معرفية وعاطفية، مثل الاعتقاد بأن أسهم الشركات «الجيدة» هي أسهم «جيدة» وردود فعل مفرطة بسبب الخوف بعد تحطم الطائرة.

1.3 نموذج روي 1952 ROY

يعتبر روي أول من جاء بنموذج يركز على أن الفرد يجب عليه أن يحتفظ بحد أدنى للثروة والذي يسمى بالمستوى الأدنى للعائد "le niveau de subsistance" يرمز له بـ s ، إذ يرى أن أساس اختيار المحافظ المالية هو عدم انخفاض الثروة عن مستوى معين، وفي حالة تحقيق ثروة أقل من المستوى المحدد فهي تعتبر كخسارة بالنسبة للمستثمر ، كما يلي $p(w \leq s)$ ، ونلاحظ أن هذا المفهوم يتماشى مع المنتجات الشائعة حالياً غير أنه وبعد ضمان وصول الثروة إلى حد العتبة لم يحدد روي ما الذي يتوجب على المستثمر فعله بالثروة المتبقية. ففي إطار نظرية روي، فإن المحفظة المثلى يجب أن تتماشى مع معيار السلامة أولاً إضافة إلى تقليص احتمال الخسارة وفقاً للمعادلة التالية³:

¹ جميل النجار، العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد أثرها في أداء المحفظة الاستثمارية، دراسة تحليلية من سوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص:121.

² Meir Statman, Behavioral Finance, The Second Generation, Institute Research Foundation , 2019 Pp:123,124.

³ برارمة ريمة، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية-دراسة حالة بورصة باريس ولندن، مرجع سابق، ص: 74،75.

$$P_u(x) = \text{pr}_w\{f(x, w) \leq u\} \longrightarrow \min_{x \in X}$$

عائد المحفظة هو $f(x, w)$ أقل من العتبة الحرجة u ، مثلاً: $u=1$ ، فمن الصعب تحديد الاحتمال الأمثل ضمن الاحتمالات المحسوبة، لذلك اقترح روي أن يتم تخفيض الاحتمال إلى أدنى حد، وذلك من خلال المعادلة.

$$p_u(x) = \text{pr}_w\{f(x, w) \leq u\} = \text{pr}_w\{-f(x, w) \leq -u\} = \text{pr}_w\{u(x) - f(x, w) \geq 1\} = \frac{\sigma^2(x)}{(u(x) - u)} = p_w(x) \longrightarrow \min_{x \in X}$$

وأشار روي إلى أن المجموعة (σ, u) و الكمية $\sigma(x)/(u(x) - u)$ هي نقطة مشتركة ما بين $(u, 0)$ و σ و $(u(x), x)$ و الخط الأفقي σ ، الذي يربطه القيمة القصوى مع القيمة الدنيا $p_n(x)$.

كما اعتبر روي أن العائد المتوسط هو: $u(x) \geq z$ ، حيث أن $z > u$ وعليه فإن الحدود الكفو تكون أكبر من القيمة z عند النقطة: $r = (y, \sigma(y))$ ، وبالتالي فإن الفرق ما بين تحليل روي وماركويتز يكمن في الحدود الكفو للمحفظة.

2.3 نموذج أرزاك و باوا (1977) Arzac & Bawa

من أجل تدارك نقطة ضعف نموذج Roy، قدم كل من Arzac & Bawa هذا النموذج سنة 1977، حيث أضافا من خلاله معيارا آخر يسهل عملية المفاضلة بين المحافظ في حالة تساوي احتمالات العوائد¹. هذا النموذج مقدر بالمعادلة التالية:

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{Max } (\pi, \mu) \\ \pi = 1 \text{ إذا كان } P = \text{pr } (Y \leq s) \leq \alpha \\ \pi = 1 - p \text{ إذا لم تتحقق المعادلة السابقة} \\ \mu = E(y) \text{ مع} \end{array} \right.$$

حيث:

μ : يمثل توقع الثروة النهائية و يساوي $E(y)$ ؛

S : يمثل الحد الأدنى للعائد؛

α : يمثل احتمال الإفلاس.

¹ فخاري فاروق، زبيري نورة، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية، مجلة العلوم الإدارية و المالية، مرجع سابق ص:102.

من خلال هذا النموذج ومن أجل المفاضلة بين محفظتين فإننا نختار المحفظة ذات قيمة π المرتفعة، وإذا كانت كلتا المحفظتين لهما نفس قيمة π (وهي الحالة التي عجز نموذج روي عن تفسيرها)، فإننا نختار المحفظة التي لها العائد المتوقع الأكبر μ . بعبارة أخرى فإن المستثمر في ظل هذا النموذج يسعى لتعظيم ثروته، بشرط أن يكون احتمال انخفاض ثروته عن الحد الأدنى للعائد أقل من احتمال الإفلاس.

3.3 نموذج "شيفرين" و"ستاتمان" (2000) Shefrin & Statman

بناء على أعمال كل من "روي"، "أرزك" و"باوا" وكذا بالاعتماد على أعمال عالمة النفس "لولا لويس" (Lola Lopes, 1987) التي توصلت إلى نتيجة مفادها أن ما يتحكم أساسا في القرارات الفردية هما الخوف والأمل (la crainte et l'espoir)، قام كل من "شيفرين" و"ستاتمان" بملاحظة وجود تشويه لتوزيع احتمال الثروة النهائية عند اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة ناجم أساسا عن العاملين السابقين. وقد كان التحدي أمامهما هو محاولة تقديم نمذجة لكل من مشاعر الخوف والأمل) وغيرهما من المشاعر الأخرى والانحرافات السلوكية، والتي تعد أساس النظرية السلوكية ونقطة ضعفها في الوقت ذاته.

حاول الباحثان تقديم نموذج يوضح عملية التشويه التي تحدث، وسنحاول تبسيط هذا الطرح لأن الغرض من ورائه لا يتمثل في مناقشة النموذج الرياضي، وإنما إثبات وجود محاولات لنمذجة الجانب النفسي¹:
 لأجل ترجمة خوف المستثمر، تم اقتراح الدالة D التي يتم تحويلها عن طريق الدالة \emptyset (التي تترجم الخوف) حيث :

$$\left\{ \begin{array}{l} \emptyset(D_t) = D_t^{1+a} \\ \emptyset(0) = 0 \\ \emptyset(1) = 1 \end{array} \right.$$

إذا كانت الدالة \emptyset محدبة، بمعنى إذا كانت a موجبة (في حالة الخوف) فإن: $\emptyset(D) < D$

إن تمثيل أمل المستثمر يتم عن طريق التحويل \forall المعرف كالتالي:

$$\forall(D_t) = 1 - (1 - D_t)^{1+b}$$

هذه الدالة أيضا تحقق:

$$\left\{ \begin{array}{l} \forall(0) = 0 \\ \forall(1) = 1 \end{array} \right.$$

غير أنها تكون مقعرة حين يكون b موجبا (حالة الأمل).

¹ صافية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق، المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، 2011، 2012، ص ص 85، 86.

يقوم "شيفرين" و"ستايتمن" باستعمال هذه الدوال لوصف كل مستثمر من خلال توزيع الاحتمالات الذاتية للثروات المستقبلية، والتي يعبر عنها بـ:

$$Y(d1) = \sigma \emptyset(D1) + (1 - \sigma) \Psi(D1)$$

حيث: $\sigma \in [0,1]$ بمعنى إما خوف أو امل.

وبناء على هذا يمكن تمثيل كل فرد بالمحددات التالية $[a, b, \sigma, A, \alpha]$ ، حيث تعبر المحددات الثلاثة الأولى عن صفاته النفسية التي تدفعه إلى تشويه الاحتمالات الموضوعية، في حين يرتبط المحددان الأخيران σ بموقفه اتجاه الخطر، إذ تمثل A : سعيه إلى إيجاد وتحقيق مستوى الأمان (المستوى الأدنى للعائد A) في حين أن α عكس الخطر الناجم عن عدم الوصول إلى هذا المستوى.

خلاصة الفصل

تعتبر نظرية كفاءة الأسواق المالية أحد النظريات الرئيسية في علم الاقتصاد المالي، وتفترض أن الأسعار في الأسواق المالية تعكس كل المعلومات المتاحة في الوقت الحالي، بحيث لا يمكن لأي مستثمر أو مجموعة من المستثمرين تحقيق أرباح فوق المتوسط على المدى الطويل.

بالمقابل، تعتمد النظرية المالية السلوكية على فرضية أن الأسواق المالية ليست دائماً فعالة، وأنه يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح فوق المتوسط باستخدام أنماط سلوكية وأحكام متباينة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

إن تفسير التمويل السلوكي لما يحدث في السوق يختلف تماماً عن تفسير نظرية كفاءة الأسواق المالية خصوصاً فيما يتعلق بعلانية المستثمرين، إذ يتناول دراسة علم نفس المستثمر ودوره في اتخاذ القرارات المالية ويوضح أن المستثمرين الحقيقيين يتأثرون بتحيزاتهم النفسية وتترجم هذه التحيزات إلى سلوك يمكن أن يؤثر على قرارات الاستثمار للمؤسسات دون المستوى المطلوب، وهذه القرارات يمكن لها أن تسبب اضطرابات في السوق وهو يعرف باسم شذوذ السوق، وربما أن هذه الحالات الشاذة تؤثر تأثيراً قوياً على الصحة المالية الفردية وعلى الصحة المالية للاقتصاد بأكمله، فلا بد من منعها ولا يمكن أن يحدث هذا المنع إلا بزيادة وعي الممارسين بالقيود النفسية والسلوكية التي تواجههم ولذلك فإن إجراء تحليل أكثر تعمقاً لهذا الميدان أمر أساسي في الوقت الحالي.

الفصل الثالث

دراسة علاقة مالية الأسواق

بالتحيزات السلوكية

وأثرها على قرار الاستثمار

تمهيد:

يعتبر صنع القرار من أصعب الأمور لمعالجة المواقف المعقدة وهو عملية معرفية لاختيار بديل من بين عدة بدائل محتملة حيث أن الفرد لا يمكنه اتخاذ قرار بمجرد الاعتماد على موارده الشخصية، حيث أنه من الممكن أن يكون صنع القرار دون دراسة معينة ودقيقة لكن قد لا ينتهي بشكل المرغوب فيه . يجب على المستثمرين الذين يرغبون في المنافسة في بيئة استثمارية مليئة بالتحديات معرفة كل التفاصيل حول السوق و لكن هذا لا يكفي حيث أن المعلومات الواردة للسوق لا تكفي لاتخاذ القرار و بالتالي هناك عوامل أخرى ذات علاقة بالسلوك الفردي للمستثمر تدخل في التأثير على اتخاذ القرار إنه من الضروري للمستثمرين تطوير رؤية إيجابية ومثابرة للحصول على أفضل النتائج من استثماراتهم. بالإضافة إلى ذلك، يختلف المستثمرون عن بعضهم البعض في جوانب مختلفة وعوامل ديموغرافية، اجتماعية واقتصادية والتعليم والجنس والعرق والعمر كما يختلفون في اعتقاداتهم و تفكيرهم من حيث السعي وراء المزيد من الأرباح والعوائد التي عادة ما تكون محفوفة بالمخاطر بينما يسعى البعض الآخر في عدم المجازفة والاكتفاء بالاستثمار في أصول مالية تحمل مخاطر وعائد أقل وهو دائماً آمن.

إن أهم شيء يواجهه المستثمر أثناء اتخاذ القرار هو تحديد مجال الاستثمار، حيث يتم إيلاء اعتبار كبير لأفضل قرار استثماري وبالتالي يحتاج المستثمرون أثناء إنشاء محافظتهم الاستثمارية إلى مراعاة تحمل المخاطر ومعدل العائد وظروف السوق والقيود الأخرى، من هنا جاء التمويل السلوكي ليوضح كيفية تفسير المستثمرون المختلفون للمعلومات المتوفرة في السوق وطريقة التفاعل معها، إذ أنه ليس من الضروري أن يتصرف جميع المستثمرين دائماً بعقلانية أو أن يتنبأ جميعهم بنماذج كمية بنفس الطريقة وغير متحيزة.

في هذا الفصل سنحاول دراسة القرار الاستثماري وتأثره بالتحيزات السلوكية من خلال التطرق في المبحث الأول إلى تأثير انعكاسات العوامل السوقية على سلوك المستثمر في اتخاذ القرار ثم دراسة تأثير أهم أنواع التحيزات السلوكية على قرار الاستثمار و في الأخير سوف نتطرق إلى تفسير التشوهات الموسمية و ظاهرة الفقاعات .

المبحث الأول: تأثير انعكاسات العوامل السوقية على سلوك المستثمر في اتخاذ القرار

1 ماهية القرار الاستثماري و علاقته بالسوق

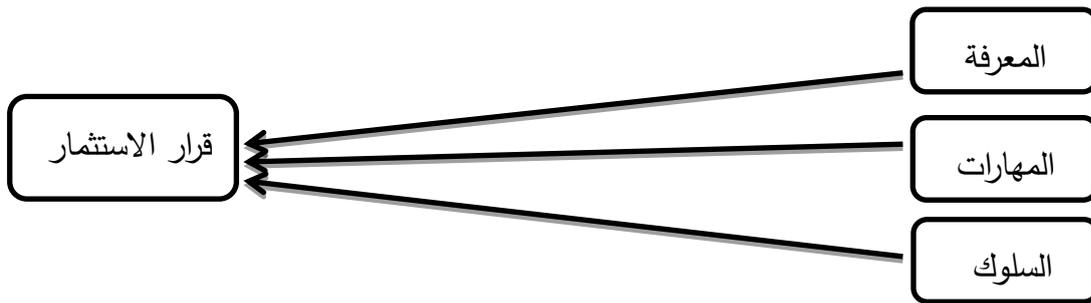
1.1 مفاهيم عامة حول القرار الاستثماري

1.1.1 تعريف القرار الاستثماري

تعرف عملية اتخاذ القرار الاستثماري بأنها العملية التي تتضمن جميع مراحل اعداد القرار، بدءًا من تحديد الهدف وتشخيص المشكلة موضوع القرار، مرورًا بجميع البيانات والمعلومات وبلورتها وتحديد مجموعة من البدائل والمفاضلة بينها، وصولًا إلى اختيار البديل الأفضل، لذلك يعد القرار الاستثماري من أهم وأصعب القرارات التي يتخذها المستثمر، كم أن المعلومات المتوفرة لها دور في اتخاذ القرار وسلامته، إذ أن توفر المعلومات بدقة عالية تساهم في اتخاذ قرارات توزيع الموارد الاقتصادية بشكل كفؤ وتساهم أيضا في زيادة حجم سوق الأوراق المالية وعدد المتعاملين فيه، مما يساهم في زيادة وتنوع مصادر التمويل وبالتالي زيادة التنمية الاقتصادية بفضل ما تقدمه المعلومات المالية من أثر ايجابي على عملية اتخاذ القرار الاستثماري¹.

كما تعرف عملية صنع القرار الاستثماري على أنها فن لمعالجة المواقف المعقدة حيث أنها عملية إداركية لإختيار بديل من بين عدة سيناريوهات بديلة محتملة. لا يمكن للأفراد اتخاذ قرار بمجرد الاعتماد على مواردهم الشخصية. وبالتالي، فإن الجزء الصعب الذي يجب القيام به عند اتخاذ القرار هو اختيار مجال معين للاستثمار².

شكل رقم (01-03) مبادئ Statement حول عملية اتخاذ القرار



المصدر: Kaleem Ullah and others, Impact Of Financial Information On Individual Investor's Investment Decision, Ilkogretim Online - Elementary Education Online, 2020, Vol19 , Issue 4, p :4672.

¹ عثمان بن سيد أحمد، مساهمة جودة المعلومات المالية في ترشيد قرارات المستثمرين على مستوى سوق الأوراق المالية - دراسة ميدانية لأراء عينة من المهنيين والأكاديميين في الجزائر - مجلة الإصلاحات الاقتصادية والتكامل في الاقتصاد العالمي، المجلد 15 العدد 01، 2021، ص:50.

² رنا محمد الغريب حمادة، أثر التمويل السلوكي على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، المجلد 3، العدد 2، 2022، ص: 1901.

2.1.1 مفهوم اتخاذ القرار الاستثماري

يتم شرح هذه العبارة في فترتين، وهما اتخاذ القرار والاستثمار. أولاً، صنع القرار، يجب تمييز هذا المصطلح عن مصطلح القرار. القرارات هي اختيارات أو مواقف يجب اتخاذها واتخاذها بعد المرور بعملية التفكير في عدة احتمالات، لا يمكن فهم هذا المصطلح فقط على أنه شيء (إسم) ولكن أيضاً كفعل (فعل) يشير إلى وظيفة Wang (2015).

صرح كل من Schoemaker و Russo أن صنع القرار هو عملية يتوصل فيها الأفراد أو الجماعات أو المنظمات إلى استنتاجات حول الإجراءات التي يجب اتخاذها مع مجموعة من الأهداف والموارد المحدودة وفي الوقت نفسه، يذكر Wang (2015). أن اتخاذ القرار يعني اتخاذ إجراء لاختيار أفضل طريقة لتحقيق الأهداف مع تخصيص موارد محدودة (الموارد الملموسة وغير الملموسة). والثاني هو استثمار¹.

3.1.1 المبادئ التي يعتمد عليها اتخاذ القرار الاستثماري

يمكن تحديد أهم المبادئ التي تعتمد عليها قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية كما يلي²:

- أ) مبدأ الاختيار: يفترض أن المستثمر يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم بالاختيار المناسب من بين الفرص المتاحة بدلاً من توظيفها في أول فرصة تتاح له.
- ب) مبدأ المقارنة: إذا كان المستثمر أمام مجموعة من البدائل المختلفة من حيث مداها الزمني وعوائدها ومميزاتها والتي تكون متفاوتة من حيث العوائد والمخاطرة.
- ج) مبدأ التوزيع: تختلف الأصول المالية من حيث درجة المخاطرة والعوائد التي تدرها وعليه فالقرار الاستثماري السليم ينبغي أن يقوم على التنوع من هذه الأصول، وذلك من أجل الحد من المخاطرة وزيادة العوائد.

¹ Heny Musfidah ,Tony Seno Aji, Ulil Hartono , Defining Investment Decision Making In The Stock Market: A Literature Review, Journal Of World Economy: Transformations & Transitions, 2(05) 2022, P :2.

² حسين وليد حسين، ابتهاج طالب خضير، عبدالناصر علك حافظ، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية و مالية، المجلد 8، العدد 2013، 22، ص:232.

2.1 مكونات القرار الاستثماري و خصائصه

1.2.1 أنواع القرار الإستثماري

هناك ثلاثة مواقف تواجه المستثمر وتتطلب منه اتخاذ قرار هي¹:

(أ) قرار الشراء: في هذه الحالة فإن المستثمر يرى ويشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية والتي تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة أكبر من سعرها السوقي أي أن السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثمارية، وهذا ما يدفع المستثمر لشراء الأداة رغبة منه في تحقيق الأرباح لأنه يتوقع أن يرتفع سعرها السوقي.

(ب) قرار عدم التداول: في هذه الحالة يكون السوق في توازن فبعد ارتفاع السعر (الحالة السابقة) ويستمر في ذلك إلى أن يصل إلى التساوي بين السعر السوقي وقيمة الأداة، وهذا ما يؤدي إلى توقف الشراء وتوقف البيع لغياب الحافز، فيكون القرار الاستثماري المناسب هو عدم التداول فالمستثمر في هذا الظرف لا يتوقع تحقيق عوائد ولا تحقيق خسائر إلا إذا تغيرت الظروف السائدة.

(ج) قرار البيع: يلجأ المستثمر إلى قرار بيع أصل مالي معين بحوزته عندما تكون قيمته السوقية أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة، لأن المستثمر في هذه الحالة يرى بأن هناك فرصة مواتية لتحقيق أرباح من وراء هذه العملية.

2.2.1 خصائص القرار الاستثماري

تتميز القرارات الاستثمارية بعدة سمات، أبرزها ما يلي²:

* يعتبر القرار الاستثماري قرارًا استراتيجيًا ومصيريًا، لذلك فهو بحاجة إلى رؤية مستقبلية ثابتة.

* لا يتسم القرار الاستثماري بالتردد، لأن كل المجالات التطبيقية لدراسات الجدوى، لا يتم إعادتها إلا على فترات زمنية ممتدة ومتباعدة.

* يختص القرار الاستثماري بنشاط مستقبلي للمؤسسة الاقتصادية، وبالتالي فهو على صلة دائمة ووثيقة بمستوى معين من المخاطرة.

¹ عياش زبير، برحايلى أحلام، أثر الحوكمة في تفعيل القرار الاستثماري في أسواق رؤوس الأموال، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 4، العدد 1، 2018، ص: 244.

² رشيد درغال، اتخاذ القرار الاستثماري في المصارف الإسلامية، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، العدد 3، 2016، ص: 403.

* يحاط القرار الاستثماري بسياج من المشكلات والعقبات والظروف، التي ينبغي إزالتها وتخطيها مثل: ظروف عدم التأكد (عدم اليقين) والتغير في قيمة النقود(التضخم) ومشكلات عدم قابلية المتغيرات للقياس الكمي، وكلها تحتاج إلى أسس ومنهجية علمية للتعامل مع معطياتها وإفرازاتها.

3.1 ماهية سلوك الاستثمار

1.3.1 تعريف سلوك الاستثمار

اتخاذ قرارات الاستثمار من قبل المستثمرين في سوق رأس المال على هذا النحو، فإن سلوك الفرد هو الدافع والسبب وراء فعل الفرد. تمت دراسة السلوك في الأصل والتحقيق فيه في المجالات النفسية لمساعدة علماء النفس على فهم السبب وراء تصرف الفرد والأسباب الكامنة وراءه وتم تطوير نظريات ونماذج تحفيزية مختلفة للمساعدة في تحفيز أفعال الأفراد، سلوك الاستثمار إذن هو عملية النظر في العوامل المختلفة التي تؤثر على قرار الاستثمار لأداة استثمار معينة.

يمكن أن يتأثر سلوك الاستثمار بمجموعة واسعة من العوامل والقوى، ويمكن تقسيم هذه العوامل إلى خصائص شخصية، مثل الشخصيات والدوافع الذاتية وصفات أخرى، بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن يتأثر سلوك المستثمر بالعوامل والقوى الخارجية مثل البيئة الاقتصادية العامة، والأداء السابق للسهم، والجوانب الأخرى ذات الصلة كما يمكن أن يكون فهم سلوك الاستثمار مهماً لمختلف المستخدمين، مثل المستثمرين الجدد لاختيار الأسهم المناسبة للاستثمار. بالإضافة إلى ذلك، فهي تساعد أيضًا وسيط الاستثمار على جذب قرارات المستثمرين الاستثمارية بفعالية وكفاءة من خلال تقديم أداة استثمار تلبية احتياجات وتوقعات المستثمرين¹.

2 مراحل اتخاذ القرار الاستثماري و عوائقه

1.2 مراحل اتخاذ القرار الاستثماري

يعد القرار الاستثماري من القرارات الاستراتيجية، لذلك فهو يتخذ على مستوى الإدارات العليا في المؤسسات، ويتميز بأنه قرار لا يمكن تكراره أو إعادته، ويمتد تأثيره لفترة طويلة في المستقبل وبذلك فهو يواجه الكثير من المخاطر، كما تمر عملية اتخاذ القرار الاستثماري بعدة مراحل وهي²:

* تعريف المشكلة و أسبابها

* تحديد الأهداف المرغوب في تحقيقها؛

* البحث عن البدائل المتاحة؛

¹ Sanmugam Annamalah, Murali Raman, An Empirical Study on the Determinants of an Investor's Decision in Unit Trust Investment, journal of economies, vol 7, N°80, 2019, p :3.

² سعيدة بورديمة، القرار الاستثماري و متطلبات الوصول إليه، مجلة حوليات جامعة قالة للعلوم الانسانية، العدد11، 2015، ص:363.

- * تحديد معايير التقييم أو المفاضلة بين البدائل الممكنة؛
- * تقييم البدائل على أساس المعايير المحددة؛
- * اختيار أفضل البدائل وتوقع الآثار السلبية للبدائل المختار؛
- * اتخاذ القرار بالبدء في التنفيذ.

2.2 معيقات عملية اتخاذ القرار الاستثماري

من بين ما يعاني منه متخذ القرار من مشاكل على مستوى المؤسسة ما يلي¹:

- * صعوبة تحديد المشكلة تحديداً واضحاً بسبب تعدد و تنوع الأعراض الظاهرة و تشابكها؛
- * احتمال عدم الدقة والوضوح في تعريف الأهداف المستخدمة كأساس لوضع معايير تقييم القرار الرشيد؛
- * وجود درجات مختلفة من عدم التأكد غير ممكن استيعابها أو حسابها لكون أن نتائج القرار تكون في المستقبل و يحاول متخذ القرار التنبؤ بهذه النتائج؛
- * وجود نقص في المعلومات دائماً، الأمر الذي يؤدي دوماً إلى عدم الدقة في عمليتي التحليل والاختيار؛
- * الأثر السلبي للعامل الزمني على مستوى الرشادة في اتخاذ القرار؛
- * صعوبة الاتفاق على الأهداف، والبدايل في عملية اتخاذ القرارات الجماعية نظراً لاختلاف وجهات النظر بين الأشخاص.

3.2 حالة عدم التأكد (Uncertainty)

هو الخوف من عملية اتخاذ قرار الاستثمار أو الجهل بشأن عملية الاستثمار وهذا يؤثر بشكل سلبي في سلوكيات المستثمر ومن ثم تنعكس في عملية اتخاذ القرار، وقد يعكس عدم التأكد ميول المستثمرين بصورة كبيرة سواءً كان بالحالة المتفائلة أو المتشائمة وترتبط ارتباطاً كبيراً بعوائد الأوراق المالية، كما يصعب التنبؤ بالعوائد بسبب حالة عدم التأكد من تكاليف المعاملات وعدم التماثل في المعلومات، وعدم التجانس بين الوكلاء مثل المستثمرين و المضاربين والمتحوظين²

¹ سعيدة بورديمة، الأساليب الكمية ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري، مجلة الحقيقة، العدد 25، 2013، ص:123.

² علاؤ محسن مطلق، عمي احمد فارس، قياس ميول المستثمرين و أثرها بعوائد الاستثمار بالأوراق المالية -دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية" قطاع المصارف للمدة 2007-2017، المجلة العراقية للعلوم الادارية، المجلد 15، العدد61، 2020، ص:157.

3 العوامل المحددة لاتجاه قرارات المستثمرين في السوق

1.3 العوامل المرتبطة برغبات المستثمر

1.1.3 تفضيلات المستثمرين

تفضيلات المستثمرين تعبير مقصود يقصد به وصف كامل لمتطلبات واحتياجات المستثمرين سواء المعلن منها أو حتى غير المعلن، هناك تفضيلات ورغبات متعددة، وهذه التفضيلات والرغبات المتعددة يجب مراعاتها والتوفيق بينها وموازنتها لتحقيق الهدف المنشود¹. و هي عملية بحث المستثمر عن أفضل خيار مُرضٍ محتمل من بين البدائل كاختيار المنفعة المالية بدلاً من تعظيمها أو قبول بديل استثماري مُرضٍ بدلاً من الخيار الأمثل (أي تعظيم المكاسب وتقليل الخسائر) وعند تعدد البدائل وكثرة التعقيدات التي تتعارض مع القدرات الذهنية عندها يستخدم مصطلح الإرضاء كاختصار عقلي لانتهاء البحث عن البديل الأفضل، يوضح العالم Shiffrin الفرق بين القضايا المعرفية والعاطفية إذ أن الجانب المعرفي يرتبط بالكيفية التي يقوم بها الناس بتنظيم المعلومات عند تلقيها، أما فيما يخص الجانب العاطفي فيهتم بالشعور الذي يعترهم خلال تسجيلهم لتلك المعلومات تتأثر قرارات المستثمرين بمجموعة من المشاعر التي يمكن تصنيفها إلى العاطفة والمزاج والتأثيرات الذي تحدث نتيجة اندفاع لحظة شعور محدد أو نتيجة موقف معين ووفقاً لما سبق نستعرض تأثير الجانب العاطفي والجانب المعرفي على اختيار البديل الأفضل وكما يلي²:

يتأثر المستثمرون بمجموعة من المشاعر الإيجابية والسلبية عند لحظة معينة تدفعهم نحو إتخاذ قرار استثماري ذات مخاطرة أعلى وتنبأين قوة تأثير هذه المشاعر وسرعة الاستجابة لها من بين المستثمرين وتزداد درجة الانحراف عن البديل الأمثل مع ازدياد التأثير العاطفي.

يأخذ القلق دوراً في التأثير فنجد أن القلق يحدث عند حالة عدم التأكد أو اليقين أو كاسترجاع ويعرّف القلق بأنه موقف قديم أو عدم تخيل نشاط مستقبلي ويمكن تعريفه من الناحية السلوكية بأنه الكيفية التي يتفاعل بها الشخص مع موقف أو قرار معين ويكون بسبب مجموعة من المشاعر كالخوف أو الحزن ويؤدي إلى رفض الموقف أو (اتخاذ القرار) مما يستدعي تقييم البدائل الخطرة على المستوى المعرفي.

ويمكن ملاحظة الدور الذي تؤديه وسائل الإعلام ببث شعور القلق لمستثمري البورصة إذ نلاحظ أن شعور القلق يتغلغل بهم كلما بثوا لهم أخباراً بشأن انخفاض الأسواق أو الأخبار السيئة المتداولة على الأنترنت

¹ مؤيد عبد الحسين الفضل، سجاد محمد عطية، تفضيلات المستثمرين كمدخل لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى باطار نظرية الانقاط- دراسة تحليلية لبعض الشركات في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة مركز دراسات الكوفة، العدد 42، 2016، ص320.

² صباح جلال مهدي الجوادي، صلاح الدين محمد أمين الامام، استكشاف العوامل السلوكية المؤثرة في تفضيلات المستثمرين و انعكاسه على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)، مرجع سابق، ص:152.

في الصحف والمجلات. ومع كمية المعلومات المتاحة وخيارات الاستثمار الوفيرة نتيجة تطور تكنولوجيا المعلومات والأنترنت فنجد أن الأشخاص في مجال الاستثمار يتزايد عندهم شعور القلق إذ توجد علاقة ترابط بين زيادة المعلومات وبين تنظيم تلك المعلومات أي على المستوى المعرفي إذ أنه مع ازدياد المعلومات يتم تجاوز السعة الزمنية لتنظيمها بالتالي الانحراف عن البديل الاستثماري الأفضل .

2.3 الأحداث الخارجية و المناسبات واختلاف الثقافات

1.2.3 الأحداث غير الاقتصادية (non- economic events)

إن الأحداث غير الاقتصادية الكبرى مثل الرياضة والعطل وغيرها تؤثر في ميول المستثمرين والتحيزات السلوكية التي تسببها تنعكس في أسعار الأوراق المالية فقط إلى الحد الذي يجنب انتباه المستثمرين إلى أنشطة السوق وكذلك الأنشطة الرياضية لها تأثير كبير في أسعار الأسهم و بعوائدها في سبيل المثال يرتبط الإقصاء من بطولة دولية كبرى لكرة القدم الأمريكية مثلا بعائد اليوم التالي في مؤشر سوق الأوراق المالية ويكون التأثير أكثر حجما مع رياضة كرة القدم، لكنه لا يزال مهما إقتصاديا وإحصائيا وتعد كرة القدم هي الرياضة الأكثر أهمية وقد تسبب تأثيراً قوياً في تفاؤل أو تشاؤم المستثمرين الأفراد، إذ تتغير أسعار الأوراق المالية في الأسواق استجابة لعدة أحداث. على سبيل المثال إذا كان الفريق المدرج فائزاً، هذا سيعزز من كمية بيع التذاكر و العكس صحيح والملاحظ في الوقت الحاضر أن الرياضة تؤدي دوراً مهماً في تعزيز نمو الأسواق المالية¹.

2.2.3 الإختلافات الثقافية

على الرغم من ظهور ثقافة عالمية، إلا أن الإختلافات الثقافية موجودة في كل مكان. يصف كل من Nisbett و Masuda نظرة الغربيون والآسيويون إلى العالم تفكيرهم المختلف إليه. حيث يُظهر سكان شرق آسيا نظرة إدراكية ومفاهيمية أوسع للعالم، ويعيشون في شبكات اجتماعية معقدة، ويلاحظون العلاقات والتغيرات، على عكس الغربيين.

لقد قام Arkes و al بدراسة الاختلافات الثقافية بين الصين وكوريا والولايات المتحدة في التكيف مع النقطة المرجعية بعد الأرباح أو الخسائر في تداول الأوراق المالية. هذه الاختلافات بين الآسيويين والأمريكيين تم دراستها أيضاً من طرف Ji و al سنة 2001، حيث تُظهر الدراسة أن الصينيين يتوقعون المزيد من التغيرات واتجاهها؛ وفي سنة 2007 لاحظ كل من "Chen و al" و "Levinson و Peng" الاختلافات في التأطير والأخلاق والثقة الزائدة وتأثير التصرف. كما أُجريت دراسة سنة 2010 لكل من "Statman و Weng" حول

¹ علاؤ محسن مطلق، عمي احمد فارس ، قياس ميول المستثمرين وأثرها في عوائد الاستثمار بالأوراق المالية -دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية" قطاع المصارف للمدة 2007-2017، مرجع سابق،ص:157.

الاختلافات الثقافية في المتغيرات الاقتصادية والمالية، وأظهرت أنماطاً مختلفة للاقتراض والاستثمار للمهاجرين بعد فترة طويلة من استقرارهم في بلدانهم الجديدة ، وأظهر كل من Beugelsdijk و Frijns سنة 2010 ، أن درجة التغير الثقافي بين البلدين تؤثر على مخصصات الأصول الأجنبية¹ .

3.2.3 المتغيرات الخارجية

تتعدد المتغيرات التي تؤثر على طبيعة اتخاذ القرار الاستثماري، حيث أن أي قرار استثماري يتطلب ارتباطاً مالياً كبيراً مقابل قدر كبير من تحمل المخاطرة، مما يترتب عليه الدراسة والتحليل لكل البدائل والامكانيات والموارد المتاحة.

وتشمل هذه العوامل فلسفة الإدارة، تحليل السوق، سلوك المنافسين، الفرص البديلة، الضرائب والاستهلاك مصادر التمويل، مصادر شراء الآلات، رأس المال العامل، موازنة التدفقات النقدية، التغيرات على مستوى الأسعار، نمط الإنتاج، المخاطرة، وعدم التأكد، توقيت اتخاذ القرار الاستثماري والظروف الاقتصادية. مما سبق يتضح أنه لا يُتوقع من قرار الاستثمار أن يعطي أي عائد إلا بعد فترة طويلة تزداد فيها درجة مخاطر عدم التأكد لطبيعة القرارات الاستثمارية تستلزم مزيداً من الجهد وخصوصاً أنها تتأثر بالعديد من العوامل والمتغيرات التي قد تؤدي إلى قبول أو رفض هذا الاستثمار².

4.2.3 تأثير العطل، الخلفية النفسية والتأثيرات المالية

تشير العطلة، أو تأثير ما قبل العطلة، إلى حقيقة ملحوظة مفادها أن عائدات الأسهم تُظهر عادةً أنماطاً متسقة في أيام العطل، مع عوائد عالية بشكل منهجي في الأيام التي تسبق العطل الرئيسية، حيث تم فحص التأثير في البداية في سياق الولايات المتحدة الأمريكية في الدراسة الأساسية التي قام بها Lakonishok و Smidt سنة 1988، إستناداً إلى مجموعة بيانات تسعين عاماً، حيث بينت هذه الدراسة أن متوسط معدل العائد قبل الإجازة يساوي 0.22 % مقارنة بمعدل عائد يومي منتظم أقل من 0.01 %، وهذا يعني أن عائدات ما قبل العطلة أكبر بنحو عشرين مرة من العائدات في الأيام العادية، مع وجود حوالي 63.9 % من جميع العائدات إيجابية في الأيام التي تسبق العطل. وبالمثل ، أفاد Ariel سنة 1990 أن متوسط عوائد ما قبل

¹ David Peón, Manel Antelo, The Effect Of Behavioral Biases On Financial Decisions- El Efecto De Los Sesgos De Comportamiento En Las Decisiones Financieras, Revista Estrategia Organizacional, Vol 10, N° 2, 2021, p :28.

² حنان طرطار، علي اليازيد، فعالية القرار الاستثماري في ترشيد الاستثمارات، مجلة العلوم الانسانية لجامعة أم البواقي، المجلد 8 ، العدد 2021، ص:65.

العطل في الولايات المتحدة الأمريكية، خلال الفترة 1963-1982، أعلى بعشر مرات من العوائد باقي أيام السنة. تشير الاختبارات البارامترية وغير البارامترية إلى أن هذه الاختلافات دالة إحصائيًا¹.

3.3 المهارات الفردية للمستثمرين

1.3.3 المهارات المالية وقرار الاستثمار

المهارات المالية تعني القدرة على استخدام المعرفة بالخدمات المالية المتمثلة في الثقافة المالية وتشير الدراسات التجريبية إلى أن الثقافة المالية تؤثر على الوضع المالي للفرد. علاوة على ذلك يرى كل من Messy و Atkinson (2011) أن الأشخاص المتعلمين ماليًا يصبحون أثرياء من خلال تراكم الثروة ومع ذلك ، أظهر بعض الباحثين مثل Mahdzan و Tabiani بأن جميع الأشخاص ذوي المعرفة المالية السليمة يتخذون قرارات استثمارية دقيقة، و يؤكد Chen و Volpe (1998) على أن أي فرد يجب أن يكون لديه مهارة لتقييم الأدوات المالية الجديدة والمعقدة لإصدار أحكام مستنيرة لتعظيم فوائد القرارات المالية. كما يرى (Saha) أيضًا بأن الأفراد يعتبرون متعلمين ماليًا في حالة ما إذا كانوا مؤهلين ويمكنهم إثبات أنهم استخدموا المعرفة التي تعلموها في اتخاذ قرارات الاستثمار، علاوة على ذلك، إذا لم يكن لدى أي شخص القدرة على تحليل الخيارات المالية المتاحة، فلا يمكن اعتباره فردًا متعلمًا ماليًا Roy و Jane (2018)، لذلك فإن المهارات المالية للأفراد تمكن من اتخاذ قرارات مستنيرة بشأن أموالهم وتقليل فرص تعرضهم للتضليل في الأمور المالية وفقًا لذلك يجب أن يتمتع الشخص بالمعرفة والمهارات اللازمة لاتخاذ بعض القرارات المالية الأفضل في الحياة. لذلك قد يكون تعزيز مهارات الثقافة المالية أمرًا بالغ الأهمية بالنسبة للقرارات المالية والاستثمارية، وأشار كل من Roy و Jane (2018) أيضًا إلى أنه عندما يصبح الناس أكثر خبرة في الأمور المالية، فإنهم يصبحون أكثر تطورًا ماليًا ومن المتوقع أن يصبح الفرد أكثر كفاءة من الناحية المالية².

المبحث الثاني : أثر التحيزات السلوكية على قرار الاستثمار

1 أشكال وصور تأثير التحيزات السلوكية على القرار الاستثماري

من خلال الفصل الثاني تم التطرق إلى التحيزات السلوكية للمستثمر من حيث أن مشاعر المستثمر الشخصية والعواطف العفوية وحسه تؤثر على قراره الاستثماري. وسنحاول في هذا الجزء من الورقة التطرق

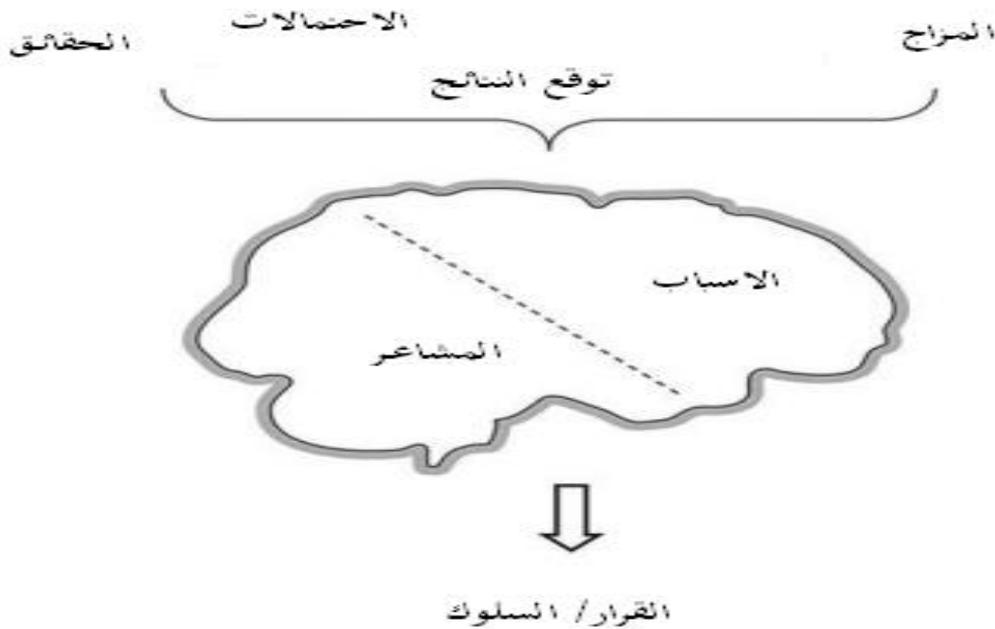
¹ Andrey Kudryavtsev, Holiday Effect On Large Stock Price Changes, Annals Of Economics And Finance Vol 20, N°2, 2019, P :638.

² Kumari D.A.T, THE IMPACT OF FINANCIAL LITERACY ON INVESTMENT DECISIONS: WITH SPECIAL REFERENCE TO UNDERGRADUATES IN WESTERN PROVINCE, SRI LANKA, Asian Journal of Contemporary Education, vol 4, n°2, 2020, P :116.

إلى كيفية تأثير التحيزات العاطفية المختلفة على قرار المستثمرين بناءً على الأدبيات السابقة التي تم طرحها في الفصل الثاني.

في البداية، ننظر في عملية صنع القرار والمبينة في الشكل أدناه حيث نلاحظ أنه لتقييم قرار محفوف بالمخاطر و/أو يتضمن حالة عدم اليقين، يستخدم الدماغ مدخلات مثل حقائق الموقف وتقديرات الاحتمالات لمحاولة تحديد أوجه عدم اليقين. ومع ذلك، فإن المزاج الحالي والمشاعر المتوقعة حول نتيجة القرار تصبح أيضًا مدخلات، عندما تشارك المشاعر في العملية، لا ينبغي أن نتفاجأ عندما تنتج قرارات متحيزة في أغلب الأحوال. وغالبًا ما نفكر في هذا الجزء من العملية على أنه يشبه الكمبيوتر. فربما يكون الأمر الأكثر إثارة للاهتمام هو أن الجزء «الشبيه بالكمبيوتر» من العملية المعرفية، ينتج أيضًا أخطاءً معرفية منهجية ويمكن التنبؤ بها، وبالتالي، غالبًا ما تكون القرارات ونتائج تلك القرارات متحيزة بغض النظر عما إذا كانت العاطفة تلعب دورًا في ذلك .

الشكل رقم (02-03) مسار صنع القرار في الدماغ البشري



المصدر: John R. Nofsinger, The Psychology of Investing, published by Routledge, Taylor & Francis group, sixth edition, 2018, p:7. .

1.1 تأثير العوامل الشخصية للفرد

1.1.1 آثار التعليم والعمر والجنس على سلوك المستثمرين

تُظهر الدراسات الحديثة أن التحيزات السلوكية مرتبطة ارتباطًا وثيقًا بالخصائص البيولوجية الأساسية للفرد وخلفيته التعليمية وخبرته. لقد قام الباحثان "Metawa et al" بدراسة سنة 2018 حول آثار العمر والجنس والتعليم وكذلك معنويات المستثمرين على قرارات الاستثمار، لقد أصبح محور الأهمية المالية أمرًا أساسيًا عند الاستثمار، من خلال دراسة أجراها "Muralidhar" حول هذه القضية وقام بربطها بالابتكار المالي، كما تطرق الباحثان " Hibbert et al " إلى أن أساتذة العلوم المالية أقل عرضة للتحيزات السلوكية، مما يؤكد أهمية محور الأهمية المالية عند الاستثمار. حتى لو كان ذلك ببطء، بدأ إدراج التمويل السلوكي في المناهج الجامعية والكتب المدرسية وأصبح التمويل السلوكي هو أيضًا جزء من التعليم المهني مثل منهج المحلل المالي المعتمد، كما أثبتت بعض الدراسات التي أجريت من قبل الباحثان " Shukla and Singh " سنة 1994 على مدار صناديق استثمارية أن المستثمرين المؤسسيين يزداد تثقفهم حول التمويل السلوكي وأوجه القصور التي يمكن أن تخلقها التحيزات السلوكية في الأسواق المالية. وبالتالي يحتاج مدير المؤسسة إلى أن يكون على دراية بآثار كل تحيز سلوكي ذي صلة، وفي سنة 2012 طور "Pompian" نموذجًا للسلوك الفردي لمساعدة مديري الصناديق على فهم النطاق الواسع للعملاء وكيفية خدمة احتياجاتهم الفردية على أفضل وجه. كما تشير بعض الدراسات الخاصة بصناديق الاستثمار المشتركة إلى أن المستثمرين الذين يقومون بتعيين مستشارين يجب أن يتحصلوا على بعض الفوائد بصرف النظر عن عوائد المحفظة. وعليه قام كل من الباحث "Olsen" سنة 2012 والباحثان " Gennaioli et al " بدراسة الدور الائتماني للمستثمرين والمستشارين الماليين الذين يوفر "راحة البال" لعملائهم، بينما أشار "Olson and Riepe" سنة 2010 إلى أن المستثمرين الذين يستخدمون التمويل السلوكي هم أكثر عرضة لتلقي الاتفاق والتفاهم من عملائهم. وعليه تحلل هذه الدراسة التوافق بين المستثمرين والملاح السلوكية لعملائهم وكيف يمكن أن يتأثر ذلك بالتعليم والعمر والجنس.¹

2.1.1 مجال التمويل السلوكي للمستثمرين

ترتبط الشؤون المالية السلوكية بشكل أكبر بتحليل صنع القرار من قبل المستثمرين غير المحترفين. لكن من المستحيل الفصل بين تأثير السوق والعوامل النفسية الشخصية التي تحل معاملة الأفراد في الأسواق المالية. إن زيادة الاهتمام بالأرباح المكتسبة من خلال المعاملات المالية في العقد الأخير تحفز الاستفسارات في هذا

¹ Bharat Chandra Malik, Laxmikanta Sahu, Behavioral Finance: Development And Emergence Trends In India, International Journal Of Management And Social Science Research Review, Vol-1, Issue -34,2017, P :23.

المجال قام كل من Barber & Odean (2001) بطرح السؤال: لماذا يميل الناس إلى المبالغة في تقدير مهاراتهم ومعارفهم؟ فأظهرت النتائج أن الرجال يتاجرون بنسبة 45% أكثر من النساء، ومع ذلك، كشفت الدراسة حقيقة أن التداول النشط يقلل من صافي عوائد المستثمرين، فبالنسبة للرجال المتداولين النشطين عادة ما يخفض العائد السنوي إلى نسبة 2.65% و 1.72% بالنسبة للنساء وبالتالي يدعم المؤلفون التأكيدات السابقة والتي تشير إلى أن السوق غير فعال بسبب ثقة المستثمرين المفرطة¹.

2.1 تأثير تحيزات الشعور والجوانب النفسية والعقلية

1.2.1 تأثير تحيز النفور من الخسارة

عندما يتعلق الأمر باتخاذ الخيارات، يفكر الأفراد أكثر فيما قد يخسرونه، بدلاً من التركيز على ما يمكنهم الاستفادة منه. وهذا ما أكدته Tversky & Kahneman سنة 1997 بأن « الخسائر أكثر أهمية من الأرباح » وبعبارة أخرى فإن احتمال الخسارة في أذهان الناس أكثر بروزاً بكثير من احتمال تحقيق مكاسب، على سبيل المثال الدراسة التي أجراها Zeckhauser & Samuelson سنة 1988 بينت أن العمال الشباب هم أكثر احتمالاً للتسجيل في التأمين الصحي الذي يوفر إعفاءات وأقساط أفضل، بينما كان كبار السن من العمال أكثر تمسكاً بخططهم الأقل فائدة. يفضلون الابتعاد عن الخسارة المحتملة بدلاً من تعريض كل شيء للخطر لتحقيق بعض المكاسب المحتملة. وبالتالي هم على دراية بخططهم الحالية و ما يمكن أن ينتظرهم، وبالتالي يترددون في اتخاذ قرار ولا يريدون المجازفة والمخاطرة بخطط جديدة حتى وإن كانت الخطط الجديدة تحقق لهم مكاسب نقدية عالية²

2.2.1 تأثير الثقة المفرطة على قرار الاستثمار

يقال أن المستثمرين يتأثرون بتحيز الثقة المفرطة عندما يحاولون الاعتماد أكثر على إيمانهم ومعرفتهم وفكرهم. باختصار، إنه نوع من الاعتقاد الأناني بأنني أفضل مما أنا عليه بالفعل. يؤدي مثل هذا النوع من المعتقدات إلى المبالغة في تقدير مهارة الفرد وموهبته والمبالغة في التقدير يؤدي إلى الثقة المفرطة. يعتمد المستثمر الذي يبالغ في الثقة المفرط على المعلومات التي جمعها أكثر من اعتماده على المعلومات التي تم إنشاؤها في السوق. يبالغ المستثمرون المفرطون في الثقة في رد فعلهم على معلومات السوق ويؤدي ذلك إلى

¹ Bharat Chandra Malik, Laxmikanta Sahu, Behavioral Finance: Development And Emergence Trends In India, International Journal Of Management And Social Science Research Review, Vol-1, Issue -34,2017, P :23.

² Isar Khan, Abid Usman, Muhammad Farooq Jan, The Impact Of Investor's Personality Traits Over Their Investment Decisions With The Mediating Role Of Finanical Self Efficacy And Emotional Biases And The Moderating Role Of Need For Cognition And The Individual Mood In Pakistan Stock Exchange, Multicultural Education , Volume 7, Issue 8, 2021.P :770.

ظاهرة التداول المفرطة في سوق الأسهم، وغالبًا ما يكون تحيز الثقة المفرطة ناتجًا عن تحيز الإسناد الذاتي الذي يؤدي في النهاية إلى التفاؤل المفرط و الذي بدوره يؤثر على عملية صنع القرار العقلاني للمستثمر¹. في دراسة ذات صلة، وجد "Chuang and Lee" سنة 2006 عدة نتائج شاملة مثل، المكاسب السابقة في سوق الأوراق المالية تدفع المستثمرين إلى الإفراط في الثقة وبالتالي التداول بشكل أكثر نشاطًا. علاوة على ذلك، تم تأكيد العلاقة الإيجابية بين الثقة المفرطة للمستثمر وتقلبات سوق الأسهم في نموذجهم. بالإضافة إلى ذلك، تؤدي الثقة المفرطة إلى انخفاض رد فعل المستثمرين على المخاطر المرتبطة بالاستثمارات، مما يجعلهم يتداولون بشكل أكبر في الأسهم الأكثر خطورة ونتيجة لذلك، يفضون عائداتهم. هذه النتائج موازية لتجربة أجرتها (Yeoh and Wood سنة 2011، حيث شارك المشاركون في منافسة تداول لمدة 8 أسابيع باستخدام أسعار أسهم بورصة لندن. بمحاكاة تجربة استثمارية واقعية، مُنح المشاركون حرية التجارة في أي وقت. باستخدام سوء التقييم كمقياس للثقة المفرطة، ووجدوا أن المشاركين المفرطين في الثقة يميلون إلى التداول أكثر ونتيجة لذلك، كان أداؤهم ضعيفًا في التجربة².

إن ميل البشر إلى الإفراط في الثقة يؤدي إلى التحيز الأول لدى المستثمرين، والرغبة البشرية في تجنب الندم تحفز الثاني. لقد قام Kent و Titman سنة 1999 في دراستهما بشرح لماذا من المرجح أن يكون المستثمرون أكثر ثقة وكيف يؤثر هذا التحيز السلوكي على قرارات الاستثمار. يقترحون أن ثقة المستثمرين المفرطة يمكن أن تولد زخمًا في عائد الأسهم ومن المرجح أن يكون تأثير الزخم هذا هو الأقوى في تلك الأسهم التي يتطلب تقييمها تفسير المعلومات الغامضة، وأضافوا أن استراتيجيات المحفظة التي يمكن أن تقترحها نظرية الثقة المفرطة تولد عوائد عالية للغاية ومستمرة³.

3.2.1 أثر العاطفة المتوقعة على قرار الاستثمار

العاطفة المتوقعة هي المشاعر أو المشاعر التي من المتوقع أن تحدث بعد أن تتحقق نتيجة القرار المتخذ ولكن ليس وقت اتخاذ القرار. على سبيل المثال، يمكن للمستثمرين المحتملين الذين سيشترون الأسهم أن يتخيلوا بالفعل الشعور بخيبة الأمل إذا قاموا بشراء أسهم انخفضت والعكس صحيح. يمكن إعداد المشاعر المتوقعة قبل

¹ Ruchi Priya Khilar, dr. Shikta Singh, Role Of Emotional Bias On Investment Decision From Behavioural Finance Perspective, International Journal Of Scientific & Technology Research Volume 9, Issue 03, 2020, P P 3457, 3458.

² Soleman Alsabban ,Omar Alarfaj , An Empirical Analysis of Behavioral Finance in the Saudi Stock Market: Evidence of Overconfidence Behavior, International Journal of Economics and Financial Issues, 2020, 10(1), P :76.

³ Talal Alquraan, Ahmad Alqisie, Amjad Al Shorafa, Do Behavioral Finance Factors Influence Stock Investment Decisions of Individual Investors? (Evidences from Saudi Stock Market) American International Journal of Contemporary Research ,Vol 6, N° 3, 2016, P162

اتخاذ القرار، مثل الاستعداد العقلي المتداول لفقدان أصوله أو أصولها في سوق الأسهم إذا انخفض سعر السهم¹.

4.2.1 أثر تحيز التمثيل على قرار الاستثمار

يعني هذا التحيز المعرفي أن الناس يحاولون ملائمة حدث جديد وغير معروف في حدث حالي. هذا هو الحكم على شيء ما وفقاً لأفكارهم وما تحتفظ به ذاكرتهم. كان كانمان وتفيرسكي (Kahneman and Tversky (1979) أول الباحثين الذين وصفوا هذا التحيز، والذي يظهر عندما يفضل الناس تعميم ظاهرة بناءً على التجربة السابقة. وهذا يعني أنها تعتمد على التشابه بين الحدث والحدث السابق المماثل، وعلى الصورة الذهنية المتولدة، من خلال تخصيص وزن أكبر للظاهرة الأخيرة دون أخذ متوسط للظاهرة على المدى الطويل. وبالتالي، فإنها تتجاهل الطبيعة العشوائية للأحداث من خلال ربط فترات التحليل الحالية بالفترات السابقة. وهذا بدوره يؤدي إلى عدم الدقة في صنع القرار الاستثماري بسبب عدم دقة صانع القرار في اختيار العينة.²

5.2.1 أثر المحاسبة العقلية

يبين Lim (2006) أن المستثمرين يفضلون دمج الخسائر وفصل المكاسب وهذا يتفق تماماً مع مفاهيم المحاسبة العقلية التي جاء بها Thaler (1985)، كما قام Milkman و Beshears سنة 2009 بتقدير مبالغ مشتريات البقالة عبر الأنترنت مع الكوبونات المستردة وبدونها، و لا حظوا أن ارتفاعاً في الإنفاق على البقالة مع استرداد القسيمة والنفقات الإضافية المرتبطة باسترداد القسيمة، مقارنة بالبقالة التي لا يشتريها المشتري عادةً، وهذه النتائج تدعم أدلة المحاسبة العقلية.

في سنة 2010 استخدم Egozcue و Wong أفكار المحاسبة العقلية ونظرية الاحتمالات وغيرها لتطوير نموذج يمكن أن يفسر سلوك المستثمرين في فصل أو دمج نتائج متعددة عند تقييم المحاسبة العقلية. وقام بتوسيع نطاق النظرية Egozcue و al سنة 2014 باستخدام أفكار المحاسبة العقلية ونظرية الاحتمالات وغيرها لتطوير قواعد القرار لمنتجات متعددة.

وأخيراً اكتشف Sui و al في سنة 2021 كيفية ارتباط سلوكيات الإنفاق الزائد بالحسابات العقلية للثروة وأهداف الادخار والتنبؤ بالنفقات. حيث أن سلوك الإنفاق الزائد المرتبط بهذه الأنواع الثلاثة من الحسابات العقلية يدل على أن الإنفاق الزائد المتوقع عرضة لتوقعات الإنفاق وتخصيص الثروة. في المقابل، يؤثر تخصيص

¹ Sri Utami Ady, The Cognitive and Psychological Bias in Investment Decision-Making Behavior: (Evidence From Indonesian Investor's Behavior) Journal of Economics and Behavioral Studies Vol. 10, No. 1, 2018 P :87.

² Noor Sabah Hameed Al-Dahana , Mohammed Faez Hasanb, Hamid Mohsin Effect of Cognitive and Emotional Biases on Investor Decisions: An Analytical Study of the Iraq Stock Exchange, International Journal of Innovation, Creativity and Change, Volume 9, Issue 10, 2019, p34.

الثروة على الإنفاق المفرط على الائتمان، ويخضع الإنفاق الزائد على الدخل لتخصيص الثروة وتوقعات الإنفاق وأهداف الادخار¹.

3.1 تأثير الاستدلال و التحيزات المعرفية

1.3.1 أثر تحيز الاستدلال على قرار الاستثمار

غالبًا ما تتأثر قرارات الاستثمار بالمعايير النفسية (أو المرتكزات)، والتحيز المولد الذي يؤثر بشكل مباشر على عائدات المستثمرين. يميل البشر إلى الاعتماد بشكل كبير على أول معلومة أثناء اتخاذ القرارات. عادة ما يتأثر قرار بيع أو الاحتفاظ بالسهم بسعر الشراء، والذي يعمل كمرساة مقابل القيمة الفعلية للسهم بناءً على تحليل عقلائي. و بالنظر إلى الأحداث السابقة نجد أن تحيز الاستدلال كان أحد أهم التحيزات التي وقع المستثمرون فريسة لها خلال انهيار فقاعة Dot-Com والأزمة المالية العالمية وأيضًا جائحة فيروس كورونا المستمرة².

2.3.1 تأثير التحيزات المعرفية في صنع القرار من قبل المستثمرين

في بيئة غير مؤكدة، يسعى كل مستثمر إلى تبني استراتيجية استثمارية مثالية، يجد نفسه منها بطريقة تفكير تبدو سهلة ومفيدة من حيث الوقت والكفاءة لتحقيق هدفه الحاسم المتمثل في الربح والخسارة من خلال صفقة استثمارية داخل السوق المالية. تتدرج هذه التوجهات قبل تنفيذ العملية في نطاق سلسلة السلوكيات الخاصة بالتاجر والتي تكون من أنواع مختلفة وفقًا لعدة عوامل، بما في ذلك شخصيته وعمره بما في ذلك تأثير عوامل المعتقدات والمعرفة وعلاقتها بعملية صنع القرار. وهذه العناصر المرتبطة بالإدانات الخاصة بكل فرد تسمح له بالتصرف بفعالية في حالات غير مؤكدة. ولهذا السبب يعتمد التجار على معرفتهم للاستجابة لأوضاع السوق المختلفة. بعبارة أخرى، في بيئة معادية وغير مؤكدة، يلتزم المستثمر عمومًا بما يعرفه جيدًا كأساس للتصرف والتفاعل داخل السوق المالية. ومع ذلك، فإن هذه المعرفة والمعتقدات ليست بالضرورة مثبتة، بل يمكن أن تمثل مصدرًا لقرارات دون المستوى الأمثل وخطيرة تؤدي إلى نتائج غير مرغوب فيها³.

إن تحيز الترسخ باعتباره تحيزًا إدراكيًا هو ميل للاعتماد بشكل مفرط على خط الأساس أو المعلومات السابقة لاتخاذ خيارات الاستثمار. وهي ميل الأفراد إلى بناء تقديراتهم وقراراتهم على مواقع مألوفة ومعتادة تسمى «نقاط التثبيت» وتعديل نقاط البداية الخاصة بهم (تسمى النقاط المرجعية)، تستعمل نقاط التثبيت كاستراتيجية

¹ Tai-Yuen Hon, Massoud Moslehpour, Kai-Yin Woo, Review on Behavioral Finance with Empirical Evidence, Advances in Decision Sciences, Volume 25 , Issue 4 , 2021, pp :7,8.

² Mansi Kwatra, Behavioral Finance and Stock Performance: Biases Influencing the Market, IOSR, Journal of Humanities And Social Science (IOSR-JHSS) Volume 25, Issue 7, Series 3, 2020, p :67.

³ Imad Talhartit, Sanae Ait Jillali, Mounime El Kabbouri, Behavioral Finance: How Are Traders' Financial Decisions And Performance Impacted By Behavioral Biases Under Uncertainty, International Journal Of Sciences Academic Research, 2022 03 (10), p:4594

للقرارات التي يتم اتخاذها في بيئة غير مؤكدة من قبل الأفراد الذين يخافون من المجهول والتغيير، والتي تأتي منها نظرية منظور كانمان وتفيرسكي (1979) Kahneman and Tversky، والتي يمكن استخدامها كوسيلة للتحليل لاتخاذ قرارات محفوفة بالمخاطر. فالنهج كما هو مبني على أشياء مألوفة، وبالتالي من الماضي، ينتج عنه تحيزات تؤثر على فعالية القرارات المتخذة، وتزيد من احتمال الوقوع في الخطأ. لهذا السبب، تقترح مانجوت (2008) Mangot، حلاً علاجياً، والتي تدعو المستثمرين إلى الحصول على رؤية شاملة للسوق، وبذل المزيد من الجهد في البحث عن المعلومات (العامة والخاصة على السواء) التي تصاحب وتساعد على حسن سير عملية صنع القرار، واختيار الاستثمار الأمثل¹.

3.3.1 أهمية التحميل الزائد للمعلومات ودور العوامل المعرفية

السؤال الذي يجب طرحه فيما يتعلق بافتراضات نظرية كفاءة الأسواق هو «هل يعالج المستثمرون هذه المعلومات بشكل منطقي وكفاء وصحيح ودقيق؟»، لقد قدم Faust (1984) هذه الملاحظة حول قدرات الحكم السيئة للعلماء والخبراء الآخرين حيث "تؤدي القيود المعرفية إلى أخطاء متكرر في الحكم وتضع قيوداً قاسية بشكل مدهش على القدرة على إدارة المعلومات المعقدة واتخاذ القرارات و قدم Statman في 2005 هذا المنظور: " لم يكن المستثمرون أبداً عقلانيين كما هو محدد في التمويل القياسي. لقد كانوا عادييين في عام 1945، ولا يزالون عادييين اليوم ". وفي السنوات الأخيرة، يشعر المستثمرون الأفراد والمهنيون الاستثماريون والأكاديميون الماليون أحياناً بالإرهاق إزاء كمية المعلومات المتاحة وخيارات الاستثمار الوفيرة مع تقدم تكنولوجيا المعلومات والإنترنت. تشمل هذه الأشكال الجديدة من الاتصال بالإنترنت محركات البحث عبر الإنترنت وغرف الدردشة ولوحات الإعلانات ومواقع الويب والمدونات والتداول عبر الإنترنت. بالنسبة للمستثمرين، توجد صلة مباشرة بين التحيزات المعرفية والاستدلال (القواعد الأساسية) التي يتبناها التمويل السلوكي والمشاكل المرتبطة بالحمل الزائد للمعلومات. يُعرّف الحمل الزائد للمعلومات بأنه « يحدث عندما تتجاوز طلبات معالجة المعلومات وقت الفرد لأداء التفاعلات والحسابات الداخلية العرض أو السعة الزمنية المتاحة لمثل هذه المعالجة ». في المستقبل، لا يمكن توقع تفاقم مشكلة «زيادة المعلومات» إلا عند النظر في الإحصاءات التالية من حيث الزيادة المتوقعة في المعلومات المتاحة المنسوبة إلى ثورة الإنترنت².

¹ Imad Talhartit, Sanae Ait Jillali, Mounime El Kabbouri, Behavioral Finance: How Are Traders' Financial Decisions And Performance Impacted By Behavioral Biases Under Uncertainty, International Journal Of Sciences Academic Research, 2022 03 (10), p:4594

² Frank j. Fabozzi, The Psychology Of Risk, The Behavioral Finance Perspective, Handbook Of Finance ,Volume 2, Investment Management And Financial Management,2008 , p91

2 أثر المزاج و التخوف من مخاطر المستقبل على الأداء الاستثماري

1.2 إدراك المخاطر وأثره على القرار الاستثماري

1.1.2 مدى معرفة المستثمر لمخاطر السوق

يمكن أن تكون العديد من الإخفاقات في التداول نتيجة للتحيزات النفسية المرتبطة بإثارة المودة بين المستثمرين والتي بدورها لها عواقب وخيمة. وبحسب الباحث Kabbaj (2011)، فإن التسلسل التالي يمكن أن يلخص الوضع:

التحيز النفسي ← أخطاء ← التدمير الذاتي

ليس فقط المشاعر، ولكن أيضًا المعرفة التي يجمعها الفرد خلال حياته المهنية والشخصية، لها تأثير قوي على قراراته أثناء العمل في السوق المالية. على الرغم من أن معرفة المستثمر تسمح له بتحليل أي وضع في السوق بسرعة قبل اتخاذ قراره، إلا أن هذا سيحدد أدائه الاستثماري. وكونك ناجحًا يعني أيضًا معرفة كيفية إدارة المخاطر، بالنسبة لأودين (1999) Odean تتم هذه الإدارة وفقًا للمكاسب أو الخسائر الأخيرة، بقدر ما يصبح المستثمر واثقًا جدًا ومتسرعًا بعد سلسلة الانتصارات، ولكنه حذر جدًا متجنبًا للمخاطرة بعد سلسلة الخسائر. وعلى العكس من ذلك، بعد سلسلة من الخسائر، يصاب المستثمرون بصدمة نفسية ويترددون في اتخاذ موقف. وبالتالي، فإن إدراك المخاطر في حالة معينة سيعتمد بشكل كبير على النتائج المسجلة خلال العملية الأخيرة¹.

2.1.2 النظرة المستقبلية للمخاطر من حيث التمويل السلوكي والشخصية المالية

من المعروف أن المخاطر هي عامل يشكل القرارات المالية للمستثمرين الأفراد. تحمل المخاطر المالية هو استعداد الأفراد للموافقة على اتخاذ قرار مالي في حالة حدوث أقصى قدر من عدم اليقين. بعبارة أخرى، فإن تحمل المخاطر هو حقيقة نفسية معقدة تعكس الموقف الفردي ضد المخاطر وفقًا لروزكوفسكي وديفي (2010) Roszkowski and Davey ، فإن تحمل المخاطر له خاصية ثابتة ومتغيرة. إما أن يظل كما هو مثل مجموعة دم الشخص أو يتغير مثل مزاج الشخص. لذلك، قد يكون من العبث وضع خطة استثمارية وفقًا لهذه السمة. في حين أن الأشخاص الذين يتحملون مخاطر عالية يقبلون أحيانًا متغيرة ومتضاربة، فإن أولئك الذين لديهم تحمل منخفض للمخاطر يفضلون اليقين. ولا يكفي فقط معرفة تحمل الفرد للمخاطر؛ لدى الفرد أيضا جوانب قياس أخرى مثل ميله إلى تحمل المخاطر، وهناك عامل آخر فعال مثل تحمل المخاطر في صنع القرار المالي وهو سمة الشخصية التي يتمتع بها المستثمر. فالشخصية هي مجموع الصفات التي تميز الفرد عن الآخرين والتي

¹ Imad Talhartit, Sanae Ait Jillali, Mounime El Kabbouri, Behavioral Finance: How Are Traders' Financial Decisions And Performance Impacted By Behavioral Biases Under Uncertainty, Previous Reference,2022, P :4595

يمتلكها الفرد بطبيعته ومكاسبه في وقت لاحق من حياته. جميع السمات مثل المشاعر والقدرات والدوافع والطبيعة والسمات الاجتماعية والجسدية والحركية والمعرفية والشخصية والقيم والمعتقدات والمواقف وآراء الناس هي مفهوم يشمل جميع جوانب السلوكيات البشرية ويشكل الشخصية، إذ يؤدي الضعف الشخصي والفردى في مواجهة التحيزات السلوكية وموقف المخاطرة وتفضيل الوقت دورًا هامًا في وضع استراتيجيات الاستثمار¹.

2.2 تأثير المزاج و الكفاءات

1.2.2 الكفاءة الذاتية المالية والدور المعتدل لمزاج الفرد

يعتبر المزاج شعورًا غير دائم في وقت محدد وبالتالي له تأثير كبير على قرارات التداول. بسبب العدد الكبير من الدراسات والأبحاث التي أجريت حول ارتباط عوائد الأسهم بالعوامل البيئية مثل الطقس وطول اليوم، حيث اكتسب الافتراض الذي يؤثر على سلوك المستثمر قبولًا شائعًا وتم طرح موضوع حظي باهتمام كبير في الأيام الأخيرة وهو كيفية تشكيل المزاج للمستثمرين من خلال العديد من الأحداث الدينية والثقافية والاجتماعية. عادة ما تشير الأدلة إلى أن المزاج والعواطف تلعب دورًا مهمًا في تحديد سلوك المستثمرين، فكلما زاد تعقيد نتائج القرارات كان التأثير أفضل في اتخاذ القرار، حيث يمكن لنهج المزاج المتفائل أن يرد المستثمرين المتفائلين مستعدين لقبول قرارات الاستثمار الأكثر خطورة.

لقد أجريت دراسة في فنلندا على المستثمرين المحليين وأظهرت النتيجة أن المزاج له تأثير كبير على سلوك المستثمرين. حيث يشعر الفرد الذي يتمتع بمزاج أفضل بالتفاؤل في تداول الأسهم وهذا أمر يبين أن هذا الفرد لديه قدرًا أكبر من القدرة على تحمل المخاطر. حيث أنهم تعلموا شراء الأوراق المالية لبيعها عندما يعرفون أن البيئة الخارجية مواتية مثل المزيد من أشعة الشمس أو وقت أطول من اليوم.

لقد قام Lepori سنة 2015 بإجراء أبحاث مختلفة داخل المختبر وخارجه في عدة مجالات للتحقيق في دور الحالة المزاجية في عملية صنع القرار في ظل ظروف خطر مختلفة. واستنتج من خلال النتائج أن المزاج يؤثر بسهولة على سلوك الأشخاص تجاه المخاطر والخيارات. حيث يتم التحقيق في موضوع الحالة المزاجية من خلال التلاعب به ومن خلال التعرض للمحفزات الخارجية مثل القصص القصيرة والصوت، الموسيقى ومقاطع الأفلام. بينما تفكر الدراسات الميدانية على الجانب الآخر في تأثير المزاج على قرارات الاستثمار

¹ Bilgehan Kübilay & Ali Bayrakdaroglu, An Empirical Research on Investor Biases in Financial Decision-Making, Financial Risk Tolerance and Financial Personality, International Journal of Financial Research, Vol 7, N° 2, 2016,p173.

تفترض استنتاجات أسواق الأسهم أن هذه العناصر البيئية تحفز المزاج ويمكن أن تحدث اختلافاً في التفاوض بشأن خيارات الحافظة¹.

3 التحيزات السلوكية والأداء الاستثماري

1.3 مدى ارتباط الأداء الاستثماري بالتحيزات السلوكية

1.1.3 علاقة الزخم والثقة المفرطة بالأداء الاستثماري

يقيس كل من Lin و Swanson أداء الاستثمار باستخدام ثلاثة معايير للعوائد (العوائد الأولية ، والعوائد المعدلة حسب المخاطر ، والعائدات المعدلة حسب الزخم) وذلك من خلال خمسة آفاق زمنية (يومية ، أسبوعية ، شهرية ، ربع سنوية ، سنوية). إنهم يدركون أن المستثمرين يحققون أداءً ممتازاً على المدى القصير ويدفعه جزئياً زخم السعر على المدى القصير بدلاً من المخاطرة، إن الأداء الممتاز يختفي أو يتدهور على المدى المتوسط والطويل وهذا يعني أن الأداء المتفوق يتم تحقيقه من خلال التأثيرات قصيرة المدى للطلب الزائد على الأسهم الرابحة في الماضي و/ أو العرض الزائد للأسهم الخاسرة الماضية بدلاً من أي ميزة معلومات مألوفة ، ويمكن للمستثمرين الاستفادة من فهم استراتيجيات النمو وتنفيذها بشكل أفضل (شراء الفائزين السابقين وبيع الخاسرين السابقين) وبالتالي يمكن أن تتسبب هذه السلوكيات في ارتفاع الأسهم الرابحة السابقة وانخفاض الأسهم الخاسرة الماضية على المدى القصير، ولكن ليس على المدى الطويل².

الأداء المتفوق قصير الأجل والذي يتحكم فيه بشكل أساسي زخم الفائزين أكثر من زخم الخاسرين يعني ضمناً أن سلوك الشراء لدى المستثمرين يخلق معلومات جديدة في السوق بحيث يكون لدى المستثمرين فرصة جيدة لتحقيق الربح في الأفق اليومي ولكن ليس أكثر من أسبوع. أو أكثر.

يحدد كل من ' Oberlechner و ' Osler ' تأثيرات مستوى الثقة المفرطة على عوائد الاستثمار التي يتم قياسها من خلال معدل عائد الاستثمار والخبرة التجارية ويعتقدان أن معدل العائد (أو الربح) على الاستثمارات يعرض بشكل موضوعي العائد على الاستثمارات ويتم تقييم معدل العائد من قبل المستثمرين بالنسبة لمعدلات ربح أمثالهم من المستثمرين وتعتبر خبرة المستثمر في التداول معياراً لمدى وجود المستثمر في سوق الأوراق المالية.

¹ Nisar Khan, Abid Usman, Muhammad Farooq Jan, The Impact Of Investor's Personality Traits Over Their Investment Decisions With The Mediating Role Of Financial Self Efficacy And Emotional Biases And The Moderating Role Of Need For Cognition And The Individual Mood In Pakistan Stock Exchange, Multicultural Education ,Volume 7, Issue 8, 2021 pp :769, 770.

² Le Phuoc Luong, Doan Thi Thu Ha, BEHAVIORAL FACTORS INFLUENCING INDIVIDUAL INVESTORS' DECISION-MAKING AND PERFORMANCE , Master thesis, umea university, suède, 2011, p p : 25,26.

لقد وجد هؤلاء الباحثون أن ربح الاستثمار لا يتأثر بالثقة المفرطة؛ ومع ذلك يمكن أن تؤثر الثقة المفرطة على تجربة التداول للمستثمرين الأفراد¹.

2.3 العوامل المؤثرة على الأداء الاستثماري

1.2.3 تأثير عدم تماثل المعلومات على أداء الاستثمار

أحد الاحتمالات هو أن المستثمرون الأفراد يدركون تماماً أنهم في وضع غير مناسب من حيث حصولهم على المعلومات الضرورية المرتبطة بالسوق من أجل التداول، حيث أنهم عند التداول يقومون بذلك فقط لأسباب غير مضاربة، بالخصوص عند احتياجات السيولة، وإعادة التوازن والضرائب. من الممكن أن يحتاج المستثمرون إلى شراء الأسهم لحفظها أو بيع هذه الأسهم بهدف الاستهلاك. في بعض الأحيان، قد يحتاج المستثمرون إلى إعادة موازنة محافظهم الاستثمارية لإدارة الأمور المتعلقة بالمخاطر والعائد. وبالتالي سيرغب المستثمرون في جني الخسائر الضريبية لتقليل فاتورتهم الضريبية. ولمواجهة هذه الاحتياجات من السيولة أو إعادة التوازن أو احتياجات إدارة الضرائب، يضطر مستثمرو التجزئة إلى التعامل مع مستثمرين آخرين قد يكونون على دراية أفضل بالمعلومات المتعلقة بالسوق. ومع ذلك، من الصعب التوفيق بين احتياجات التداول غير المضاربة ومعدلات المبيعات السنوية البالغة 250% للمستثمرين الأكثر نشاطاً بنسبة 20% في مجموعة بيانات LDB، وحجم المبيعات السنوي المقدر بـ 300% في تايوان، أو معدل دوران سنوي قدره 500% في الصين، علاوة على ذلك، يمكن للمستثمرين الذين لديهم احتياجات غير مضاربة غير عادية للتداول أن يخفصوا بشكل كبير من معلوماتهم غير المتماثلة وتكاليف المعاملات من خلال الاستثمار بتكلفة منخفضة في الصناديق المشتركة و بدون مصاريف².

2.2.3 مدى تأثير معنويات المستثمرين على الأداء الاستثماري

في النماذج المالية الكلاسيكية، كان الوكلاء دائماً يعتبرون ذو كفاءة و عقلانية، ولكن في الواقع عندما تنشأ مشكلة على مستوى اتخاذ القرار، يلجأ هؤلاء العملاء إلى الحساب الذهني وهذا يؤدي أحياناً إلى إساءة معاملة المعلومات. يتم تفسير سوء المعاملة بعد ذلك من خلال التحيزات السلوكية للمستثمرين، والتي بدورها تؤثر على سعر سوق الأوراق المالية للشركة.

لقد وثقت الدراسات التجريبية تأثير معنويات المستثمرين على الأسواق المالية، لكن أداء السوق الاقتصادي الأساسي لا يزال غير واضح. لافتقار الأدبيات إلى إجماع حول أفضل مقياس للمشاعر أو ما إذا كانت

¹ Le Phuoc Luong, Doan Thi Thu Ha, BEHAVIORAL FACTORS INFLUENCING INDIVIDUAL INVESTORS' DECISION-MAKING AND PERFORMANCE, Master thesis, umea university, suède, 2011, p p : 25,26

² brad m. Barbe , Terrance Odean, Handbook Of The Economics Of Finance, Chapter 22 « The Behavior Of Individual Investors »,2013, P :1547.

المشاعر تؤثر في الواقع على أداء سوق الأسهم. بينما تختبر الدراسات الحالية تأثير المشاعر على الأسهم الفردية ومحافظ الأسهم التي تكون تقييماتها ذاتية للغاية ويصعب مراجعتها¹.

المبحث الثالث: تفسير التشوهات الموسمية و ظاهرة الفقاعات

1 تفسير الحالات الشاذة في المفهوم السلوكي

1.1 الحالات الشاذة و تراجع السوق

1.1.1 أثر يناير

تأثير يناير، وهو أحد أكثر الحالات الشاذة امتدادًا في الأسواق المالية. تفترض فرضية كفاءة الأسواق أن الأسعار يتم تحديدها عشوائياً، وهذا يعني أنه لا يمكن تقديرها مع الأخذ في الاعتبار الأسعار السابقة. ومع ذلك، اختبر المحققون هذه الفرضية وأظهرت النتائج أن الأنماط الموسمية في مؤشر مثل لأسعار بورصة نيويورك في الفترة 1904 - 1974. بلغ متوسط العائد الشهري في يناير 3.5٪، على عكس الأشهر الأخرى التي كان فيها المتوسط حوالي 0.5٪. الثلث الكبير من النتائج حدث في يناير. هذه النتائج لم تظهر في مؤشرات الشركات الكبرى ذات المؤشرات المركبة، مثل مؤشر داو جونز الصناعي. ونظراً لأن المؤشر المتساوي هو متوسط أساسي لأسعار الشركات المدرجة في بورصة نيويورك، فإنه يوفر للشركات الأصغر وزناً أكبر من حصتها من القيمة السوقية. إن اكتشاف تأثير يناير على مؤشر متساوٍ فقط قد يلمح إلى أنه حدث مرتبط بمؤسسات صغيرة فقط. و لقد درس مؤلفون مثل Marc Reinganum هذا التأثير في يناير بسبب محتمل لذلك من خلال بيع الخسائر الضريبية. منطقياً هو أن أسعار الشركات التي انخفضت في الماضي ستخف أكثر في الأشهر الأخيرة من العام، حيث يبيع المالكون الأسهم للحصول على خسائر رأسمالية. وبعد العام الجديد، سترتفع الأسعار دون ضغوطات البيع. هذه الحجة لا تستند إلى عقلانية جميع الوكلاء. كما درس آخرون تأثير يناير في بلدان متنوعة، وكانت النتائج عالية بشكل خاص في خمسة عشر من ستة عشر. أما في دول أخرى تجاوزت مردودية شهر يناير متوسط عائد العام بأكمله. وعلى الرغم من أن الضرائب ذات صلة إلى حد ما بتأثير يناير، إلا أنها لا تقدم الإجابة الكاملة. على سبيل المثال، يوجد تأثير يناير في اليابان، حيث لا توجد ضريبة على أرباح رأس المال أو تعويض عن الخسائر. يحدث الشيء نفسه في البلدان ذات السنوات المالية المختلفة، أو في البلدان التي لم تكن فيها ضريبة أرباح رأس المال موجودة في الفترة قيد الدراسة².

¹ Ahmed Bouteska, Boutheina Regaieg, Loss Aversion, Overconfidence Of Investors And Their Impact On Market Performance Evidence From The Us Stock Markets, Journal Of Economics, Finance And Administrative Science, Vol 25, N° 50, 2020, P:452.

² Nerea Igoa Amunarriz, Behavioural Finance. From A Theoretical Approach To Empirical Application, MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS, ICADE BUSINESS SCHOOL, Universidad Pontificia Madrid, 2017, pp 33,34.

علاوة على ذلك، اكتشف كل من De Bondt و Thaler أن الشركات التي كانت أكبر الربحين أو الخاسرين على مدى فترة خمس سنوات تحقق بعد ذلك عوائد مفرطة في الاتجاه المعاكس. بعبارة أخرى، يقدم الفائزون نتائج سلبية، والخاسرون عائدات إيجابية، والتي تركزت في يناير و بصرف النظر عن ذلك، وجدت Tinic and West أن عوائد الأسهم الأكثر خطورة ليست موجودة فقط في يناير، وإنما الأسهم الأكثر خطورة لا تجلب المزيد من العوائد

وكننتيجة، يمكننا أن نقول أن أسعار الأسهم ترتفع في يناير، خصوصاً أسعار الشركات الصغيرة والشركات التي انخفضت أسهمها في السنوات الماضية. علاوة المخاطرة موجودة أيضاً تقريباً في يناير فقط للأسهم المحفوفة بالمخاطر.

2.1.1 أثر الدخول إلى البورصة

عادة ما يتم تقييم هذه المؤسسات بأقل من قيمتها الحقيقية، غير أنها تحقق أفضل العوائد مقارنة بالسوق على المدى القصير ثم يشهد أداؤها تراجعاً على المدى الطويل، ويصعب تفسير كلا الظاهرتين في نظرية كفاءة الأسواق المالية¹.

3.1.1 أثر يوم الأسبوع Day-of-the week anomaly

أحد الأدلة المعاكسة لافتراض السلوك العقلاني هو وجود «تأثير يوم الأسبوع». يمكن تعريف هذا الشذوذ في الرزنامة على أنه حالة شذوذ في يوم من الأسبوع في حين أن العوائد في يوم معين تكون مشتتة بشكل سلبي مقارنة بالأيام الأخرى. إنها حقيقة أن العائدات اليومية تتحرف عن التوزيع الطبيعي. حيث يعتقد العلماء أن هذا الشذوذ ناتج عن السلوك غير العقلاني للسوق والمستثمرين

سبب السلوك غير العقلاني للسوق والمستثمرين. Cross (1973) و French (1980) هما أول الباحثين الذين لاحظوا السلبية في أيام الاثنين والتي تسمى «تأثير يوم الأسبوع» و/أو «تأثير عطلة نهاية الأسبوع». بعد دراستهم، وجد Gibbons و Hess (1981) Rogalski (1984) وآخرون أيضاً النتيجة التجريبية المماثلة التي تقوي وجود هذا الشذوذ. وجد French و Roll (1986) و Damodaran (1989) أن تباين يوم الاثنين هو أكثر من ثلاثة أضعاف تباين أيام الأسبوع الأخرى. علاوة على ذلك، يرجع نسبة 3.4 في المائة من فرق العائد يوم الاثنين إلى التأخير في إعلانات الشركات بعد إغلاق يوم الجمعة. قام Gibbons و Hess (1981) بتعديل عوائد يوم الاثنين إلى متوسطات السوق، إلى العلاقات الذاتية والتغاير، لكنهما لم يجدا أي تفسير جوهري للشذوذ

¹ بن عيسى الهام، جديدين لحسن، بوزيان الرحمانى هاجر، أثر سلوك المستثمر المالي على عوائد الأصول المالية— اختبار نموذج العوامل الستة لبعض البورصات العربية، مجلة العلوم الاقتصادية و التسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، العدد 2، 2019، ص: 177.

الملحوظ. تطرق كل من Jaffe و Westerfield (1985) و Abraham و Ikenberry (1994) و Sias و Starks (1995) و Tong (2000) الأوامر التجارية يوم الإثنين كحدث مشروط يتعلق بالأسبوع السابق أو عودة الجمعة.

في المملكة المتحدة، تم التحقيق في «تأثير يوم الأسبوع» أولاً من قبل Board و Sutcliffe (1998) حاولت الورقة شرح «تأثير يوم الأسبوع» في المملكة المتحدة من خلال ربط خطأ القياس بين المبالغة في تقدير سعر إغلاق يوم الجمعة والتقليل من تقدير سعر إغلاق يوم الاثنين. علاوة على ذلك، اقترحوا أنه يمكن وصف جزء من «تأثير يوم الأسبوع» في سوق المملكة المتحدة من خلال الفجوة بين يوم التسوية والتداول. وأكد Agrawal و Tandon (1994) اللذان أجريا أيضاً تحقيقاً في تأثير يوم الاثنين في 18 دولة. و توصلت النتائج إلى أن «تأثير يوم الأسبوع» له أثر في أسواق متقدمة أخرى مثل إيطاليا وفرنسا وأثينا وتركيا وإيرلندا¹.

4.1.1 التأثيرات القمرية وتراجع السوق

في الهند ، يشير Krishna Paksha إلى مرحلة القمر الجديد بينما يشير Shukla Paksha إلى مرحلة اكتمال القمر. تعد مرحلة القمر مهمة في العوامل الثقافية الهندية ويمكن استخدام دراستهم لتسليط الضوء على جوانب مثيرة للاهتمام لتأثير الدورات القمرية في النموذج الهندي. من خلال الأبحاث التي أجريت تمت دراسة تأثير الدورات القمرية بشكل متزايد على نشاط وحركات سوق الأوراق المالية في مختلف الأسواق العالمية المختلفة، لقد قام Rotton و Kelley (1985) بفحص وجمع الأدلة من 37 دراسة مختلفة حول هذا الموضوع ، وخلصا إلى أن تأثيرات المرحلة القمرية أحدثت ضجة بدون أي فائدة ، أثبتت دراسة تكميلية قام بها مؤخرًا كل من Rotton Kelly و Culver (1996) أن تأثيرات الدورة القمرية في الدراسات الحالية كانت متقطعة وغير موثوقة وعادة ما تكون ذات فائدة عملية قليلة. حيث أبرزت العديد من الدراسات أن المستثمرين في سوق الأوراق المالية يتعرضون لمختلف التحيزات النفسية والسلوكية وتؤثر هذه التحيزات على قرارات الاستثمار المنطقية وتتراوح قرارات الاستثمار هذه من النفور من الخسارة ، والمخاطرة ، والثقة الزائدة ، إلى التقلبات المزاجية².

5.1.1 تأثير رمضان ومحرم

قام فاضل حسين (1998) بالتحقيق في آثار رمضان على سوق الأوراق المالية الباكستاني لأول مرة. في هذه الدراسة ، تم فحص تأثير شهر رمضان القمري على متوسط العائد وتقلب عوائد المخزون بإضافة متغير

¹ Rayenda Khresna Brahmana, Chee-Wooi Hooy and Zamri Ahmad, Psychological factors on irrational financial decision making Case of day-of-the week anomaly, Irrational financial decision making, Vol. 28 No. 4, 2012, p :238.

² Dr. Kanwal Nayan Kapil , LUNAR PHASES AND STOCK RETURN: INDIAN STUDY , International Journal of Business and Economics , Vol 6, N° 2, 2021, P :318

وهي في نماذج GARCH لدالة الانحدار و أظهرت نتائج بحثه انخفاضاً كبيراً في تقلبات البورصة خلال شهر رمضان ، على الرغم من أن متوسط العوائد لم يتغير بشكل كبير .

كما قام سيد وآخرون (2005) باستخدام نماذج GARCH وبيانات السوق السعودية لدراسة العلاقة بين التقلبات وتأثيرات الرزنامة مثل شهر رمضان و أظهرت هذه الدراسة نمطاً منهجياً لتقليل التقلبات خلال شهر رمضان، مما يدل على انحراف يمكن التنبؤ به في تسعير مخاطر السوق. وأظهر اختبار بيانات التداول أن هذه الانحرافات تتماشى مع تراجع التداولات خلال شهر رمضان. وأظهرت النتائج التي توصلوا إليها أن متوسط عائد المخزون في هذا الشهر لم يتغير كثيراً عند مقارنته بالأشهر القمرية الأخرى. في حين انخفض تقلب عوائد الأسهم بشكل كبير في هذا الشهر والذي قد يكون بسبب تراجع أنشطة المضاربة الرمضانية في سوق الأسهم السعودية¹.

لقد قام العسوس Al-Ississ (2015) بدراسة آثار شهر رمضان والعاشوراء على عوائد البورصة اليومية لعشر دول إسلامية وخلص إلى أن عوائد الأسهم زادت بشكل كبير في اليومين الأخيرين من الشهر وأصبح مستوى تأثير اليوم الفضيل ثابت. لقد خلص أوزليم و آخرون(2018) إلى أنه من بين 16 سوقاً مالياً إسلامياً ، حققت 13 دولة عوائد كبيرة في الأسهم خلال شهر رمضان ماعدا بورصة البحرين وبورصة الدار البيضاء وبورصة ماليزيا كانت لها نتائج سلبية وغير مهمة. كما درس سلمان إيراج النجف وآخرون. (2018) بورصتي إيران والعراق وحلل آثار التقويم الهجري على أسعار الأسهم تحديداً في الأشهر الفضيلة، أي محرم ، رجب ، ذي القعدة ، ذي الحجة . وخلصت الدراسة إلى عدم وجود فرق جوهري في أسعار الأسهم في الأشهر الفضيلة والأشهر الأخرى العادية. ومع ذلك، فقد لوحظ بشكل ملحوظ أن أسعار الأسهم في الأشهر الفضيلة من رجب وذي القعدة لها فرق كبير مقارنة بالأشهر الأخرى في البورصة الإيرانية. لقد تم تقديم الأبحاث حول التقويم الإسلامي على نطاق واسع، ولكن لا تزال هناك فجوة موجودة في الأبحاث حول التقويم الهجري بناءً على التأثير القمري، أي تأثير القمر الكامل والقمر الجديد على عوائد الأسهم في الدول الإسلامية².

¹ Reihaneh Sarafnejad , The Effect of Lunar Calendar on Stock Market Returns , Science Arena Publications, International journal of Business Management, Vol, 4, n° (1), 2019, : P :27.

² Nur Liyana MOHAMED YOUSO ,and others, Lunar Effect on Stock Returns and Volatility: An Empirical Study of Islamic Countries, Journal of Asian Finance, Economics and Business, Vol 8, N° 5 , 2021, P :535.

2.1 أثر الحجم و الزخم و إضافة ورقة مالية جديدة

1.2.1 أثر الحجم

لاحظ (banz(1981 وجود أوراق مالية لها نفس معدل الخطر لكن عوائد المؤسسات المسعرة صغيرة الحجم أكبر من عوائد المؤسسات كبيرة الحجم، وهذا يتنافى مع نظرية الكفاءة فارتفاع علاوة الخطر يعني بأن هذه المؤسسات تواجه إضافة إلى الخطر النظامي خطر السيولة لصغر حجم التداول اليومي لأوراق هذه المؤسسات، فبيع أو شراء كمية كبيرة من أوراقها يمكن أن يتسبب في تذبذب كبير للسعر وهذا ما يجعل هذا النوع من الأوراق غير مرغوب فيه من قبل المستثمرين¹.

2.2.1 أثر الزخم: الزخم هو ناتج عن ضعف رد الفعل من قبل المستثمرين تجاه المعلومات الجديدة. يفسر رد الفعل الضعيف من خلال نظرية التوقع التي قدمها men و (1979) tevresky حيث أشار لعدم تماثل لدى المستثمرين تجاه الربح والخسارة، لكون أن الألم الناتج عن الخسارة يفوق المتعة الناتجة عن الربح، مما يؤثر في توقيت القرارات الاستثمارية، و يدفع بالمستثمرين لبيع الأسهم الربحة للتو، والاحتفاظ بالأسهم الخاسرة لوقت طويل، تجنباً للخسارة، فعند ورود معلومة مواتية جديدة، لا يرتفع سعر السهم للمستوى الذي يعكس تلك المعلومات التي تعبر عن قيمته الحقيقية، ذلك بسبب البيع السابق للأوان أو ضعف الشراء، أما عند ورود معلومة غير مواتية، فالسعر لا يهبط للمستوى الذي يعكس فيه تلك المعلومات نظراً لضعف البيع، نتيجة كره المستثمر للخسارة، مما يؤدي إلى رد فعل بطيء تجاه المعلومات الجديدة والاستمرار في نمط العوائد السابق².

كانت النماذج السلوكية أكثر نجاحاً في تفسير حالات الشذوذ في أسعار الأسهم المتعلقة بالمبالغة في رد الفعل، ونقص رد الفعل، واستراتيجيات الزخم، وسلوك القطيع، وتأثير حجم الشركة، وقد أجريت عدة دراسات في مجال آثار السلوكيات المالية على قرارات الاستثمار التي يتخذها المستثمرون الأفراد في مختلف الأسواق حول العالم، من أجل تحديد العوامل الرئيسية التي قد تؤثر على عملية صنع القرار. سلط Barber et Odean (1999) في دراستهما الضوء على خطأين شائعين يرتكبهما المستثمرون هما التداول المفرط والميل إلى التمسك بشكل غير متناسب بخسارة الاستثمارات أثناء بيع الفائزين، بالإضافة إلى أن هذه التحيزات المنهجية ترجع أصولها إلى علم النفس البشري.³

¹ بن عيسى الهام، جديدين لحسن، بوزيان الرحمانى هاجر، أثر سلوك المستثمر المالي على عوائد الأصول المالية- اختبار نموذج العوامل الستة لبعض البورصات العربية، مرجع سابق، ص:177.

² هزاع مفلح، أثر استخدام استراتيجيات الزخم، وتفسير عوائده في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة حماة، المجلد5، العدد، 22، 2022، ص:92.

³ Talal Alquraan, Ahmad Alqisie, Amjad Al Shorafa, Do Behavioral Finance Factors Influence Stock Investment Decisions of Individual Investors? (Evidences from Saudi Stock Market) American International Journal of Contemporary Research ,Vol 6, N° 3, 2016, P162

و بالتالي يستنتج الباحث أن زخم الأصول المالية يمكن أن يؤدي إلى الخوف من الخسارة في المستقبل ويؤثر على الإصرار على الاستثمار في الأصول المالية. كما يعتبر مصدرًا للخوف والتشوهات النفسية لدى الأفراد والمؤسسات.

3.2.1 أثر إضافة ورقة مالية جديدة إلى مؤشر السوق

من خلال دراسة Shleifer سنة 1980 للأثر الناتج عن إضافة ورقة مالية إلى عينة مؤشر الأسعار، حيث توصل إلى أن سعرها يرتفع بمجرد إضافتها إلى العينة، حيث يمكن أن يصل هذا الارتفاع إلى نسبة 3%، وهذا ما لا يتوافق مع افتراض النظرية التقليدية لكفاءة السوق والتي تنص على أن الأوراق المالية المتداولة في نفس السوق تكون متماثلة و تشكل بديل أمثل فيما بينها¹.

3.1 أثر معنويات المستثمرين والقيمة الدفترية على عوائد الأسهم

1.3.1 أثر معنويات المستثمرين

تتمثل إحدى القضايا المهمة في ما إذا كانت معنويات المستثمرين لديها القدرة على التأثير على عوائد الأسهم، وهو ما يعتبره معظم الممارسين بديهياً. لكن نظرية التمويل التقليدية لها دور ضئيل في المعنويات في تسعير الأصول. تشير الأدبيات السلوكية الحديثة عن وجود أدلة على معنويات المستثمرين التي تؤثر على عوائد الأسهم، بحيث يكون التأثير أكثر وضوحاً بالنسبة للأسهم التي يصعب تقييمها و/أو يصعب مراجعتها وتشمل هذه الفئة الأسهم الصغيرة، والمخزونات الصغيرة، والأسهم غير المربحة، والأسهم المتطرفة، عندما تكون معنويات المستثمرين عالية، فإن العوائد اللاحقة لهذه الأنواع من الأسهم تميل إلى أن تكون منخفضة نسبياً، والعكس صحيح. تتنوع أسباب التقلبات في معنويات المستثمرين، وفي بعض الحالات، يمكن أن تكون تافهة تماماً. يقدم Hirshleifer and Shumway (2003) دليلاً على أن العائدات اليومية عبر أسواق العالم تتأثر بالطقس في مدينة البورصة الرائدة في البلاد. لسوء الحظ، فإن استراتيجية استغلال هذه القدرة على التنبؤ بالعوائد تتضمن تداولاً متكرراً للغاية، وقد تؤدي تكاليف التداول إلى القضاء على أي مكاسب متاحة لمعظم المستثمرين. Levi و Kamstra, Kramer (2003) يقدمون دليلاً مشابهاً، يُظهر أن العودة في بلدان مختلفة خلال العام مرتبطة بساعات النهار، هذه نتيجة قد تكون مرتبطة بحدوث اضطراب عاطفي موسمي و تأثير المشاعر واضح في مختلف المجالات، فعلى سبيل المثال، يوضح Gemmill and Thomas (2002) أن معنويات تجار الضوضاء، كما هو الحال مع تدفقات صناديق مستثمري التجزئة، تؤدي إلى تقلبات في خصم

¹ حاج صحراوي حمودي، برامة ريمة، محاولة قياس اثر التشوهات اليومية و الموسمية على عوائد الأسهم في اطار نظرية المالية السلوكية دراسة حالة سهم شركة بيجو خلال الفترة 2010 - 2016، مرجع سابق، ص: 125.

رؤوس الأموال المغلقة. وتجدر الإشارة إلى أن أحد مقاييس المشاعر التي لا تنتبأ بالعائدات هي المشاعر الحالية - الصاعدة أو النازلة - لكتاب النشرة الإخبارية للاستثمار. بدلاً من ذلك، تنتبأ عائدات الماضي القريب بمشاعر الكتاب، و الذي بدوره ، ليس له علاقة بالعائدات المستقبلية¹.

2.3.1 أثر القيمة الدفترية

أشار Basu 1977-1983 إلى أن الشركات التي حققت نسبة كبيرة من نسبة السعر إلى الربح (P/E) تحقق عوائد غير عادية إيجابية بالنسبة لنموذج تسعير الأصول المالية ، كما أشار إلى أن العوائد الإيجابية غير العادية ترتفع في محافظ الأسهم ذات توزيعات الأرباح العالية، أو الأسهم ذات قيمة دفترية سوقية عالية، ولقد أشار Ball 1978 إلى أن هذه الأدلة حول العوائد غير العادية من المرجح أن تعني خطأ في نموذج تسعير الأصول المالية وليس كفاءة سوق رأس المال، لأن الخصائص التي من شأنها أن تجعل المستثمر يعتمد هذه الاستراتيجية لإضافة شركة في المحفظة هي مستقرة عبر الزمن وسهلة المراقبة، وبعبارة أخرى فإن الدوران وتكاليف الصفقات ستكون منخفضة، وبالتالي إذا تم التأكد من أن هذه الاستراتيجية تحقق أرباح غير عادية فإنها ستكون متاحة لعدد كبير من المراجحين المحتملين بتكلفة منخفضة جداً².

2 انعكاس ظاهرة الفقاعات على قرار المستثمر

1.2 تفسيرات النظرية المالية السلوكية لظاهرة فقاعات المضاربة في السوق

1.1.2 مفهوم فقاعات المضاربة

يشير مصطلح «فقاعة» في العلوم المالية عموماً إلى حالة يكون فيها سعر الأصل أعلى بكثير من السعر والقيمة الأساسية لذلك الأصل. حيث ترتفع أسعار الأصول المالية أو مجموعة الأصول المالية بشكل كبير على مدار الفقاعة، ليظهر سجلات النماذج النظرية في التمويل أن المضاربة يمكن أن تؤدي إلى تجاوز الأسعار وفقاعات الأسعار، و عليه فإن انحراف سعر الأصل عن سعر التوازن طويل الأجل يسمى فقاعة. في الواقع عندما يختلف سعر الأصل أو الخدمة عن السعر المقصود في المستقبل تنشأ مشكلة الفقاعة. والفقاعة هي جزء من سعر أصل لا يمكن تحديده بالمبادئ المنصوص عليها في الأنماط الأساسية. ستحدث الفقاعة المالية عندما يرتفع سعر الأصل، مثل الأسهم أو العقارات، فجأة، لأسباب غير منطقية.

يمكن اعتبار الفقاعة زيادة سريعة في أسعار الأصول في عملية مستمرة. وبوجه عام، يرد المفكرون والمؤيدون للنظرية المالية الجديدة الفقاعة إلى عدم كفاءة السوق وتكوين توقعات خاطئة بسبب عدم كفاية المعلومات وغموضها أو الاستخدام غير الصحيح لأنماط التقييم؛ في حين أن مؤيدي السلوك المالي يستشهدون

¹ Alistair Byrne, Mike Brooks, Baillie Gifford , Behavioral Finance: Theories and Evidence , The Research Foundation of CFA Institute, 2008, p :3.

² برامة ريمة، أثر المالية السلوكية على تقلبت عوائد المحافظ الاستثمارية،- دراسة حالة بورصة باريس و لندن- مرجع سابق، ص:102.

بالعوامل النفسية والنفسية للسوق باعتبارها السبب الرئيسي لفقاعة الأسعار إذ يعتبر الباحثون الماليون المعاصرون الفقاعة نتيجة لعفوية التوقعات ويعتبرها مؤيدي السلوك المالي نتيجة لسلوك يشبه القطيع، يتناول Fama افتراضين مهمين هما : عقلانية المستثمرين وعدالة أسعار السوق، لكن هذين الافتراضين تم انتقادهما حيث، لا يستوفي المستثمرون فرضية العقلانية الكاملة ولديهم قدرة ضعيفة على تفسير المعلومات والتجارة حسب الرغبة إذ تؤدي المطاردات الواسعة النطاق إلى تأثير معنويات السوق على أسعار الأسهم وترتفع أسعار الأسهم إلى الحد الذي تتجاوز فيه مستواها الأساسي، وهذا يخلق فقاعة أسعار، وعندما تتجمع الفقاعة إلى نقطة معينة، تنفجر ثم تتخفف أسعار الأسهم بسرعة، وتتسبب في خسائر فادحة للمستثمرين إذا لم يتم التحكم في الفقاعة في الوقت المناسب، فسوف تتوسع وتنفجر تدريجياً، مما سيؤثر على الأمن المالي للبلاد ويخلق سلسلة من الآثار السلبية لذلك، فإن منع وتحييد مخاطر سوق رأس المال، ومنع عرض المخاطر بين القطاعات وضمان أن تكون النتيجة الرئيسية لمنع المخاطر المنتظمة مهمة للحفاظ على استقرار سوق رأس المال والسوق. عندما يدرك التجار سلوك القطيع في السوق، فإنهم يرفعون الأسعار أكثر ويجذبون المزيد من المستثمرين للشراء. من خلال ضخ المزيد من الأموال في السوق، يصبح تأثير القطيع وسلوك الشراء أكثر حدة. لذلك، فإن هؤلاء المستثمرين معرضون بشدة للمعلومات الأجنبية ويغيرون دائماً استراتيجيتهم الاستثمارية الرئيسية ويمكنهم تشكيل التوقعات من خلال التقليد والتعلم المتبادل¹.

2.1.2 العوامل التي تقف وراء فقاعة المضاربة

هناك عدة عوامل يمكن أن تساعد في تفسير فقاعات المضاربة. موضحة حسب مايلي² :

(أ) العوامل الهيكلية:

- وصول تكنولوجيات جديدة في الوقت الذي تتزايد فيه الأرباح بقوة؛
- التغييرات الثقافية المفضلة لنجاح التجارة أو ظهورها؛
- الزيادات الكبرى في عدد المواليد "THE BABY BOOM" وأثارها المتصورة على السوق؛
- التوسع في التغطية الإعلامية حول الأخبار الاقتصادية؛
- توقعات المحللين المتفائلة بشكل متزايد؛
- نمو الصناديق المشتركة؛

¹ Hamidreza Kordlouie, Ali Ramezani, Fraydoon Rahnamay Roodposhti, Shadi Shahverdiani, Providing A Behavioral Model For Measuring The Stock Price Bubble In The Capital Market, International Journal Of Finance And Managerial Accounting, Vol.7, No.27,2022, p244.

² Malena Johnsson, Henrik Lindblom, Peter Platan, Behavioral Finance - And the Change of Investor Behavior during and After the Speculative Bubble At the End of the 1990s, Master's Thesis in Finance, school of economics and management, lund university , suède, 2002,p24.

- تراجع التضخم وآثار الوهم النقدي؛
- التوسع في حجم التجارة: الوسطاء والمتداولون اليوميون وأربع وعشرون ساعة تجارة؛ ارتفاع فرص القمار .
- ب) العوامل الثقافية:
 - وسائل الإعلام ؛
 - الاقتصاد الجديد؛
 - الاهتمام العام بالسوق.
- ج) عوامل نفسية:
 - التوقعات والعواطف؛
 - خبرة شخصية؛
 - الحاجة للسيطرة.

2.2 فقاعات المضاربة عبر التاريخ

1.2.2 الانهيار العظيم عام 1929

في أواخر العقد الأول من القرن العشرين ، أصبح الأغنياء أكثر ثراءً بسرعة أكبر وأصبح الفقراء أقل فقراً. وبسبب هذا السياق ، أتاحت الأسواق المالية والعقارية الفرصة للثراء بأقل جهد، وبالتالي تحقيق الحلم الأمريكي الاتجاه المعاكس في السنوات السابقة، إذ أدى ذلك إلى زيادة الطلب في سوق العقارات في جميع أنحاء الولايات المتحدة ، لا سيما في فلوريدا وكان ينبغي أن يكون تحذيراً مسبقاً لما سيحدث في عام 1929. كانت المشكلة في الوصول إلى هذا أن الأفراد اعتقدوا ببساطة أنه كان من المفترض أن يكونوا أكثر ثراءً ، بغض النظر عن قيود عقليتهم، أي قيود معرفية قائمة على العقلانية المحدودة وعلى استخدام الاستدلال الذي يمكن أن يكون قراراً متحيزاً، لقد كانت المخاطرة والقرارات غير العقلانية هي النظام السائد في كل يوم. ولدت صناعة كاملة لتقديم الخدمات للمستثمرين في سوق الأوراق المالية مثل شركات الوساطة والبنوك الاستثمارية وصناديق الاستثمار. حيث كان خلق الفقاعة أمراً لا مفر منه¹.

2.2.2 فقاعة الزنبق في هولندا

ربما يكون أقدم مثال معروف هو فقاعة الزنبق في هولندا التي بدأت في عام 1634 وانفجرت في فبراير 1637 وسط الانبهار العام بالأنواع النادرة من زهور الزنبق بين الهولنديين، ارتفعت أسعار بصيالات الزنبق

¹ Rui Miguel Silva, José António Filipe, Ana Costa , Investor Behavior in Extreme Situations of Speculation and Crash: An Approach based on Iterated Prisoner's Dilemma, Int. J Latest Trends Fin. Eco. Sc., Vol 2, N° 3, 2012 P :177.

النادرة، مما جذب انتباه المضاربين. منذ أن كان معروضها نادراً ومحدوداً للغاية على المدى القصير سجل ارتفاعاً قياسياً للطلب بسبب تدفق المضاربين، وارتفعت الأسعار بسرعة وسط تعاملات كثيفة وفي ذروة الفقاعة، بيعت بصيلة زنبق واحدة بما يعادل 60 ألف دولار في اليوم¹.

3.2.2 فقاعات المضاربة وانهايار سوق الأسهم النيجيري

كان انهايار سوق الأوراق المالية النيجيري غير مسبوق في تطوره التاريخي منذ عام 1960 إلى يومنا هذا، حيث سجلت قيمته السوقية لهذا السوق انخفاضاً قياسياً بمعدل 13.5 تريليون نيرة في الربع الأول من عام 2008 و 6 تريليون نيرة في نهاية العام، كما سجل مؤشر All-Share (الذي يقيس حجم واتجاه حركة الأسعار العامة) انخفاضاً قياسياً من حوالي 66000 نقطة أساس إلى أقل من 22000 نقطة في نفس الفترة كان ذلك نتيجة فقاعة المضاربة. ارتفاع لا يمكن تبريره في الأسعار ناجم عن سلوك الشراء لدى المستثمرين وليس من خلال معلومات حقيقية وأساسية عن القيمة حيث شهدت جميع اتجاهات أسعار الأسهم انخفاضاً مطلقاً، مع تسجيل ارتفاع في العرض مقارنة بالطلب ونتيجة لذلك، افتقرت العديد من الأسهم المدرجة إلى السيولة لأن حاملها كانوا محاصرين غير قادرين على تحويلها إلى نقد لتلبية احتياجاتهم الاستثمارية المحلية وغيرها وفجأة انفجرت الفقاعة وانهار السوق².

3 دلائل تأثير التحيزات السلوكية على قرار الاستثمار.

1.3 الأبحاث و الدراسات السابقة في هذا المجال

1.1.3 أدلة على السلوك غير العقلاني

أظهرت جميع الأبحاث والاستطلاعات في مجال التمويل السلوكي دليلاً على ضعف المستثمر تجاه العوامل والتحيزات السلوكية، وأثبتت عن عدم رشادة المستثمر من خلال السلوك غير العقلاني في اتخاذ القرارات المالية. وفيما يلي قائمة بالدراسات التي أجريت خلال العقد الماضي³:

* فحص دور التمويل السلوكي وعلم نفس المستثمر في صنع القرار الاستثماري في بورصة نيروبي، والتحيزات السلوكية مثل التمثيل، والثقة المفرطة، والترسخ، ومغالطة المقامر، والتوافر، والنفور من الخسارة،

¹ Anna Scherbina, Asset Price Bubbles: A Selective Survey , International Monetary Fund working paper, wp/13/15 , 2013, P :6.

² Nduka, Afamefuna Joseph, Appraisal of Change in Regional and Global Financial Crisis (A Study of Investors' Behaviour during and after the Speculative Bubbles and Crash of the Nigerian Capital Market), African Journal of Education, Science and Technology,, 2013 Vol 1, N°2, p :3.

³ Mr. Ghalmi Ettayib, Dr. BOUDJERFA Bennacer, Investor behavior & financial decisions, Journal of Economic Integration, Vol: 06 - Issue: 02, 2018, pp 162, 163.

والنفور من الندم، والمحاسبة العقلية أثرت على قرارات المستثمرين، وأظهرت سلوك القطيع في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

* دراسة أجراها (نيك ماهيران، Nik Maheeran, 2009) أن العديد من المستثمرين مفرطون في الثقة. كما يعتقد معظم المستثمرين أنه يمكنهم التغلب على السوق على الرغم من الأدلة التاريخية التي تشير إلى خلاف ذلك.

2.1.3 أدلة على الثقة المفرطة والتفاؤل وقرارات الاستثمار والتمويل

تُظهر العديد من الأدلة الجوانب المشرقة والمظلمة للثقة المفرطة والإفراط في التفاؤل التي اقترحتها النماذج النظرية، في الجانب المظلم يكسب أصحاب العروض في المتوسط عوائد منخفضة من عمليات الاستحواذ، ومن المرجح أن يقوم المسيرين الأكثر تفاؤلاً بعمليات الاستحواذ، ويتفاعل السوق بشكل سلبي أكثر مع عروضهم كما يستخدم الرؤساء التنفيذيون المتفائلون أيضًا تمويلًا خارجيًا أقل، لا سيما الأسهم، و التمويل قصير الأجل. يعتبر استثمار الشركات التي يكون مديروها مفرطين في التفاؤل (كما يمكن رؤيته من خلال الاحتفاظ طوعياً بحقوق الملكية في الشركة) أكثر حساسية للتدفق النقدي. يشير هذا إلى أن هؤلاء المديرين يعتبرون شركاتهم مقومة بأقل من قيمتها، مما يجعل رأس المال الخارجي يبدو مكلفًا بالنسبة لهم. على الجانب الإيجابي، ينفق المديرون المتفائلون بشكل مفرط المزيد على البحث والتطوير ويحصلون على المزيد من براءات الاختراع بالنسبة إلى إنفاقهم على البحث والتطوير، ربما بسبب استعداد أكبر لتحمل المخاطر. يشير تفاؤل المحللين بشأن التوقعات طويلة الأجل إما إلى أن المحللين مفرطين في التفاؤل أو أنهم يقدمون توقعات صعوديه لأسباب تتعلق بالوكالة. يشير ارتباط المواقف السياسية للمحللين بالتفاؤل المتوقع إلى أن العوامل النفسية تلعب دورًا¹.

إن ميل البشر إلى الإفراط في الثقة يؤدي إلى التحيز الأول لدى المستثمرين، والرغبة البشرية في تجنب الندم تحفز الثاني. لقد قام كل من Kent and Titman (1999) في دراستهما بشرح لماذا من المرجح أن يكون المستثمرون أكثر ثقة وكيف يؤثر هذا التحيز السلوكي على قرارات الاستثمار. حيث يقترحون أن ثقة المستثمرين المفرطة يمكن أن تولد زخمًا في عائد الأسهم ومن المرجح أن يكون تأثير الزخم هذا هو الأقوى في تلك الأسهم التي يتطلب تقييمها تفسير المعلومات الغامضة، وأضافوا أن استراتيجيات المحفظة التي يمكن أن تقترحها نظرية الثقة المفرطة تولد عوائد عالية للغاية ومستمرة².

¹ David Hirshleifer, Behavioral Finance, Annual Review of Financial Economics, Vol. 7 , 2015, p 140.

² Talal Alquraan, Ahmad Alqisie, Amjad Al Shorafa, Do Behavioral Finance Factors Influence Stock Investment Decisions of Individual Investors? (Evidences from Saudi Stock Market) American International Journal of Contemporary Research ,Vol 6, N° 3, 2016, P162

2.3 اسهامات المالية السلوكية في تفسير القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية

1.2.3 مساهمات وحدود التمويل السلوكي

التمويل السلوكي يساهم في اقتراح فرضيات أكثر واقعية لفهم السلوك المالي. كل سمة سلوكية تفسر ظاهرة في السوق، وكان هذا مرتبطاً سابقاً بالنموذج الكلاسيكي الذي للأسف لم يستطع تقديم تفسير مناسب يدعو إلى التشكيك في فعالية ورفض النموذج الجوهري للعقلانية الذي يشكل ثورة حقيقية، مما يجعل التمويل أحد أكثر المجالات المثمرة. في الواقع، ومن خلال البحث عن تفسير الحالات الشاذة، نلاحظ أن الفرصة أصبحت سامحة للباحثين للاهتمام بالعلوم المعرفية والاجتماعية، مع تجديد العوامل التي تؤثر على صنع القرار البشري.

إن أحد أبرز الانتقادات الموجهة للتمويل السلوكي هو احتفاظها بافتراض فردي يركز على قرار واحد ووحيد، علماً أن غالبية المؤلفين السلوكيين يقترحون نموذجاً للاقتصاد الجزئي و يعجزون على تقديم نموذج عام يلبي انتقادات الكفاءة، عندما لاحظ المؤلف أن النتائج التجريبية تبطل حجة الكفاءة، أشار إلى أن المحتجين لم يتمكنوا أيضاً من تقديم نموذج عام لشرح عدم فعالية المسار. لذلك، يؤكد على الحدود الحقيقية لأساليب التمويل السلوكي. أدت طبيعتها الاستقرائية والواقعية إلى اكتشاف العوامل التي تفسر السلوك المالي دون القدرة على اقتراح نموذج يشمل عموماً تأثير كل هذه العوامل في تكوين الأسعار. وبالتالي إن غياب مثل هذه النظرية يجعل من الممكن التشكيك في الخلاف العلمي لنموذج التمويل السلوكي¹.

وجد Kahneman و Tversky سنة 1973 أن المستثمرين يتنبؤون باستمرار بنتائج غير مؤكدة. لقد أشار Rabin (1998) إلى أن الناس يميلون إلى التركيز بشكل كبير على أدلة بارزة لا تتسنى، حتى لو كانت لديهم معلومات أفضل. بمجرد تكوين فرضية قوية، غالباً ما يكون الناس غير مهتمين بالمعلومات الجديدة التي تتعارض مع افتراضاتهم، لكنهم غالباً ما يسيئون تفسير الأدلة الجديدة على أنها دعم إضافي لافتراضاتهم الأصلية. وجدت نظرية الاحتمالات التي طورها Kahneman و Tversky (1979) أن المستثمرين يترددون في بيع الأسهم الخاسرة. علاوة على ذلك، وجد Kahneman و Riepe (1998) أن انحرافات المستثمرين عن مبادئ العقلانية الاقتصادية منتشرة ومنهجية. على نفس المنوال، حيث يميل المستثمرون إلى المبالغة في تقدير الأخبار الأخيرة وتقليل وزن أخبار السعر الأساسي. لقد وجد كل من De Bondt و Thaler (1985-1987) أن المستثمرين يبالغون في رد فعلهم تجاه الأحداث أو المعلومات الجذرية أو غير المتوقعة. ووجدوا أن محافظ الخاسرين السابقين تتفوق في الأداء على محافظ الفائزين السابقين على المدى الطويل. نظراً لاعتماد

¹ Assia Kamoune, Nafii Ibenrissoul, Traditional Versus Behavioral Finance Theory, International Journal Of Accounting, Finance, Auditing, Management And Economics, Volume 3, Issue(2-1), 2022, Pp, 292.293.

المستثمرين على الاستدلالات التمثيلية ، فقد أصبحوا مفرطين في التفاوض بشأن الفائزين الجدد ومتشائمين للغاية بشأن الخاسرين الجدد¹.

3.3 مقارنة بين التمويل القياسي و السلوكي في دراسة السوق وقرار الاستثمار

1.3.3 الجوانب الإيجابية والسلبية للتمويل السلوكي والقياسي

لكل من نظرية التمويل المعياري والسلوكي، مثل جميع النظريات الأخرى لها نقاط قوتها وضعفها تكمن القوة الرئيسية لنظرية كفاءة الأسواق في طبيعتها المنهجية، بينما يتمثل الضعف الرئيسي في اعتمادها على الافتراضات غير الواقعية، مثل افتراض التوقعات المتجانسة والعقلانية الكاملة لجميع المشاركين في السوق، من ناحية أخرى يتميز التمويل السلوكي بغياب النظامية والتوحيد، أي الاعتماد على النماذج التي تنفقر إلى الاتساق والتوحيد المتبادلين. هذه الميزة هي أبرز نقاط ضعف التمويل السلوكي، في حين أن حقيقة الافتراضات الأولية هي قوتها الرئيسية. يعتبر Shefrin أنه ليس من الصعب استنتاج أن القوة الرئيسية للتمويل القياسي هي أيضًا الضعف الأساسي للتمويل السلوكي، فضلاً عن أن الضعف الرئيسي للتمويل القياسي هو في نفس الوقت القوة الأساسية للتمويل السلوكي. لذلك، فإن التمويل القياسي والسلوكي يكملان بعضهما البعض بطريقة معينة. حتى أكثر النماذج الاقتصادية القياسية للتمويل القياسي تعقيداً، استناداً إلى افتراضات مقيدة ، تبالغ في تبسيط الواقع الاقتصادي، في حين أن نماذج التمويل السلوكي تمثل الواقع الاقتصادي بشكل أكثر إخلاصاً، إلا أنها تنفقر إلى الدقة والدقة. يتمثل التحدي الرئيسي المتعلق بنظرية التمويل القياسي في إيجاد تفسير مناسب للعديد من الحالات الشاذة في السوق التي كانت تقوض صحة ومصداقية افتراضاتها لعقود ، بينما يشير التحدي الأساسي الذي يواجهه التمويل السلوكي إلى إنشاء إطار منهجي وموحد، مثل ذلك الخاص بالتمويل القياسي، فقد أدى التكرار المتكرر للشذوذ في السوق إلى التشكيك في صحة التمويل القياسي ولهذا السبب اقترح العديد من المنظرين إعادة بناء نظرية التمويل على أساس سلوكي².

هناك انتقاد لإيديولوجية الاقتصاد السلوكي موجه إلى قضية العقلانية/اللاعقلانية. تشير دراسات (Mullainathan & Sharif ، 2013) إلى أن الأشخاص لديهم قيودهم الفردية الخاصة بالدماغ والإدراك والتحكم في النفس، وبالتالي فإن القرارات بالمعنى المعياري عقلانية للغاية بسبب هذه القيود ومع ذلك، فإن التصرف بشكل غير عقلاني من الناحية المعيارية ، والذي غالباً ما يتم توثيقه من قبل الاقتصاديين السلوكيين، قد يكون في الواقع عقلانياً، كما يستخدم الناس الاستدلال في صنع القرار، لكن هذا لا يعني أنهم غير عقلانيين؛ بدلاً

¹K.C. Tseng, Behavioral Finance, Bounded Rationality, Neuro-Finance, and Traditional, Investment Management and Financial Innovations, , vol3, n°4 2006,P:11.

² Miljan Leković , Behavioral Finance as an Answer to the Limitations of Standard Finance , Bankarstvo, , vol. 49, Issue 3, 2020 P :63

من ذلك، فإنهم يتخذون أفضل خيار لهم بناءً على مقايضة الدقة والجهد، والاستدلال عبارة عن اختصارات تتاجر بجهد أقل مقابل دقة أقل (Gigerenzer، 2008). غالبًا ما يعمل نهج الدماغ السريع والتلقائي والحدسي بدلاً من الوضع التحليلي الأبطأ للعقل (في مصطلحات Kahnemans : يحل تفكير النظام 1 محل تفكير النظام 2 ؛ Kahneman، 2011) وقد يكون هذا منطقيًا لأنه يساعد في توفير الموارد العقلية¹.

¹ Liga Puce, Criticism Of Behavioural Economics: Attacks Towards Ideology, Evidence And Practical Application, Journal Of Wei Business And Economics, Vol8, 2019, P36.

خلاصة الفصل

لقد اقتصرَت النظرية المالية التقليدية في تفسيرها لقرار الاستثمار في السوق بقياس الجوانب المرتبطة بكفاءة السوق و المعلومات المتاحة و سرعتها و أهملت الجوانب الأخرى المرتبطة بالعوامل النفسية التي تدخل في تركيبة الفرد و هو ما دفع بالكثير من المفكرين الماليين إلى محاولة فهم فشل هذه النظرية في تفسير بعض التشوهات التي أدت إلى حدوث انحرافات خطيرة في أسعار الأصول المالية و التي أدت إلى عدة أزمات، و من هنا كان من الضروري أن يتم إعادة صياغة هذه النظرية حيث ظهر تيار جديد في الفكر المالي بمنظور جديد مبني على تفسير سلوك الأفراد في علم المالية و هو ما يعرف بالتمويل السلوكي، حيث تعتمد النظرية المالية السلوكية في تفسيرها للسوق على تفسير سلوك المستثمر من خلال دراسة مختلف التحيزات السلوكية و القدرات المعرفية و التركيبة الشخصية للفرد و التي تعتبر من بين أهم العوامل التي تؤثر في قرار الاستثمار من وجهة نظر السلوكيين.

إن الهدف من دراسة العلاقة التي تربط التحيزات السلوكية بمالية الأسواق هو معرفة مدى تأثير المستثمر بالعوامل المحيطة به و انعكاسها على قراره الاستثماري .

لقد أدت عدة دراسات و أبحاث أجريت من طرف عدة باحثين إلى صحة تأثير العوامل النفسية وسيكولوجيا الفرد على اتخاذ قرار الاستثمار، كما فسرت هذه النظرية العلاقة التي تربط بعض الحالات الشاذة بالقرار الاستثماري مثل التشوهات الموسمية و فسرت أيضا ظاهرة فقاعات المضاربة التي كانت سببا في العديد من الازمات المالية العالمية.

الفصل الرابع

اختبار أثر المخاوف

وتقلبات السوق على

سلوك الاستثمار

للمؤسسات

مقدمة الفصل

إن الدور الذي تلعبه الأسواق المالية والبورصات العالمية في توفير التمويل اللازم دفع بالكثير من الباحثين لإجراء دراسات تحليلية وكمية بغية تفسير العلاقة التي تربط السوق بالعوامل الخارجية الأخرى والتي لها تأثير على قرار الاستثمار للمؤسسات.

من خلال هذا الفصل سوف نقوم بدراسة مؤشرات الأسواق المالية لاختبار حركة الأسهم والأداء العام لمؤشرات البورصة من خلال قياس أثر متغيرين مستقلين يمثلان الخوف و تقلبات أسعار النفط الخام على عوائد مؤشرات بورصية، تم التركيز على كل من مؤشر بورصة باريس CAC40 ومؤشر بورصة لندن FTSE100 كمتغيرين تابعين حيث يتم قياس أثر المتغيرين المستقلين على مؤشر بورصة باريس CAC40 أولاً، ثم نقوم بقياس أثر المتغيرين المستقلين على مؤشر بورصة لندن FTSE100 لاحقاً وذلك خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2022 لكلا البورصتين، تم تقسيم هذا الفصل وفق المنهجية التالية:

المبحث الأول: دراسة أثر تقلبات السوق والمخاوف على بورصتي باريس ولندن

المبحث الثاني: قياس تأثير تقلبات السوق والمخاوف على مؤشر بورصة باريس CAC40

المبحث الثالث: قياس أثر تقلبات السوق والمخاوف على مؤشر بورصة لندن FTSE100

المبحث الأول: دراسة أثر تقلبات السوق والمخاوف على بورصتي باريس ولندن

1 تقديم عام لبورصة باريس

1.1 نشأة بورصة باريس

1.1.1 التعريف ببورصة باريس

بورصة باريس هي إحدى أكبر البورصات في العالم وتقع في العاصمة الفرنسية باريس. تأسست البورصة في عام 1724 وتعد واحدة من أقدم البورصات في العالم. تعمل بورصة باريس على تنظيم وتسهيل عمليات بيع وشراء الأوراق المالية والأسهم والسندات والخيارات والعقود الآجلة والمشتقات الأخرى. كما توفر البورصة بيانات مالية محدثة ومعلومات تحليلية واخبار اقتصادية للمستثمرين والشركات والمتعاملين في السوق المالية، وتعد بورصة باريس اليوم جزءًا من مجموعة Euronext، وهي مجموعة بورصات تأسست في عام 2000 وتضم بورصات في باريس وأمستردام وبروكسل ولشبونة ودبلن¹.

2.1 الهيكل التنظيمي لبورصة باريس

1.2.1 تنظيم بورصة باريس

تتولى هيئة الرقابة المالية الفرنسية (Autorité des marchés financiers) مسؤولية تنظيم بورصة باريس والأسواق المالية في فرنسا بشكل عام. وتشرف الهيئة على تنظيم ورصد الأسواق المالية، وتضمن سلامة التداول، وحماية حقوق المستثمرين، والحد من المخاطر المحتملة.

تشتمل بورصة باريس على العديد من الأسواق والمنتجات المالية، بما في ذلك الأسهم والسندات والمشتقات والخيارات والصكوك وصناديق المؤشرات المتداولة بالبورصة. ويتم تنفيذ التداولات في البورصة بشكل إلكتروني، وتستخدم تكنولوجيا عالية المستوى لتسهيل التداول وتحسين كفاءة الأسواق المالية.

2.2.1 الجهاز الرقابي لبورصة باريس

يمكن التمييز بين سلطات سوق باريس للأوراق المالية (مجلس أسواق المال CMF) و (لجنة عمليات البورصة COB) حسب ما يلي²:

¹ <https://www.euronext.com/fr/markets/paris>

تاريخ الاطلاع 2023/02/10

² د. د. بلقاسم سعودي، تسعير عقود خيار الشراء وفقاً لنموذج بلاك وسكولز - دراسة تطبيقية على بورصة باريس - مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 08، العدد 02، مارس 2017، ص: 305.

- مجلس أسواق المال CONSEIL DES MARCHÉS FINANCIERS CMF

تم تأسيس مجلس أسواق المال CMF من خلال قانون 1996 بشأن تحديث الأنشطة المالية، بما في ذلك المبادئ العامة لقواعد الاكتتاب العام و CMF تحدد الالتزامات الواجب احترامها من قبل مؤسسات الدين و مؤسسات الاستثمار.

- لجنة عمليات البورصة COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE COB

أنشأت هذه اللجنة في عام 1967 وهي مؤسسة عامة ذات مميزات خاصة وهي مسؤولة عن ضمان حسن سير العمل في السوق المالية، وذلك منذ صدور قانون 2 أوت 1989، ثم تعزيز استقلالها، كما تشارك هذه اللجنة في مختلف المجالات:

- تتلقي الشكاوي من الجمهور وتراقب أداء الأسواق (من ناحية حركة السعر غير الطبيعية، والتلاعب في السوق، والتداول من الداخل.... الخ)؛
- تسيطر على المعلومات التي تنشرها الشركات والشركات المدرجة باستخدام المدخرات العامة؛ لديها قوة الاشراف على شركات إدارة المحفظة.

3.2.1 أهم الشركات المدرجة في بورصة باريس :

يوجد حالياً أكثر من 800 شركة مدرجة في بورصة باريس وفقاً لموقع بورصة باريس الرسمي (Paris Stock Exchange)، والتي تعرف أيضاً باسم Euronext Paris وتتراوح هذه الشركات بين الشركات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة في العديد من القطاعات المختلفة مثل الصناعات الكيماوية والطاقة والبنوك والخدمات المالية والتكنولوجيا والرعاية الصحية والاتصالات وغيرها و هي موزعة حسب على الشكل التالي¹ :

1- قطاع الطاقة والخدمات العامة: يشمل شركات الطاقة والمياه والنفايات والخدمات العامة الأخرى، ويضم حالياً حوالي 40 شركة مدرجة في البورصة.

2- قطاع الصناعات التحويلية: وهو القطاع الأكبر في بورصة باريس، يشمل شركات التصنيع والهندسة والكيماويات ومواد البناء والسيارات والأجهزة الإلكترونية والاتصالات، ويضم حالياً أكثر من 200 شركة مدرجة في البورصة.

3- قطاع الخدمات المالية: يشمل شركات التأمين والبنوك والخدمات المالية الأخرى، ويضم حالياً حوالي 120 شركة مدرجة في البورصة.

¹ <https://www.euronext.com/fr/markets/paris>

- 4- قطاع السلع الأساسية: يشمل شركات الغذاء والشراب والتبغ والملابس والأحذية والمجوهرات والأثاث والأدوات المنزلية والمستحضرات الصيدلانية، ويضم حالياً حوالي 60 شركة مدرجة في البورصة.
- 5- قطاع التكنولوجيا: يشمل شركات التكنولوجيا الحيوية والبرمجيات والإلكترونيات والأجهزة الطبية والاتصالات، ويضم حالياً حوالي 70 شركة مدرجة في البورصة.

3.1 مؤشرات بورصة باريس

1.3.1 أهم مؤشرات بورصة باريس

من أهم مؤشرات بورصة باريس ما يلي:

- مؤشر CAC40 : وهو المؤشر الرئيسي لبورصة باريس ويتكون من أكبر 40 شركة مدرجة في البورصة الفرنسية من حيث القيمة السوقية والتداولات.
 - مؤشر CAC Next 20 : وهو مؤشر يتكون من 20 شركة تلي الـ 40 الأكبر في بورصة باريس من حيث القيمة السوقية.
 - مؤشر CAC Mid 60 : وهو مؤشر يتكون من 60 شركة تلي الـ 60 الأكبر في بورصة باريس من حيث القيمة السوقية.
 - مؤشر CAC Small : وهو مؤشر يتكون من الشركات التي تأتي بعد الـ 100 الأكبر في بورصة باريس من حيث القيمة السوقية.
- تعتبر هذه المؤشرات من أهم مؤشرات بورصة باريس وتستخدم عادةً كمؤشرات لأداء السوق ولتحليل الأداء الاقتصادي في فرنسا.

2.3.1 مؤشر كاك 40 (CAC40)

مؤشر كاك 40 (CAC 40) هو مؤشر لأداء الأسهم في بورصة باريس في فرنسا، يتكون المؤشر من 40 شركة مختارة بناءً على حجم السوق والتداول والقيمة السوقية، وهو يمثل قطاعات مختلفة في الاقتصاد الفرنسي بما في ذلك الصناعة والخدمات المالية والرعاية الصحية والطاقة والاتصالات والبيئة والنقل.

يتم حساب المؤشر بواسطة شركة Euronext Paris ، ويعد المؤشر من بين أشهر مؤشرات البورصة في أوروبا ويعتبر مؤشراً رئيسياً للاقتصاد الفرنسي، ويتم استخدام المؤشر كمؤشر للأداء الاقتصادي والمالي لفرنسا، حيث يتم استخدامه كمقياس لأداء الأسواق المالية في البلاد وتقييم أداء الشركات المدرجة فيه¹.

¹ <https://www.euronext.com/fr/markets/paris>

3.3.1 مكونات مؤشر كاك 40

المجلس العلمي هو اللجنة التي تختار وتعين الأعضاء الذين سينضمون إلى أسهم مؤشر كاك 40 وتشارك كل من هيئة سوق الأسواق المالية الفرنسية (AMF) ، وزارة المالية الفرنسية والبنك المركزي الفرنسي في اتخاذ القرارات.

هناك مجموعة من المعايير وأحجام معينة للتداول تحددها بورصة Euronext Paris ويجب أن تتوفر في كل شركة ترغب في أن تكون ضمن قائمة مؤشر كاك. بالإضافة إلى ذلك، يجب أن يكون مقر الشركة في فرنسا تعتمد القيمة السوقية على مصدر السهم، والحد الأدنى للأسهم المتاحة للتداول الحر يقدر بنسبة 15%. مؤشر كاك 40 مختلف في هذا الشأن عن غيره من المؤشرات العالمية الأخرى التي تستهدف القيمة السوقية في حين أن مؤشرات أخرى مثل نيكاي 225 هو مؤشر المرجح بالأسعار. يتم مراجعة القيمة السوقية للمؤشرات من قبل لجنة المؤشر، وتحديدًا في ثالث يوم جمعة من شهر سبتمبر سنويًا¹.

أكبر خمس شركات تمثل مؤشر كاك 40 ونسبة رأس المال السوقي لها:

جدول رقم (04-01) ترتيب الشركات الخمسة الأولى في مؤشر CAC40 من حيث رأس المال السوقي

النسبة	الشركة
12.19%	SANOFI
11.96%	TOTAL
6.24%	BNP PARIBAS
5.02%	LVMH
4.08%	AIR LIQUIDE

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على موقع <https://www.avatrade.com> تاريخ الاطلاع 2023/02/22

2. بورصة لندن

¹ <https://www.avatrade.com>

تاريخ الاطلاع 2023/02/22

1.2 نشأة و تطور بورصة لندن

1.1.2 نشأة بورصة لندن

تأسس السوق الرئيسي لبورصة لندن ("البورصة") في عام 1698 ، وكان منذ فترة طويلة موطنًا لبعض الشركات البريطانية ، بل وأكبرها وأشهرها في العالم. تنشط في بورصة لندن أكثر من 1400 شركة في السوق الرئيسية بقيمة سوقية مجمعة تبلغ 3.7 تريليون جنيه إسترليني. الشركات من جميع الأنواع والجنسيات والأحجام مجتمعة في 40 قطاعا تقريبا، بالإضافة إلى التنوع القطاعي والجغرافي ، يستوعب السوق الرئيسي قبول تداول الشركات ذات الإدراج المميز أو الإدراج القياسي¹.

في عام 1876 ، أشار Ellis إلى بورصة لندن على أنها "السوق المنظمة في العالم" ، وعلى هذا النحو ، فقد جذبت اهتمامًا وبحثًا كبيرًا ، وكتب المعاصرون على نطاق واسع عن تاريخها وهيكلها وتطورها ، بينما كانت مزاياها وعيوبها هي الموضوع. من الجدل والنقاش ، وصل إلى مستوى الهيئة الملكية في عام 1878. ومنذ ذلك الحين استمرت في جذب الانتباه إما بشكل مباشر أو كعامل مهم في الأداء الاقتصادي لبريطانيا بين عامي 1870 و 1914. بينما قدم هذا العمل الكثير من المعلومات والفهم ، فقد خلق أيضًا بعض الغموض فيما يتعلق بدور وأهمية بورصة لندن².

يقع مقرها الرئيسي في ساحة باترنوستر بلندن، بريطانيا، وهي تدرج شركات من أكثر من 60 دولة، مما يجعلها أكبر بورصة في أوروبا، وثامن أكبر بورصة في العالم من حيث القيمة السوقية البالغة 3.7 تريليون دولار، و البورصة ذات أكبر عدد من الشركات العالمية³.

قواعد ولوائح بورصة لندن

2.2 تنظيم بورصة لندن

1.2.2 الجهاز الرقابي لبورصة لندن

يتمثل الجهاز الرقابي لبورصة لندن في العديد من المؤسسات والهيئات التي تهتم بالمراقبة والتنظيم لضمان سلامة وشفافية الأسواق المالية في المملكة المتحدة. ومن بين هذه المؤسسات⁴:

¹ Main market, a guide to, listing on london stock exchange, is published by White Page Ltd, 17 Bolton Street London W1J 8BH, United Kingdom, First published: November 2010, p

² R.C.MICHIE, The London Stock Exchange and the British Securities Market, I 850-I 914, P :61, Source: The Economic History Review , Feb., 1985, New Series, Vol. 38, No. 1 (Feb., 1985), pp. 61-82, Published by: Wiley on behalf of the Economic History Society.

³ <https://en.wikipedia.org> تاريخ الاطلاع 2023/02/26

⁴ <https://www.investopedia.com> تاريخ الاطلاع 2023/02/26

الهيئة البريطانية للرقابة المالية: (FCA) وهي هيئة تنظيمية مستقلة تشرف على جميع الشركات المالية في المملكة المتحدة، بما في ذلك بورصة لندن. وتتمثل مهمتها الرئيسية في الحفاظ على النظام المالي في المملكة المتحدة وحماية المستثمرين.

بنك إنجلترا: وهو البنك المركزي للمملكة المتحدة وله دور هام في الرقابة على بورصة لندن والسيطرة على السياسة النقدية.

هيئة الرقابة المالية الأوروبية: (ESMA) وهي هيئة تنظيمية تابعة للاتحاد الأوروبي وتهتم بالرقابة على الأسواق المالية في جميع أنحاء أوروبا، وتعمل على ضمان سلامة الأسواق المالية وحماية المستثمرين.

بورصة لندن نفسها: وتتخذ بورصة لندن العديد من الإجراءات الداخلية للرقابة والتنظيم، مثل تحديد معايير الشفافية والتداول والإفصاح المالي للشركات المدرجة في البورصة.

تعمل هذه المؤسسات والهيئات سويًا لضمان سلامة وشفافية الأسواق المالية في المملكة المتحدة، وتقليل المخاطر المرتبطة بالتداول في بورصة لندن.

2.2.2 أهم الشركات المدرجة في بورصة لندن

توجد العديد من الشركات المدرجة في بورصة لندن، وهي واحدة من أكبر بورصات الأسهم في العالم. ومن بين هذه الشركات المدرجة الهامة¹:

جدول رقم (02-04) أهم الشركات المدرجة في بورصة لندن

الرقم	تسمية الشركة
1	BP Plc
2	HSBC Holdings Plc
3	Unilever Plc
4	GlaxoSmithKline Plc
5	Royal Dutch Shell Plc
6	Rio Tinto Plc
7	British American Tobacco Plc
8	AstraZeneca Plc
9	Diageo Plc
10	BHP Group Plc

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على موقع <https://www.fidelity.co.uk> تاريخ الاطلاع 2023/02/26

¹ <https://www.fidelity.co.uk> تاريخ الاطلاع 2023/02/26

وهناك أيضاً شركات أخرى مهمة في بورصة لندن مثل Barclays plc و lloyds banking group plc و Vodafone group plc ومجموعة prudential plc. يجب الإشارة إلى أن هذه القائمة ليست شاملة وأن هناك العديد من الشركات المهمة الأخرى في بورصة لندن.

3.2 مؤشرات بورصة لندن

1.3.2 أهم مؤشرات بورصة لندن

تشمل أهم مؤشرات بورصة لندن (London Stock Exchange) ما يلي¹:

- مؤشر فيننشال تايمز FTSE 100: يعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرةً وتأثيراً في بورصة لندن، وهو يتتبع أداء أكبر 100 شركة مدرجة في السوق البريطانية حسب القيمة السوقية.
- مؤشر FTSE 250: يتتبع هذا المؤشر أداء أكبر 250 شركة مدرجة في السوق البريطانية بعد الـ FTSE 100، ويعتبر مؤشراً مهماً لقياس أداء الشركات الأصغر حجماً.
- مؤشر FTSE All-Share: يضم هذا المؤشر جميع الشركات المدرجة في بورصة لندن، بما في ذلك الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم.

- مؤشر FTSE AIM: يتتبع هذا المؤشر أداء الشركات المدرجة في Alternative Investment Market (AIM)، وهو سوق بورصة لندن للشركات الناشئة.

- مؤشر FTSE SmallCap: يتتبع هذا المؤشر أداء الشركات الصغيرة جداً والمتوسطة في بورصة لندن، ويشمل الشركات التي تأتي بعد الـ FTSE 250 والـ FTSE AIM.

تعتبر هذه المؤشرات أهم مؤشرات بورصة لندن، ويمكن استخدامها لتقييم أداء الأسهم في السوق البريطانية.

2.3.2 مؤشر بورصة لندن فيننشال تايمز FTSE 100

مؤشر FTSE 100 هو مؤشر سوق الأسهم الرئيسي في المملكة المتحدة، يشمل هذا المؤشر أكبر 100 شركات مسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية (London Stock Exchange) من حيث القيمة السوقية، يتم تحديث المؤشر بشكل مستمر طوال فترة التداول، وتعتمد قيمته على أسعار الإغلاق لهذه الشركات، يتم استخدام مؤشر FTSE 100 كمؤشر لأداء السوق البريطانية، ويعتبر أيضاً من بين أهم المؤشرات العالمية. ويتأثر أداء هذا المؤشر بالعوامل الاقتصادية المحلية والعالمية، وتطورات الأحداث السياسية والاجتماعية والاقتصادية في العالم².

¹ <https://admiralmarkets.com> تاريخ الاطلاع 2023/02/26

² <https://www.investopedia.com> تاريخ الاطلاع 2023/02/26

جدول رقم (03-04) ترتيب أكبر 5 حيازات من حيث القيمة السوقية

لمؤشر FTSE 100 ابتداء من جانفي 2021

الترتيب	تسمية الشركة
1	ROYAL DUTCH SHELL
2	UNILEVER
3	HSBC HOLDINGS PLC
4	ASTRAZENECA
5	ASTRAZENECA

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على موقع <https://www.investopedia.com> تاريخ الاطلاع 2023/02/26

المبحث الثاني: قياس تأثير تقلبات السوق و المخاوف على مؤشر بورصة باريس CAC40

تشير العديد من الدراسات النظرية إلى تأثير التحيزات العاطفية والإدراكية على سلوك المستثمر من جراء تقلبات الأسواق المالية، كما توصلت بعض الدراسات التطبيقية لوجود علاقة عكسية بين مشاعر المستثمرين وقرار الاستثمار، واعتمادًا على هذه الدراسات حاولنا وضع نموذج لتأثير تحيز خوف المستثمرين على مؤشرات الأسواق المالية وأسهم الشركات وذلك على النحو التالي:

1 صياغة النموذج القياسي لمؤشر بورصة باريس CAC40

نحاول من خلال هذه الدراسة معرفة تأثير عواطف ومشاعر وتحيزات المستثمرين وأثرها على عوائد

مؤشر بورصة باريس CAC40

ثم نقوم بصياغة النموذج المناسب بناء على مختلف الدراسات وبعدها تقدير النموذج ثم نقوم باختباره.

1.1 تحديد متغيرات النموذج المقترح لمؤشر بورصة باريس CAC40

تقوم مؤشرات سوق الأوراق المالية بخدمة عدد من الأغراض في الأسواق المالية العالمية، فهي عبارة عن متوسطات وأرقام قياسية، ويمثل مؤشر السوق مقياسًا شاملاً لاتجاه السوق، ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية، كما تستخدم مؤشرات الأسواق المالية كمعايير للأداء و كفاءة السوق وتساعد المستثمرين على تقييم حالة السوق واتخاذ القرار الاستثماري الصحيح ، ومن العوامل التي تؤثر في اتخاذ القرار الاستثماري التحيزات العاطفية والإدراكية حسب ما جاء في النظرية المالية السلوكية ومن بين الدراسات التي قامت بدراسة أثر مشاعر المستثمرين دراسات على قرار الاستثمار ، دراسة Baker and Wurgler 2006 اختبار أثر عاطفة المستثمرين على المقطع العرضي لعوائد الأسهم في السوق الأمريكي و التي أسفرت نتائجها عن وجود تأثير كبير لعواطف المستثمرين ذو دلالة احصائية على عوائد الأسهم في السوق الأمريكي.

دراسة smales 2017 اختبار العلاقة بين عاطفة المستثمرين وعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية خلال فترة 1990 و 2015 والتي درست عوائد مؤشر S&P500 و التي أسفرت عن وجود علاقة قوية بين عاطفة المستثمرين ومؤشرات الأسهم من خلال تأثير مؤشر الخوف VIX على عوائد الأسهم.

دراسة نشرت في (2022) لكل من نعاس صلاح الدين و بوحفص إبتهاال، حول كيفية تأثير مشاعر المستثمرين على عوائد مؤشر سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2012-2022، باستخدام نماذج GRACH الأحادية والمتعددة على البيانات اليومية ، والتي توصلت إلى وجود ارتباط شرطي ديناميكي سالب وذو دلالة إحصائية بين مشاعر المستثمرين وتقلبات عوائد مؤشر سوق الأسهم السعودي.

تم الاعتماد على البيانات التاريخية لدراستنا هذه خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2022 لكل متغيرات الدراسة المتمثلة في ما يلي :

1.1.1 المتغيرات المستقلة

(أ) مؤشر OVX

هو مؤشر التقلب الخاص بأسعار النفط الخام، يتم استخدام هذا المؤشر لقياس توقعات السوق للتقلبات في أسعار النفط الخام في المستقبل القريب يتم حساب مؤشر OVX باستخدام خيارات البيع والشراء للنفط الخام ذات المدة القصيرة (تقريباً لمدة 30 يوم)، والتي تتيح للمستثمرين فرصة للتأكد من أسعار النفط الخام في المستقبل. ويتم استخدام أسعار خيارات البيع والشراء لحساب قيمة المؤشر.

عندما يكون مؤشر OVX عالياً، فإن هذا يعني أن السوق يتوقع زيادة في تقلبات أسعار النفط الخام في المستقبل القريب. وعلى العكس، عندما يكون المؤشر منخفضاً، فإن السوق يتوقع استقراراً في أسعار النفط الخام.

يستخدم مؤشر OVX بشكل واسع في صناعة النفط والغاز وفي صناعة الاستثمارات والتداول وهو يمكن أن يكون مفيداً للمستثمرين الذين يريدون تحليل توقعات السوق لأسعار النفط الخام واتخاذ القرارات المناسبة بشأن مواقعهم في السوق .

(ب) مؤشر VIX

هو مؤشر يعكس تقدير السوق لتقلبات سوق الأسهم في المستقبل القريب ويتم حسابه من خلال تقييم الخيارات المتداولة على مؤشر S&P 500 ، والتي تستخدم للتأمين ضد تقلبات السوق في المستقبل. ويشار إلى المؤشر أيضاً باسم "مؤشر الخوف"، حيث يعتبر مؤشراً لمستوى القلق والتوتر في السوق.

وعلى الرغم من أن المؤشر VIX يتم استخدامه بشكل أساسي في سوق الأسهم الأمريكية، إلا أنه يتم متابعته عالمياً كمؤشر لتقدير مستوى التوتر في الأسواق المالية العالمية، ويمكن للمستثمرين استخدام مؤشر VIX لتحديد متى يكون الوقت المناسب للدخول أو الخروج من الأسواق، حيث يزداد المؤشر عادةً في الأوقات التي تشهد فيها الأسواق تقلبات كبيرة وينخفض عندما تكون الأسواق أكثر استقراراً.

2.1.1 المتغير التابع

- مؤشر بورصة باريس CAC40

مؤشر بورصة باريس CAC40 هو مؤشر يتبع أداء الشركات المدرجة في بورصة باريس، يتكون المؤشر من أكبر 40 شركة فرنسية مدرجة في البورصة، ويشمل قطاعات مختلفة مثل البنوك والتأمين والتكنولوجيا والتجزئة

والمشروبات والمواد الأساسية والصحة والسيارات والطاقة ، تم إطلاق المؤشر في عام 1987 ويعتبر من أهم المؤشرات الأوروبية، يتم حساب قيمة المؤشر عن طريق تقسيم قيمة الشركات المكونة له على أساس سوقي، مع إعطاء أكبر وزن لأكبر الشركات ويستخدم المؤشر على نطاق واسع كمؤشر للأسهم الفرنسية وكمؤشر للأسهم الأوروبية في العديد من الأسواق المالية العالمية.

من خلال معادلة التقدير نحصل على النموذج الخطي التالي :

$$Cac40(t) = B_0 + B_1 vix(t) + B_2 ovx(t) + \varepsilon(t)$$

حيث ان:

B_i : معاملات النموذج مع $(i=1, 2, \dots, k)$.

$\varepsilon(t)$ حد الخطأ العشوائي

جدول رقم (04-04): متغيرات الدراسة بورصة باريس

الرمز	المتغيرات	المصدر	الوحدة
المتغير التابع			
Cac 40	مؤشر بورصة باريس	https://sa.investing.com	نسبة التغير الشهري
المتغيرات المستقلة			
OVX	مؤشر التقلب لأسعار النفط الخام	https://sa.investing.com	نسبة التغير الشهري
vix	مؤشر الخوف	https://sa.investing.com	نسبة التغير الشهري

المصدر من اعداد الطالب

فيما يخص علاقة المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع جاءت كما يلي:

- مؤشر VIX : على الرغم من أن CAC40 هو مؤشر فرنسي وليس أمريكي، إلا أن تأثير مؤشر VIX على CAC40 يمكن أن يكون كبيراً لأن سوق الأسهم الفرنسي يتأثر بشكل كبير بالأحداث العالمية وخاصة الأحداث الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية.

- مؤشر OVX : في العادة، ترتفع قيمة مؤشر OVX عندما يزداد التوتر في السوق، مما يعني أن هناك زيادة في الطلب على النفط الخام بسبب المخاوف الاقتصادية أو الجيوسياسية مما قد يؤثر على أرباح الشركات المدرجة في بورصة باريس CAC40 وبالتالي التأثير على أرباحها.

2.1 الدراسة الوصفية للمتغيرات لمؤشر بورصة باريس CAC40

يكون التحليل الوصفي من خلال عرض لأهم الخصائص الإحصائية لمتغيرات النموذج المدروس، عدد المشاهدات، المتوسط الحسابي، أعظم قيمة وأدنى قيمة، الوسيط، التشتت وفي مايلي الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (04-05) الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة بورصة باريس

VARIABLE	VIX	OVX	CAC40
Mean	0.030205	0.024598	0.004347
Median	-0.018800	-0.010850	0.006500
Maximum	1.345700	2.327800	0.201200
Minimum	-0.459000	-0.433500	-0.170500
Std. Dev.	0.268918	0.263055	0.052146
Skewness	1.500787	4.266481	-0.177287
Kurtosis	7.017092	35.29550	4.038244
Jarque-Bera	188.5985	8368.581	9.027553
Probability	0.000000	0.000000	0.010957
Observations	180	180	180

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews12.

من خلال النتائج الوصفية الاحصائية في الجدول يتبين أن عوائد مؤشر بورصة باريس CAC40 موجبة خلال فترة الدراسة بمتوسط حسابي موجب بقيمة 0.004347 وبوسيط قيمته 0.006500 وانحراف معياري يساوي 0.052146 فيما بلغ معامل الالتواء -0.177287 وهي قيمة سالبة تدل على أن منحنى التوزيع التكراري ملتوي قليلا جهة اليسار بمعامل تفلطح قيمته 4.038244 ، كما يتضح ذلك في الجدول أعلاه.

2 تقدير و تحليل النموذج القياسي المقترح لمؤشر بورصة باريس CAC40

1.2 اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمؤشر بورصة باريس CAC40

سوف نقوم باختبار استقرار السلاسل الزمنية لعوائد مؤشر باريس CAC40 وكل من مؤشر الخوف VIX ومؤشر تقلبات أسعار النفط OVX باستعمال اختبار Augmented-Dickey-Fuller واختبار Phillip-Perron حسب التالي:

الفرضيات

H_0 : يوجد جذر الوحدة في السلسلة أي أن السلسلة الزمنية غير مستقرة.

H_1 : لا يوجد جذر الوحدة في السلسلة أي أن السلسلة الزمنية مستقرة.

جدول رقم (04-06) اختبار استقرار السلسلة ADF بورصة باريس

عند المستوى AtLevel				
		المتغيرات Variable		
		CAC40	OVX	VIX
With Constant مع القاطع	t-Statistic	-10.5685	-13.5705	-15.8428
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
With Constant & Trend مع قاطع و اتجاه	t-Statistic	-10.6081	-13.5662	-15.8279
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend بدون قاطع وبدون اتجاه	t-Statistic	-12.8566	-13.4783	-15.6607
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
بالفرق الأول At First Difference				
		d(CAC40)	d(OVX)	d(VIX)
With Constant مع القاطع	t-Statistic	-11.6652	-9.1152	-10.0407
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
With Constant & Trend مع قاطع و اتجاه	t-Statistic	-11.6290	-9.0874	-10.0149
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend بدون قاطع وبدون اتجاه	t-Statistic	-11.7002	-9.1384	-10.0713
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

جدول رقم (04-07) اختبار استقرار السلسلة pp بورصة باريس

عند المستوى AtLevel				
		المتغيرات Variable		
		CAC40	OVX	VIX
With Constant مع القاطع	t-Statistic	-12.9395	-14.2770	-18.0580
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
With Constant & Trend مع قاطع و اتجاه	t-Statistic	-12.9474	-14.6456	-18.7482
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend بدون قاطع وبدون اتجاه	t-Statistic	-12.8574	-13.6997	-16.3480
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
بالفرق الأول At First Difference				
		d(CAC40)	d(OVX)	d(VIX)
With Constant مع القاطع	t-Statistic	-36.1593	-85.8566	-215.6728
	Prob.	0.0001	0.0001	0.0001
With Constant & Trend مع قاطع و اتجاه	t-Statistic	-36.0544	-85.4880	-215.3036
	Prob.	0.0001	0.0001	0.0001
Without Constant & Trend بدون قاطع وبدون اتجاه	t-Statistic	-36.2876	-86.2167	-212.6830
	Prob.	0.0000	0.0001	0.0001

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال النتائج نلاحظ أن السلاسل الزمنية لعوائد مؤشر بورصة باريس CAC40 ومؤشر كل من VIX و OVX، مستقرة عند المستوى لعدم وجود جذر وحدوي، حيث نلاحظ أن نتائجها معنوية وأقل من 5% كما تشير له قيم Prob المحسوبة لاختبارات الاستقرار ADF و PP وعلى هذا الأساس نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرض الوحيد وبالتالي تسمح لنا هذه النتيجة بتقدير نماذج الانحدار الذاتي .

2.2 تحليل الانحدار المتعدد بين متغيرات الدراسة لمؤشر بورصة باريس CAC40

لمعرفة المتغيرات التي تؤثر على مؤشر بورصة باريس CAC40، نقوم بتقدير النموذج القياسي حسب طريقة المربعات الصغرى بين المتغيرات المستقلة والمتمثلة في مؤشر الخوف VIX ومؤشر تقلبات أسعار النفط OVX مع المتغير التابع مؤشر بورصة باريس CAC40 ثم اختبار الفرضيات وصولاً إلى نتائج الدراسة. وعند تقدير النموذج حصلنا على مايلي:

جدول رقم (04-08) تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى بورصة باريس

Dependent Variable: CAC40
Method: Least Squares
Date: 02/24/23 Time: 20:25
Sample: 2008M01 2022M12
Included observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OVX	-0.039522	0.012329	-3.205516	0.0016
VIX	-0.107175	0.012060	-8.886474	0.0000
C	0.008557	0.002950	2.900378	0.0042
R-squared	0.638861	Meandependent var		0.004347
Adjusted R-squared	0.632520	S.D. dependent var		0.052146
S.E. of regression	0.039282	Akaike info criterion		-3.619570
Sumsquaredresid	0.273126	Schwarz criterion		-3.566354
Log likelihood	328.7613	Hannan-Quinn criter.		-3.597993
F-statistic	69.21482	Durbin-Watson stat		1.898977
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال نتائج الجدول رقم (04-08) نلاحظ وجود علاقة سلبية معنوية بين مؤشر الخوف VIX وعوائد مؤشر بورصة باريس CAC40 و وجود علاقة سلبية معنوية بين مؤشر تقلبات أسعار النفط OVX وعوائد مؤشر بورصة باريس CAC40 مما يعني أن مؤشر VIX ومؤشر OVX يؤثران سلباً على عوائد بورصة باريس CAC40 وهذا يعني أنه كلما تغير مؤشر الخوف VIX بقيمة واحدة يتغير مؤشر عوائد بورصة باريس CAC40 في الاتجاه المعاكس بقيمة 0.107175 وكلما تغير مؤشر تقلبات أسعار النفط OVX بقيمة واحدة يتغير مؤشر

بورصة باريس CAC40 في الاتجاه المعاكس بقيمة 0.039522 وهذا يدل على وجود علاقة عكسية بين VIX وCAC40 وبين OVX وCAC40.

3 الدراسة الإحصائية للنموذج لمؤشر بورصة باريس CAC40

متعامل التحديد $R^2 = 0.63$ مما يعني أن 63% من تغيرات عوائد بورصة باريس CAC40 تعود أسبابها إلى التغير في تغيرات المتغيرات المستقلة VIX، OVX و37% من تغيرات عوائد بورصة باريس CAC40 تعود أسبابها إلى متغيرات أخرى غير المتغيرات المستقلة لم يتم إدراجها في هذا النموذج، وبالتالي كل من مؤشر VIX ومؤشر OVX يؤثران على مؤشر CAC40.

وبما أن المتغيرات المفسرة ذو معنوية، فعليه النموذج صالح للدراسة الإحصائية.

1.3 تشخيص النموذج لمؤشر بورصة باريس CAC40

1.1.3 تشخيص الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية : هناك عدة اختبارات تسمح لنا بالكشف عن ما إذا كانت الأخطاء العشوائية مرتبطة ذاتيا أم لا، وعلى هذا الأساس فإننا سوف نستخدم الاختبارات الشهيرة منها اختبار Durbin-Watson والذي يعتمد على إيجاد إحصائيتين جدوليتين (d_l, d_u) ، وذلك بمعرفة عدد المشاهدات N وعدد المتغيرات المفسرة K ، لكي لا يكون هناك ارتباط بين الأخطاء يجب أن تكون الإحصائية DW المحسوبة و المستخرجة في عملية التقدير محصورة بين d_l و $4-d_l$ ، من خلال جدول توزيع دارين واتسون نجد أن القيم المجدولة هي $(d_l=1.73, d_u=1.77)$ والقيمة المحسوبة هي $DW=1.89$ والنتيجة أن قيمة دارين واتسون تقع في مرحلة القبول إذن نقبل الفرض الصفرى $\rho=0$ ، ونقرر عدم وجود ارتباط ذاتي وللتأكد نقوم باستخدام اختبار آخر هو اختبار Berush Godfrey.

2.1.3 اختبار Berush Godfrey

يقوم هذا الاختبار على الفرضية المنعدمة H_0 والبديلة H_1 حيث:

H_0 عدم وجود ارتباط بين الأخطاء

H_1 يوجد ارتباط بين الأخطاء

إذا كان الاحتمال المقابل للإحصائية R^2 أكبر من حد المعنوية المقترح فإننا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء. ونتائج الاختبار موضحة كما يلي:

جدول رقم (04-09) نتائج اختبار Berush Godfrey بورصة باريس

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Nullhypothesis: No serial correlationat up to 2 lags

F-statistic	0.946793	Prob. F(2,175)	0.3900
Obs*R-squared	1.926839	Prob. Chi-Square(2)	0.3816

Date: 02/25/23 Time: 10:43
Sample: 2008M01 2022M12
Included observations: 180

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.040	0.040	0.2931	0.588
		2	0.053	0.052	0.8170	0.665
		3	0.097	0.093	2.5560	0.465
		4	0.095	0.087	4.2358	0.375
		5	0.143	0.131	8.0843	0.152
		6	0.002	-0.021	8.0854	0.232
		7	0.019	-0.009	8.1526	0.319
		8	0.083	0.053	9.4683	0.304
		9	0.040	0.016	9.7792	0.369
		10	0.044	0.021	10.153	0.427
		11	-0.040	-0.055	10.469	0.489
		12	0.137	0.124	14.109	0.294
		13	0.111	0.087	16.537	0.221
		14	-0.046	-0.066	16.963	0.258
		15	0.066	0.042	17.826	0.272
		16	-0.027	-0.055	17.969	0.326
		17	0.022	-0.025	18.066	0.385
		18	0.034	0.012	18.293	0.436
		19	0.138	0.169	22.168	0.276
		20	-0.016	-0.048	22.219	0.329
		21	0.019	0.001	22.292	0.383
		22	-0.062	-0.103	23.095	0.396
		23	0.030	0.016	23.286	0.444
		24	-0.004	-0.037	23.289	0.503
		25	0.023	0.021	23.405	0.554
		26	0.012	0.038	23.436	0.608
		27	0.020	0.017	23.526	0.656
		28	0.013	-0.005	23.561	0.704
		29	-0.017	-0.013	23.623	0.747
		30	0.008	0.012	23.637	0.788
		31	0.044	-0.008	24.072	0.808
		32	-0.006	-0.024	24.079	0.842
		33	0.017	0.033	24.145	0.869
		34	0.021	0.028	24.243	0.892
		35	-0.077	-0.067	25.571	0.878
		36	0.017	-0.002	25.639	0.900

المصدر بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال الجدول الممثل لدالة الارتباط الذاتي والجزئي (AC-PAC) لبواقي النموذج المقدر، نلاحظ أن جميع الأعمدة داخل مجال الثقة وإحصائية الاختبار Q-Star غير معنوية، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط وهو نفس الشيء بالنسبة لاختبار Breusch-Godfrey Correlation LM، الاحتمال المقابل للإحصائية. $n. R^2 (0.3816)$ أكبر من حد المعنوية (0.05) وعليه نقبل فرضية العدم التي تنص على أن الأخطاء غير مرتبطة ببعضها البعض.

2.3 اختبار ثبات تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة باريس CAC40

هناك العديد من الاختبارات نأخذ اختبارات Berush-Pagan-Godfrey و Arch والتي تقوم على الفرضيتين: المنعدمة H_0 البديلة H_1 حيث:

H_0 عدم وجود تجانس بين الأخطاء

H_1 يوجد تجانس بين الأخطاء

إذا كان الاحتمال المقابل للإحصائية R^2 . n أكبر من حد المعنوية المقترح (5%) فإننا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم تجانس الأخطاء. ونتائج الاختبار في ما يلي:

جدول رقم (04-10) اختبار تجانس الأخطاء بورصة باريس

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

Nullhypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.247251	Prob. F(2,177)	0.7812
Obs*R-squared	0.501482	Prob. Chi-Square(2)	0.7782
Scaled explained SS	0.633357	Prob. Chi-Square(2)	0.7286

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.363622	Prob. F(1,177)	0.5473
Obs*R-squared	0.366977	Prob. Chi-Square(1)	0.5447

المصدر بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة احتمال الإحصائية $obs * R - squared$ أكبر من مستوى المعنوية 5% وبالتالي فإننا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم تجانس الأخطاء العشوائية، وهي نفس النتيجة التي توصلنا إليها من خلال استخدامنا لكل من الاختبارين Berush-Pagan-Godfrey و Arch، من خلال هذه الاختبارات نستنتج عدم تجانس الأخطاء العشوائية.

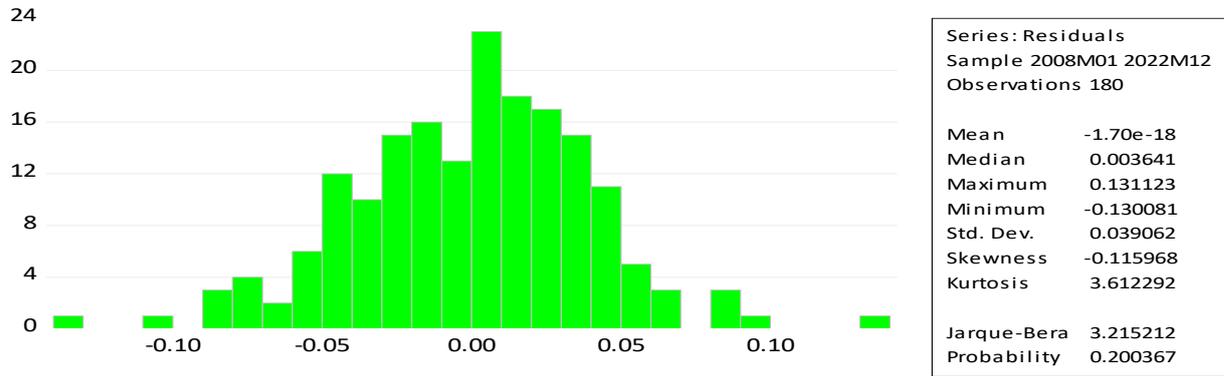
3.3 اختبار طبيعية الأخطاء العشوائية لمؤشر بورصة باريس CAC40

لمعرفة ما إذا كانت الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي أم لا، نقوم بإجراء اختبار جارك-بيرا

(Jarque-Bera) على النحو التالي:

للتحقق من شرط التوزيع الطبيعي Jarque-Bera وجدنا أن نتيجة الاختبار غير معنوية و هو ما يدعم أن البواقي يخضعون للتوزيع الطبيعي و من خلال قيمة $J-B=3.21$ أقل من $\chi^2=5.7$ ، وهو ما يؤكد أن النموذج يخضع للتوزيع الطبيعي حسب ما هو مبين في الشكل (04-01) أدناه.

الشكل رقم (01-04) التوزيع الطبيعي للأخطاء بورصة باريس

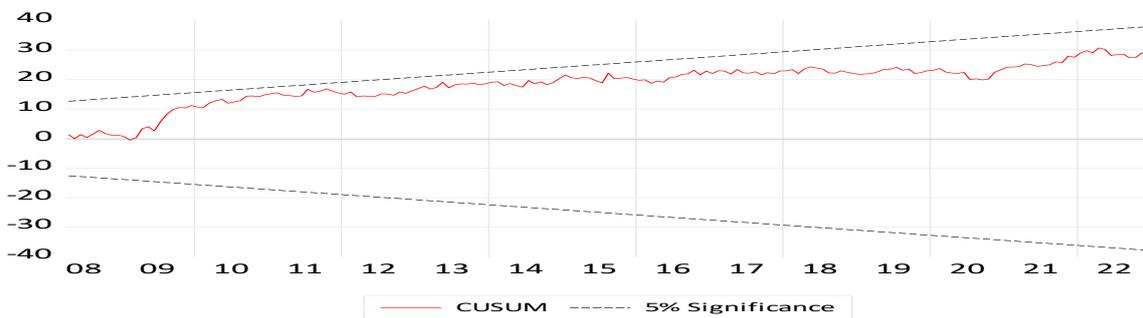


المصدر بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

4.3 اختبار الاستقرار للنموذج لمؤشر بورصة باريس CAC40

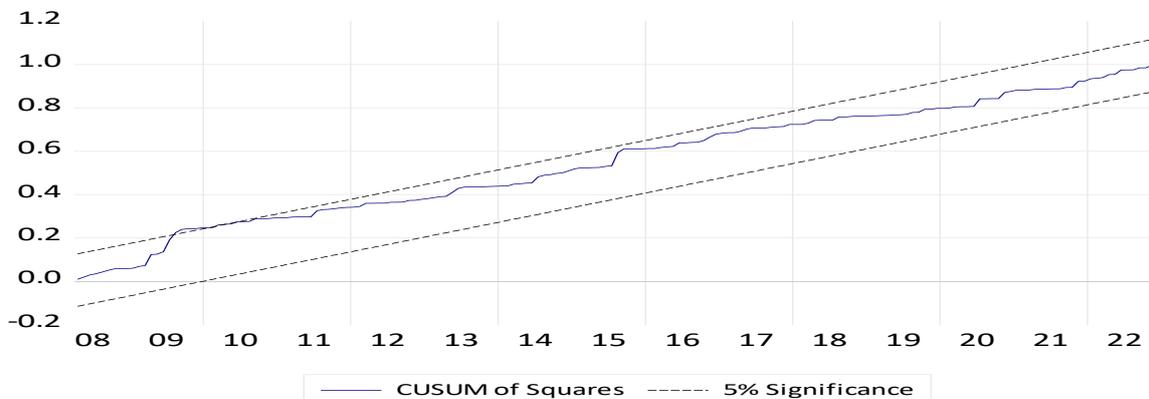
لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لا بد من استخدام أحد الاختبارات التالية: المجموع التراكمي للبواقي Cusum، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي Cusum Of Squares، وهوما يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02-04) نتائج اختبار استقراريه النموذج CUSUM بورصة باريس



المصدر بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

الشكل رقم (03-04) نتائج اختبار استقراريه النموذج CUSUM OF SQUARES بورصة باريس



المصدر بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

بما أن التمثيل البياني في كل من CUSUM ، و CUSUM Of SQUARES داخل الحدود الحرجة عند مستوى 0.05، نقبل باستقراريه النموذج.

5.3 تحليل و تفسير النتائج لمؤشر بورصة باريس CAC40

يلاحظ من خلال نتائج التقدير السابقة أن قيمة احتمال تحقق فرضية العدم أقل من مستوى معنوية 5% ، أي $P-Value = 0.0000 < 0.05$ ، وبالتالي فإننا نرفض فرضية العدم التي تقضي بعدم معنوية النموذج ، ومنه نستنتج أن النموذج ذو معنوية .

بالنسبة إلى R^2 يلاحظ أن قيمة معامل التحديد قريبة من الواحد ($R^2 = 0.638861$) وهذا ما يفسر بوجود علاقة قوية بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة لها بمعدل $R^2 = 0.63$ مما يعني أن 63% من تغيرات عوائد على مؤشر CAC40 تعود أسبابها إلى التغير في تغيرات المتغيرات المستقلة VIX، OVX و 37% من تغيرات عوائد CAC40 تعود أسبابها إلى متغيرات أخرى غير المتغيرات المستقلة لم يتم إدراجها في هذا النموذج وبالتالي كل من مؤشر VIX ومؤشر OVX يؤثران على مؤشر CAC40 كما يلي:

فيما يخص تأثير مؤشر VIX على مؤشر CAC40: يزداد مستوى مؤشر VIX عندما يكون هناك توتر أو رهبة في الأسواق المالية العالمية حيث يؤدي ذلك إلى عدم اليقين وقد يدفع المستثمرون إلى البحث عن ملاذ آمن في الأصول الأكثر استقراراً فكلما ارتفع مستوى مؤشر VIX، يتأثر سوق الأسهم الفرنسي بشكل سلبي مما يؤدي إلى انخفاض مؤشر CAC40، وعندما ينخفض مستوى مؤشر VIX يؤدي ذلك إلى زيادة الثقة في الأسواق العالمية وقد يؤدي إلى تحفيز الاستثمار في سوق الأسهم الفرنسي وبالتالي ارتفاع عوائد مؤشر CAC40، بشكل عام، يمكن أن يكون مؤشر VIX مؤشراً هاماً لتوقعات المستثمرين لمستويات الرهبة والتوتر في الأسواق العالمية، ولذلك فإنه يمكن أن يؤثر على مؤشر CAC40 والأسواق الأوروبية الأخرى بشكل كبير.

فيما يخص تأثير مؤشر OVX على مؤشر CAC40: إذا كانت هناك زيادة في قيمة مؤشر OVX، فقد تؤدي هذه الزيادة إلى ارتفاع سعر النفط الخام وهذا بدوره يؤثر على الشركات التي تعتمد على النفط في عملياتها مثل شركات النفط والغاز والشركات اللوجستية. وبالتالي يؤدي ذلك إلى تحركات سلبية في سوق CAC40 وعلى الجانب الآخر، إذا انخفضت قيمة مؤشر OVX ، فقد يكون ذلك إيجابياً لـ CAC40، حيث يؤدي إلى انخفاض سعر النفط الخام وبالتالي تحركات إيجابية في الأسهم التي تتأثر بالنفط في بورصة باريس.

يجب ملاحظة أن هناك عوامل عديدة تؤثر على مؤشر CAC40 ، وليس فقط مؤشر VIX، ومؤشر OVX وبالتالي ينبغي على المستثمرين النظر في مجموعة واسعة من العوامل المؤثرة على الأسواق المالية قبل اتخاذ قرارات الاستثمار .

المبحث الثالث: قياس أثر تقلبات السوق و المخاوف على مؤشر بورصة لندن FTSE 100

1 صياغة النموذج القياسي لمؤشر بورصة لندن FTSE 100

نحاول من خلال هذه الدراسة معرفة تأثير عواطف ومشاعر وتحيزات المستثمرين وأثرها على عوائد مؤشر FTSE100 ثم نقوم بصياغة النموذج المناسب بناء على مختلف الدراسات وبعدها تقدير النموذج واختباره.

1.1 تحديد متغيرات النموذج المقترح لمؤشر بورصة لندن FTSE100

تم الاعتماد على البيانات التاريخية لدراستنا هذه خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2022 لكل متغيرات الدراسة المتمثلة في ما يلي :

1.1.1 المتغيرات المستقلة

أ) مؤشر OVX

تمت الإشارة إليه في المبحث الثاني

ب) مؤشر VIX

تمت الإشارة إليه في المبحث الثاني

2.1.1 المتغير التابع:

- مؤشر FTSE100

مؤشر FTSE100 هو مؤشر للأسهم البريطانية ويتألف من 100 شركة مدرجة في بورصة لندن يتم حساب المؤشر من خلال مجموع القيم السوقية للشركات المدرجة فيه والتي تمثل أكبر الشركات في بورصة لندن من حيث القيمة السوقية.

تم إنشاء مؤشر FTSE100 في عام 1984، وهو يشمل الشركات الأكثر تداولاً وتأثيراً في الاقتصاد البريطاني. يتم استخدام مؤشر FTSE100 كمؤشر لأداء سوق الأسهم البريطانية، وكمؤشر لأداء الاقتصاد البريطاني بشكل عام.

يعتبر مؤشر FTSE100 من أكثر المؤشرات شهرة واستخداماً في العالم، ويتم متابعته بشكل واسع من قبل المستثمرين والمحليلين والمتداولين في سوق الأسهم العالمية.

من خلال معادلة التقدير نحصل على النموذج الخطي التالي :

$$FTSE100(t) = B_0 + B_1 vix(t) + B_2 ovx(t) + \varepsilon(t)$$

حيث ان:

B_i : معاملات النموذج مع $(i=1, 2, \dots, k)$.

$\varepsilon(t)$ حد الخطأ العشوائي

الجدول رقم (11-04): متغيرات الدراسة بورصة لندن

الرمز	المتغيرات	المصدر	الوحدة
المتغير التابع			
FTSE100	مؤشر بورصة لندن	.https://sa.investing.com	نسبة التغير الشهري
المتغيرات المستقلة			
ovx	مؤشر التقلب لأسعار النفط الخام	.https://sa.investing.com	نسبة التغير الشهري
vix	مؤشر الخوف	.https://sa.investing.com	نسبة التغير الشهري

المصدر من اعداد الطالب

فيما يخص علاقة المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع جاءت كما يلي:

- مؤشر VIX

مؤشر VIX هو مؤشر يقيس تقلب الأسواق والمخاطرة المرتبطة بها في سوق الأسهم الأمريكية، في حين أن FTSE100 هو مؤشر يقيس أداء الأسهم في بورصة لندن ومن المهم ملاحظة أن الأسواق المالية عالمية وتتأثر بعوامل عديدة، بما في ذلك مؤشر VIX

- مؤشر OVX

مؤشر OVX هو مؤشر يقيس توقعات السوق لتقلبات أسعار النفط الخام في المستقبل القريب، في المقابل حيث يمكنه أن يؤثر على الشركات التي تستعمل النفط في عملية الانتاج والمدرجة في بورصة لندن وبالتالي التأثير على مؤشر FTSE100

2.1 الدراسة الوصفية للمتغيرات لمؤشر بورصة لندن FTSE 100

سوف نقوم بإدخال البيانات التاريخية لكل من مؤشر FTSE100 التابع لمجموعة الفايينشال تايمز ومؤشر الخوف VIX ومؤشر تقلبات أسعار النفط OVX في برنامج Eviews12 ثم نقوم بعرض النتائج وتحليلها.

1.2.1 تحليل النتائج الإحصائية:

جدول رقم (04-12) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة بورصة لندن

ARIABLE	FTSE100	OVX	VIX
Mean	0.001628	0.024598	0.030205
Median	0.007700	-0.010850	-0.018800
Maximum	0.123500	2.327800	1.345700
Minimum	-0.138100	-0.433500	-0.459000
Std. Dev.	0.040578	0.263055	0.268918
Skewness	-0.454866	4.266481	1.500787
Kurtosis	3.912828	35.29550	7.017092
Jarque-Bera	12.45652	8368.581	188.5985
Probability	0.001973	0.000000	0.000000
Observations	180	180	180

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12.

من خلال النتائج الوصفية الإحصائية في الجدول يتبين أن عوائد مؤشر FTSE100 البريطاني موجبة خلال فترة الدراسة بمتوسط حسابي موجب بقيمة 0.001628 وبوسيط قيمته 0.007700 وانحراف معياري يساوي 0.040578 .

2 تقدير و تحليل النموذج القياسي المقترح لمؤشر بورصة لندن FTSE100

1.2 اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمؤشر بورصة لندن FTSE100

سوف نقوم باختبار استقرار السلاسل الزمنية لعوائد مؤشر FTSE100 البريطاني ومؤشر الخوف VIX ومؤشر تقلبات أسعار النفط OVX باستعمال اختبار Augmented-Dickey-Fuller واختبار Phillip-Perron حسب التالي:

الفرضيات

H_0 : يوجد جذر الوحدة في السلسلة أي أن السلسلة الزمنية غير مستقرة.

H_1 : لا يوجد جذر الوحدة في السلسلة أي أن السلسلة الزمنية مستقرة.

جدول رقم (04-13) اختبار استقرار السلسلة ADF بورصة لندن

عند المستوى AtLevel				
		المتغيرات Variable		
		VIX	OVX	FTSE100
With Constant مع القاطع	t-Statistic	-15.8428	-13.5705	-13.6288
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
With Constant & Trend مع قاطع و اتجاه	t-Statistic	-15.8279	-13.5662	-13.5905
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend بدون قاطع وبدون اتجاه	t-Statistic	-15.6607	-13.4783	-13.6294
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
بالفرق الأول At First Difference				
		d(VIX)	d(OVX)	d(FTSE100)
With Constant مع القاطع	t-Statistic	-10.0407	-9.1152	-12.0310
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
With Constant & Trend مع قاطع و اتجاه	t-Statistic	-10.0149	-9.0874	-11.9938
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend بدون قاطع وبدون اتجاه	t-Statistic	-10.0713	-9.1384	-12.0663
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

جدول رقم (04-14) اختبار استقرار السلسلة pp بورصة لندن

عند المستوى AtLevel				
		المتغيرات Variable		
		FTSE100	OVX	VIX
With Constant مع القاطع	t-Statistic	-13.6254	-14.2770	-18.0580
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
With Constant & Trend مع قاطع و اتجاه	t-Statistic	-13.5874	-14.6456	-18.7482
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend بدون قاطع وبدون اتجاه	t-Statistic	-13.6247	-13.6997	-16.3480
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
بالفرق الأول At First Difference				
		d(FTSE100)	d(OVX)	d(VIX)
With Constant مع القاطع	t-Statistic	-44.1281	-85.8566	-215.6728
	Prob.	0.0001	0.0001	0.0001
With Constant & Trend مع قاطع و اتجاه	t-Statistic	-44.0192	-85.4880	-215.3036
	Prob.	0.0001	0.0001	0.0001
Without Constant & Trend بدون قاطع وبدون اتجاه	t-Statistic	-44.2621	-86.2167	-212.6830
	Prob.	0.0001	0.0001	0.0001

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال النتائج نلاحظ أن السلاسل الزمنية لعوائد مؤشر FTSE100 ومؤشر كل من VIX، OVX، مستقرة عند المستوى لعدم وجود جذر وحدوي، حيث نلاحظ أن نتائجها معنوية وأقل من 5% كما تشير له قيم *Prob* المحسوبة لاختبارات الاستقرار ADF و PP وعلى هذا الأساس نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرض الوحيد وبالتالي تسمح لنا هذه النتيجة بتقدير نماذج الانحدار الذاتي.

2.2 تحليل الانحدار المتعدد بين متغيرات الدراسة لمؤشر بورصة لندن FTSE100

لمعرفة المتغيرات التي تؤثر على عوائد مؤشر FTSE100، نقوم بتقدير النموذج القياسي حسب طريقة المربعات الصغرى بين المتغيرات المستقلة والمتمثلة في مؤشر الخوف VIX ومؤشر تقلبات أسعار النفط OVX مع المتغير التابع مؤشر FTSE100 ثم اختبار الفرضيات وصولاً إلى نتائج الدراسة. وعند تقدير النموذج حصلنا على مايلي:

جدول رقم (04-15) تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى بورصة لندن

Dependent Variable: FTSE100
Method: Least Squares
Date: 02/25/23 Time: 16:45
Sample: 2008M01 2022M12
Included observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OVX	-0.037882	0.009355	-4.049321	0.0001
VIX	-0.081704	0.009151	-8.928284	0.0000
C	0.005028	0.002239	2.246150	0.0259
R-squared	0.656478	Meandependent var		0.001628
Adjusted R-squared	0.650450	S.D. dependent var		0.040578
S.E. of regression	0.029806	Akaike info criterion		-4.171673
Sumsquaredresid	0.157249	Schwarz criterion		-4.118457
Log likelihood	378.4505	Hannan-Quinn criter.		-4.150096
F-statistic	77.37884	Durbin-Watson stat		2.179296
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال نتائج الجدول رقم (04-15) نلاحظ وجود علاقة سلبية معنوية بين متغيرات مشاعر المستثمرين مؤشر الخوف VIX وعوائد مؤشر FTSE100 وعلاقة سلبية بين مؤشر تقلبات أسعار النفط OVX وعوائد مؤشر FTSE100 مما يعني أن مؤشر VIX ومؤشر OVX يؤثران سلباً على عوائد مؤشر FTSE100. كما أنه كلما تغير مؤشر الخوف VIX بقيمة واحدة يتغير مؤشر FTSE100 في الاتجاه المعاكس بقيمة 0.081704 وكلما تغير مؤشر تقلبات أسعار النفط OVX بقيمة واحدة يتغير مؤشر FTSE100 في الاتجاه

المعكس بقيمة 0.037882 وهذا يدل على وجود علاقة عكسية بين VIX و FTSE100 وعلاقة عكسية بين OVX و FTSE 100.

معامل التحديد $R^2 = 0.65$ مما يعني أن 65% من تغيرات عوائد مؤشر FTSE100 تعود أسبابها إلى التغير في تغيرات المتغيرات المستقلة VIX، OVX و 35% من تغيرات عوائد مؤشر FTSE100 تعود أسبابها إلى متغيرات أخرى غير المتغيرات المستقلة لم يتم إدراجها في هذا النموذج، وبالتالي كل من مؤشر VIX ومؤشر OVX يؤثران على مؤشر FTSE 100 .

نلاحظ أيضا أن قيمة Durbin-Watson تساوي 2.179296 و هي قيمة أكبر من 2 بمعنى لا توجد مشكلة ارتباط ذاتي ، كذلك نلاحظ أن قيمة p لفيشر أصغر من 5% أي أنها ذات دلالة إحصائية. وبما أن المتغيرات المفسرة ذو معنوية، فعليه النموذج صالح للدراسة الإحصائية.

3 الدراسة الإحصائية للنموذج لمؤشر بورصة لندن FTSE100

1.3 تشخيص النموذج لمؤشر بورصة لندن FTSE100

1.1.3 تشخيص الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية : هناك عدة اختبارات تسمح لنا بالكشف عن ما إذا كان الأخطاء العشوائية مرتبطة ذاتيا أم لا، وعلى هذا الأساس فإننا سوف نستخدم الاختبارات الشهيرة منها اختبار Durbin-Watson والذي يعتمد على إيجاد إحصائيتين جدوليتين (d_l, d_u) ، وذلك بمعرفة عدد المشاهدات N وعدد المتغيرات المفسرة K، لكي لا يكون هناك ارتباط بين الأخطاء يجب ان تكون الإحصائية DW المحسوبة و المستخرجة في عملية التقدير محصورة بين d_l و $4-d_l$ ، من خلال جدول توزيع داربن واتسون نجد ان القيم المجدولة هي $(d_l=1.73, d_u=1.77)$ ، والقيمة المحسوبة هي $DW=2.17$ والنتيجة أن قيمة داربن واتسون تقع في مرحلة القبول إذن نقبل الفرض الصفري $\rho=0$ ، و نقرر عدم وجود ارتباط ذاتي و للتأكد نقوم باستخدام اختبار آخر هو اختبار Berush Godfrey .

2.1.3 اختبار Berush Godfrey

يقوم هذا الاختبار على الفرضية المنعدمة H_0 والبديلة H_1 حيث:

H_0 عدم وجود ارتباط بين الأخطاء

H_1 يوجد ارتباط بين الأخطاء

إذا كان الاحتمال المقابل للإحصائية R^2 . n. أكبر من حد المعنوية المقترح فإننا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء. ونتائج الاختبار موضحة كما يلي:

جدول رقم (04-16) نتائج اختبار Berush Godfrey بورصة لندن

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Nullhypothesis: No serial correlation up to 2 lags

F-statistic	1.195601	Prob. F(2,175)	0.3050
Obs*R-squared	2.426369	Prob. Chi-Square(2)	0.2972

Date: 02/25/23 Time: 17:28
Sample: 2008M01 2022M12
Included observations: 180

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.114	0.114	2.3894	0.122
		2	0.042	0.029	2.7101	0.258
		3	0.058	0.051	3.3416	0.342
		4	0.102	0.090	5.2751	0.260
		5	0.147	0.091	16.439	0.006
		6	0.144	0.098	20.323	0.002
		7	0.067	0.031	21.161	0.004
		8	0.016	-0.024	21.211	0.007
		9	0.094	0.049	22.902	0.006
		10	0.091	0.007	24.484	0.006
		11	0.042	-0.029	24.819	0.010
		12	0.133	0.101	28.266	0.005
		13	0.147	0.124	32.517	0.002
		14	0.065	0.014	33.362	0.003
		15	0.066	0.020	34.220	0.003
		16	0.085	0.047	35.656	0.003
		17	0.093	0.020	37.377	0.003
		18	0.094	-0.002	39.170	0.003
		19	0.065	-0.002	40.041	0.003
		20	0.010	-0.032	40.063	0.005
		21	-0.030	-0.088	40.249	0.007
		22	-0.043	-0.116	40.627	0.009
		23	0.045	0.007	41.054	0.012
		24	-0.018	-0.059	41.124	0.016
		25	-0.051	-0.084	41.681	0.019
		26	0.040	0.058	42.018	0.024
		27	0.070	0.109	43.083	0.026
		28	-0.028	-0.054	43.252	0.033
		29	-0.038	-0.053	43.569	0.040
		30	-0.002	0.013	43.570	0.052
		31	0.002	-0.019	43.571	0.066
		32	0.076	0.024	44.836	0.065
		33	-0.045	-0.052	45.290	0.075
		34	-0.040	0.033	45.651	0.087
		35	0.005	0.039	45.657	0.107
		36	-0.049	-0.069	46.196	0.119

المصدر بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال الجدول الممثل لدالة الارتباط الذاتي والجزئي (AC-PAC) لبواقي النموذج المقدر، نلاحظ أن جميع الأعمدة داخل مجال الثقة وإحصائية الاختبار Q-Star غير معنوية، و بالتالي نقبل الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط وهو نفس الشيء بالنسبة لاختبار Breusch-Godfrey Correlation LM، الاحتمال المقابل للإحصائية R². n. (0.2972) أكبر من حد المعنوية (0.05) وعليه نقبل فرضية العدم التي تنص على ان الأخطاء غير مرتبطة ببعضها البعض.

2.3 اختبار ثبات تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة لندن FTSE100

هناك العديد من الاختبارات نأخذ اختبارات Berush-Pagan-Godfrey و Arch والتي تقوم على الفرضيتين:

المنعدمة H₀ البديلة H₁ حيث:

H₀ عدم وجود تجانس بين الأخطاء

H₁ يوجد تجانس بين الأخطاء

إذا كان الاحتمال المقابل للإحصائية R². n. أكبر من حد المعنوية المقترح (5%) فإننا نقبل فرضية العدم التي

تنص على عدم تجانس الأخطاء. ونتائج الاختبار في ما يلي:

جدول رقم (04-17) اختبار تجانس الأخطاء بورصة لندن

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Nullhypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.707910	Prob. F(2,177)	0.1842
Obs*R-squared	3.407947	Prob. Chi-Square(2)	0.1820
Scaled explained SS	3.676510	Prob. Chi-Square(2)	0.1591

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	2.765119	Prob. F(1,177)	0.0981
Obs*R-squared	2.753350	Prob. Chi-Square(1)	0.0971
F-statistic	2.765119	Durbin-Watson stat	1.911769
Prob(F-statistic)	0.098109		

المصدر بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

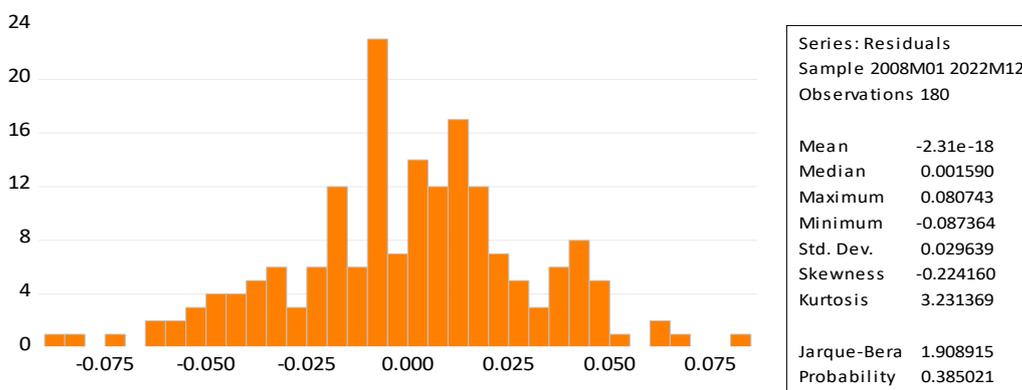
نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة احتمال الإحصائية $obs*R-squared$ أكبر من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي فإننا نقبل فرضية عدم التنص على عدم تجانس الأخطاء العشوائية، وهي نفس النتيجة التي توصلنا إليها من خلال استخدامنا لكل من الاختبارين Berush-Pagan-Godfrey و Arch ، من خلال هذه الاختبارات نستنتج عدم تجانس الأخطاء العشوائية.

3.3 اختبار طبيعية الأخطاء العشوائية لمؤشر بورصة لندن FTSE 100

لمعرفة ما إذا كانت الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي أم لا نقوم بإجراء اختبار جارك-بيرا

(Jarque-Bera) على النحو التالي:

الشكل رقم (04-04) التوزيع الطبيعي للأخطاء بورصة لندن



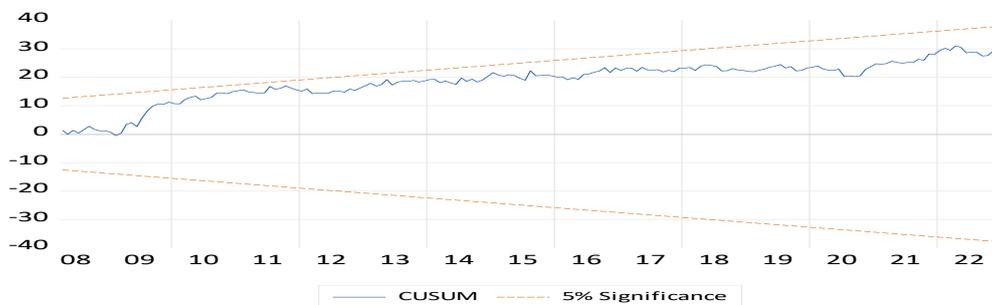
المصدر بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

للتحقق من شرط التوزيع الطبيعي Jarque-Bera وجدنا أن نتيجة الاختبار كانت غير معنوية و هو ما يدعم أن البواقي يخضعون للتوزيع الطبيعي ومن خلال قيمة $J-B=1.90$ أقل من $\chi^2=5.7$ ، وهو ما يؤكد أن النموذج يخضع للتوزيع الطبيعي.

4.3 اختبار الاستقرار للنموذج لمؤشر بورصة لندن FTSE100

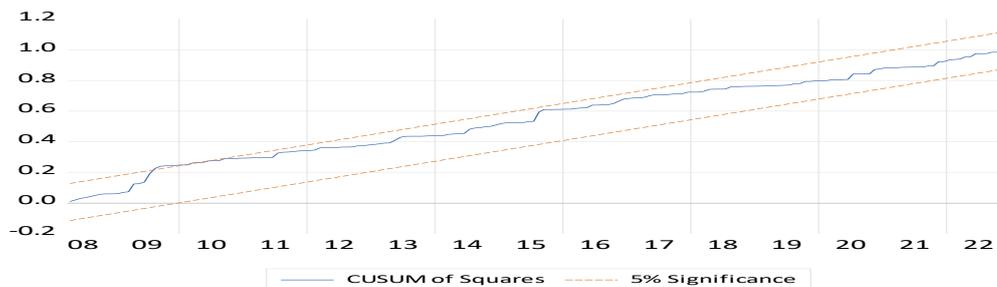
لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لا بد من استخدام أحد الاختبارات التالية: المجموع التراكمي للبواقي CUSUM، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي CUSUM Of Squares، وهو ما يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (04-05) نتائج اختبار استقراريه النموذج CUSUM بورصة لندن



المصدر بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

الشكل رقم (04-06) نتائج اختبار استقراريه النموذج CUSUM OF SQUARES بورصة لندن



المصدر بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

بما أن التمثيل البياني في كل من CUSUM، و CUSUM OF SQUARES داخل الحدود الحرجة عند مستوى 0.05، نقبل باستقراريه النموذج.

5.3 تحليل و تفسير النتائج لمؤشر بورصة لندن FTSE100

يلاحظ من خلال نتائج التقدير السابقة أن قيمة احتمال تحقق فرضية العدم أقل من مستوى معنوية 5%، أي $P-Value = 0.0000 < 0.05$ ، وبالتالي فإننا نرفض فرضية العدم التي تقضي بعدم معنوية النموذج، ومنه نستنتج أن النموذج ذو معنوية .

بالنسبة إلى R^2 يلاحظ أن قيمة معامل التحديد قريبة من الواحد ($R^2 = 0.656478$) وهذا ما يفسر بوجود علاقة قوية بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة لها بمعدل $R^2 = 0.65$ مما يعني أن 65% من تغيرات عوائد مؤشر FTSE100 تعود أسبابها إلى التغير في تغيرات المتغيرات المستقلة VIX، OVX و 35% من تغيرات عوائد مؤشر FTSE100 تعود أسبابها إلى متغيرات أخرى غير المتغيرات المستقلة لم يتم إدراجها في هذا النموذج، وبالتالي كل من مؤشر VIX ومؤشر OVX يؤثران على مؤشر FTSE100 كما يلي:

تأثير مؤشر VIX على مؤشر FTSE100

عندما يرتفع مؤشر VIX ، فإن ذلك يشير إلى أن المستثمرين يشعرون بالقلق والتوتر حيال مستقبل الأسواق المالية، وبما أن FTSE100 هو مؤشر يقيس أداء الأسهم في بورصة لندن، فإنه سيتأثر بشكل طبيعي بأي تغيير في المشاعر السائدة في الأسواق العالمية.

في حالة ارتفاع مؤشر VIX ، فإنه من المرجح أن يرتفع معدل التقلبات في أسواق الأسهم العالمية، وبالتالي يؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة مؤشر FTSE100

من جهة أخرى، إذا انخفض مؤشر VIX، فإن ذلك يشير إلى زيادة الثقة في الأسواق المالية ويؤدي ذلك إلى ارتفاع قيمة مؤشر FTSE100

ومع ذلك، يجب ملاحظة أن هذا الارتباط ليس دائماً ثابتاً، وقد يتغير تبعاً للعوامل الأخرى التي تؤثر على الأسواق.

تأثير مؤشر OVX على مؤشر FTSE100 يعتمد على عدة عوامل. على المدى القصير، يمكن أن تؤثر تحركات مؤشر OVX على الشركات التي تعمل في قطاع النفط والغاز والتي يمثل بعضها جزءاً من مؤشر FTSE100 وبالتالي فإن تغيرات سعر النفط العالمي يمكن أن تؤثر على قيمة هذه الشركات وعلى أداء المؤشر بشكل عام.

على المدى الطويل، فإن تقلبات أسعار النفط يمكن أن تؤثر على الاقتصاد العالمي وبالتالي على الشركات المدرجة في مؤشر FTSE100 على سبيل المثال، إذا ارتفع سعر النفط بشكل كبير، فقد يؤدي ذلك إلى زيادة

تكاليف الإنتاج للشركات التي تستخدم النفط في عملياتها، مما يؤثر على أرباحها وينعكس سلباً على أداء المؤشر.

بشكل عام، يمكن القول أن تأثير مؤشر OVX على مؤشر FTSE100 يعتمد على عدة عوامل، بما في ذلك تغيرات سعر النفط وتأثيرها على الشركات المدرجة في المؤشر وعلى الاقتصاد العالمي بشكل عام.

خلاصة الفصل

من خلال النتائج نلاحظ وجود علاقة عكسية بين مشاعر الخوف والتنبؤ بتقلبات أسعار النفط مع مؤشر بورصة باريس CAC40 فكلما ارتفع معدل المؤشرين المستقلين ينخفض معدل قياس عوائد مؤشر CAC40 والعكس صحيح مما يدل على تأثير قرار الاستثمار في بورصة باريس بالخوف وتقلبات أسعار النفط الخام. نفس الشيء بالنسبة لمؤشر بورصة لندن FTSE100 نلاحظ وجود علاقة عكسية بين المؤشرين المستقلين وعوائد مؤشر FTSE100 وبالتالي قرار الاستثمار في هذه البورصة يتأثر بالخوف وتقلبات أسعار النفط الخام. وعلى هذا الأساس نستنتج أن المستثمرون يتأثرون في الأسواق المالية بالخوف وتقلبات الأسعار لأسباب عدة، بعضها يتعلق بال نفسية وبعضها الآخر يرتبط بالاقتصاد والأحداث العالمية ومن بين الأسباب الرئيسية التي تؤثر على سلوك المستثمرين :

- الرغبة في تحقيق أرباح سريعة حيث يريد الكثير من المستثمرين تحقيق أرباح سريعة في فترة قصيرة، ولذلك فإنهم يختارون الاستثمار في الأسواق المالية، وعندما تحدث تقلبات في الأسعار قد تتحول هذه الرغبة إلى خوف من الخسارة.

- تتأثر النفسية لدى المستثمرين بالتقلبات الحادة في الأسعار والأخبار الاقتصادية المخيبة للآمال، وهذا يؤثر على قراراتهم الاستثمارية ويدفعهم إلى اتخاذ قرارات سريعة دون التفكير الكافي.

- تؤثر الأحداث الاقتصادية والسياسية العالمية على الأسواق المالية وتسبب التقلبات في الأسعار، وهذا يؤدي إلى عدم الاستقرار في الأسواق المالية ويدفع المستثمرين إلى الخوف من الخسارة.

- تتأثر أسعار الأسهم بالعديد من العوامل الفنية مثل الرسوم البيانية والتحليل الفني وتحركات الأسهم في الماضي، وعندما يحدث تغيير في أي من هذه العوامل يمكن أن يؤثر على أسعار الأسهم ويدفع المستثمرين إلى الخوف من الخسارة.

بشكل عام، فإن المستثمرين في الأسواق المالية يتأثرون بالخوف وتقلبات الأسعار لأن الاستثمار في الأسواق المالية محفوف بالمخاطر.

خاتمة

خاتمة:

يعتبر الاستثمار في البورصة واحدة من الطرق التي يمكن الاستفادة منها لتحقيق الأهداف المالية الشخصية لتحسين الحالة المالية أو توسيع رأس المال، حيث إن اتخاذ قرار الاستثمار السليم في الأسواق المالية أمرًا مهمًا للغاية، وذلك لأنه يؤثر على العديد من المجالات والجوانب المختلفة، حيث يتوقع الكثير من المستثمرين الحصول على أرباح من خلال الاستثمار في البورصة، ولكن يجب أن يتم اتخاذ القرارات السليمة لتحقيق هذا الهدف لتفادي خطر الخسائر أو تقليل الخطر، قد يتضمن الاستثمار في البورصة بعض المخاطر، ولكن يمكن تقليل هذه المخاطر من خلال اتخاذ القرارات السليمة والتي تعتمد على تحليل الأسواق المالية والتوقعات وتنوع المحافظ الاستثمارية التي تساعد في تحقيق الأرباح وتقليل المخاطر.

يعتمد معظم المحللون للأسواق المالية في تحليلهم للسوق على البيانات والتقارير المالية المتعلقة بنشاط الشركات والمؤسسات الناشطة في السوق، إذ يتم استغلال هذه المعلومات للتنبؤ بأسعار الأسهم والسندات في المستقبل، حيث تعتمد هذه التحليلات على السرعة والدقة في الحصول على المعلومة، فكلما كانت هذه المعلومات دقيقة ومتاحة في وقت وجيز كلما دل ذلك على وجود كفاءة في تلك الأسواق المالية وكلما كانت المعلومات في متناول الجميع، دل ذلك وجود تناظر في المعلومة لدى الجميع وهو ما يشير إلى وجود تساوي في الفرص الاستثمارية مما يسمح للمستثمرين باختيار الأسواق الأكثر كفاءة وفعالية، غير أن عملية صنع القرار الاستثماري لا تعتمد فقط على كمية المعلومات المتاحة وسرعتها، حيث يدخل في ذلك عدة عوامل أخرى تؤثر في اتخاذ القرار، لقد أشارت النظرية المالية السلوكية والتي تعتبر من أحدث النظريات في الاقتصاد المالي إلى وجود عوامل سيكولوجية ونفسية تؤثر في عملية صنع القرار الاستثماري، حيث تركز هذه النظرية على دراسة سلوك المستثمرين وتفاعلهم مع الأسواق المالية، وتتأثر هذه النظرية بمفهوم النفع الاقتصادي الذي يسعى المستثمر لتحقيقه من خلال استثماراته.

وتؤكد النظرية المالية السلوكية أن المستثمرين يتأثرون بشكل كبير بالعوامل النفسية والاجتماعية والسلوكية، وهذا يؤدي إلى اتخاذهم لقرارات استثمارية غير مستندة إلى المعلومات المتاحة وإلى التحليل الفني للأسهم والأسواق المالية، وبالتالي فإن النظرية المالية السلوكية تؤكد على أن المستثمر يتخذ قرارات الاستثمار بناء على مجموعة من العوامل المتعلقة بشخصيته وبمناخ الأسواق المالية وتوجهاته النفسية والسلوكية، وليس فقط بناء على المعلومات المتاحة، ومن هذا المنطلق فإن النظرية المالية السلوكية تعتبر أن السوق المالية ليست فعالة بشكل كامل، حيث يمكن أن تحدث تقلبات في أسعار الأسهم والأصول المالية بسبب العوامل النفسية والسلوكية التي تؤثر على سلوك المستثمرين، وهذا يمكن أن يؤدي إلى حدوث فجوة بين سعر الأصل المالي وقيمه الحقيقية.

و بالنظر إلى ما تم التطرق إليه في هذه الدراسة في شقها النظري وسعيا منا للإجابة عن اشكالية الدراسة قمنا ببناء نموذج قياسي يفسر لنا العلاقة بين تحيزات ومشاعر المستثمرين وعوائد أسهم بوضتي باريس ولندن، وانطلاقا من التحليل الوصفي لكلا السوقين، كانت نتائج الدراسة النظرية والتطبيقية كما يلي:

النتائج النظرية

- إن تفسير نظرية كفاءة الاسواق المالية للسوق و وجهة نظر النظرية المالية السلوكية يختلف، حيث تفسر نظرية كفاءة الأسواق الأسعار في الأسواق المالية بأنها تعكس دائما كل المعلومات المتاحة للمستثمرين، وبالتالي لا يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد فائقة على المتوسط في المدى الطويل، لأن الأسعار تعكس بالفعل كل المعلومات المتاحة، غير أن تفسير النظرية المالية السلوكية للسوق يختلف تماما عن سابقتها، إذ ترى النظرية المالية السلوكية أن الأسعار في الأسواق المالية يمكن أن تتأثر بالعوامل النفسية والاجتماعية والنفسية للمستثمرين بشكل كبير، وأن الأسعار يمكن أن تتحرك دون أي ارتباط وثيق بالمعلومات الحقيقية المتاحة، وعلى هذا الأساس، يمكن لبعض المستثمرين تحقيق عوائد فائقة على المتوسط في المدى الطويل بتطبيق استراتيجيات استثمارية مختلفة وذكية.

- هناك جدل قائم بين النظرية المالية السلوكية ونظرية كفاءة الأسواق بشأن مدى صحة تلك النظريات، فالنظرية المالية السلوكية تشكك في فرضية أن الأسعار تعكس دائما كل المعلومات المتاحة، وتؤكد على أن هناك عوامل نفسية واجتماعية يمكن أن تؤثر على الأسعار. ومن الجانب الآخر، تتعارض هذه النظرية مع نظرية كفاءة الأسواق التي تقول إن الأسعار تعكس دائما كل المعلومات المتاحة. ومن الممكن أن تكون الحقيقة ما بين هذين الطرفين، أي أن الأسواق المالية قد تكون كفاء بشكل عام، ولكنها تعرضت للتأثير بعوامل أخرى قد تكون داخلية أو خارجية أو مرتبطة بعوامل نفسية.

- حسب النظرية المالية السلوكية، يتأثر قرار الاستثمار بالتحيزات السلوكية لأن الأفراد يتخذون القرارات المالية بناء على اعتقاداتهم ومشاعرهم وتوقعاتهم الشخصية بشأن السوق والأسهم المختلفة، بالإضافة إلى تأثيرات العوامل النفسية مثل الرغبة في الفوز، والخوف من الخسارة، والتأثيرات الاجتماعية مثل الضغط الاجتماعي والرأي العام والحالات الشاذة في السوق وكذا التغيرات الموسمية و المناخية.

النتائج التطبيقية:

بالنظر إلى فترة الدراسة التي قمنا بها والتي تضمنت (180 مشاهدة)، قمنا باستخدام الانحدار الخطي المتعدد لقياس أثر مشاعر الخوق وأثر تقلبات الأسعار نبط على عوائد مؤشرات كل من بورصة باريس و بورصة لندن حيث جاءت نتائج الدراسة التطبيقية كالتالي:

1-النتائج التطبيقية للدراسة المتعلقة ببورصة باريس

✓ بالنسبة لتأثير مؤشر الخوف VIX على عوائد مؤشر CAC40

- وجود علاقة عكسية تدل على أنه كلما زاد مستوى مؤشر VIX نتيجة التوتر أو الرهبة في الأسواق المالية العالمية ، يؤدي ذلك إلى عدم اليقين وقد يدفع المستثمرون إلى البحث عن ملاذ آمن في الأصول الأكثر استقراراً .

- عند ارتفاع مستوى مؤشر VIX، يتأثر سوق الأسهم الفرنسي بشكل سلبي مما يؤدي إلى انخفاض مؤشر CAC40، وعندما ينخفض مستوى مؤشر VIX يؤدي ذلك إلى زيادة الثقة في الأسواق العالمية وقد يؤدي إلى تحفيز الاستثمار في سوق الأسهم الفرنسي وبالتالي ارتفاع عوائد مؤشر CAC40.

- يمكن أن يكون مؤشر VIX مؤشراً هاماً لتوقعات المستثمرين لمستويات الرهبة والتوتر في الأسواق العالمية، ولذلك فإنه يمكن أن يؤثر على مؤشر CAC40 والأسواق الأوروبية الأخرى بشكل كبير. ✓ بالنسبة لتأثير مؤشر تقلبات أسعار النفط OVX على عوائد مؤشر CAC40.

- إذا كانت هناك زيادة في قيمة مؤشر OVX، فقد يؤدي هذا إلى ارتفاع سعر النفط الخام وهذا بدوره يؤثر على الشركات التي تعتمد على النفط في عملياتها مثل شركات النفط والغاز والشركات اللوجستية.

- يؤدي ارتفاع سعر النفط الخام إلى تحركات سلبية في سوق CAC40.

- انخفاض قيمة مؤشر OVX، قد يكون إيجابياً لـ CAC40، حيث يؤدي إلى انخفاض سعر النفط الخام وبالتالي تحركات إيجابية في الأسهم التي تتأثر بالنفط في سوق CAC40

✓ هناك عوامل عديدة تؤثر على مؤشر CAC40، وليس فقط مؤشر VIX ، ومؤشر OVX

وحدهما اللذين يؤثران على بورصة باريس بل توجد عوامل خارجية أخرى لم تذكر في هذه الدراسة.

2-النتائج التطبيقية للدراسة المتعلقة ببورصة لندن

✓ بالنسبة لتأثير مؤشر الخوف VIX على عوائد مؤشر FTSE100

- عندما يرتفع مؤشر VIX، فإن ذلك يشير إلى أن المستثمرين يشعرون بالقلق والتوتر حيال مستقبل الأسواق المالية، وبما أن FTSE100 هو مؤشر يقيس أداء الأسهم في بورصة لندن، فإنه سيتأثر بشكل طبيعي بأي تغيير في المشاعر السائدة في الأسواق العالمية.

- في حالة ارتفاع مؤشر VIX، فإنه من المرجح أن يرتفع معدل التقلبات في أسواق الأسهم العالمية وبالتالي يؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة مؤشر FTSE100

- إذا انخفض مؤشر VIX، فإن ذلك يشير إلى زيادة الثقة في الأسواق المالية ويؤدي ذلك إلى ارتفاع

قيمة مؤشر FTSE100

✓ بالنسبة لتأثير مؤشر تقلبات أسعار النفط OVX على عوائد مؤشر FTSE100

- تأثير مؤشر OVX على مؤشر FTSE100 يعتمد على عدة عوامل على المدى القصير .

- يمكن أن تؤثر تحركات مؤشر OVX على الشركات التي تعمل في قطاع النفط والغاز والتي يمثل بعضها جزءاً من مؤشر FTSE100 وبالتالي فإن تغيرات سعر النفط العالمي يمكن أن تؤثر على قيمة هذه الشركات وعلى أداء المؤشر بشكل عام.

- على المدى الطويل، يمكن لتقلبات أسعار النفط أن تؤثر على الاقتصاد العالمي وبالتالي على الشركات المدرجة في مؤشر FTSE100 .

- بشكل عام، يمكن القول أن تأثير مؤشر OVX على مؤشر FTSE100 يعتمد على عدة عوامل، بما في ذلك تغيرات سعر النفط وتأثيرها على الشركات المدرجة في المؤشر وعلى الاقتصاد العالمي بشكل عام.
التوصيات :

- يمكن أن تؤدي التحيزات السلوكية إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة قد تؤثر على الأداء المالي للفرد لذلك يجب على المستثمرين أن يكونوا على دراية بتلك التحيزات ويحاولون تجنبها من خلال البحث الجيد واستخدام تقنيات التحليل الفني والأساسي المناسبة لاتخاذ القرارات المالية المستنيرة والمدروسة.
- ينبغي على المستثمرين النظر في مجموعة واسعة من العوامل المؤثرة على الأسواق المالية قبل اتخاذ قرارات الاستثمار.

- الدراسة الجيدة للشركات المدرجة في البورصة وفهم طبيعة عملها وأدائها المالي والاقتصادي من خلال مراجعة التقارير المالية الخاصة بها والأخبار المتعلقة بها يساهم في اتخاذ القرار المناسب.
- لا بد من تحديد أهداف الاستثمار والمدة الزمنية للاستثمار، وذلك لتحديد الاستراتيجية المناسبة والتي تتناسب أهداف المستثمر ومدى تحمله للمخاطر.

- التنوع في المحفظة الاستثمارية، يقلل من المخاطر المرتبطة بالاستثمار في سهم أو شركة واحدة، وذلك عن طريق الاستثمار في عدة شركات وقطاعات.

- الاستعانة بخبراء المال والاقتصاد والمتخصصين في الاستثمار والبورصة، يمكن من الحصول على نصائح وتوصيات خاصة بالأسهم والشركات الممكن الاستثمار فيها.

- يجب الاستفادة من التحليل الفني والأساسي للأسهم والشركات المدرجة في البورصة، وذلك لتحليل أدائها المالي والاقتصادي وتقدير الاتجاهات المستقبلية لأسعارها.

- ضرورة تحديد المبلغ المناسب للاستثمار في البورصة والذي يتناسب مع أهداف الاستثمار والمخاطر المقبولة.

قائمة المراجع

أولا المراجع باللغة العربية

الكتب

- 1- أحمد محمد فهمي سعيد البرزنجي، مدخل في التمويل والاستثمار، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، الطبعة الأولى بغداد، 2014.
- 2- أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع والدعاية والإعلان، الطبعة الأولى، عمان، 2018.
- 3- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم في الأدوات ، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن، عمان، 2012.
- 4- أمين السيد أحمد لطفى، المحاسبة في شركات السمسرة في الاوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الطبعة الاولى، الاسكندرية، مصر، 2008.
- 5- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة السابعة، الجزائر، 2010.
- 6- إدوين بوررتون سونيت شاه ، عبد الله بن خالد بن ربيعان، محمد بن عبد الله الجراح، سلوك الاسواق المالية -فهم الأبعاد الاجتماعية والمعرفية والاقتصادية ، معهد الإدارة العامة، المملكة السعودية، الرياض 2017.
- 7- ايهاب سعيد، الادلة الفنية للأسواق المالية ، دار الكتب،مصر،2022.
- 8- بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية(تقييم الأسهم و السندات)، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، الطبعة الأولى ،بسكرة،الجزائر،2019.
- 9- جمال الدين عوض، الأوراق التجارية، السند الاذني - الكمبيالة- الشيك/ دراسة للقضاء، مطبعة جامعة القاهرة و الكتاب الجامعي،1995 .
- 10- جون ميرفي، التحليل الفني للأسواق المالية، ترجمة شيماء سليمان 2015.
- 11- جلال البناء، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات (المسار الأمريكي والبورصات الناشئة)، شركة الندى للطباعة، الطبعة الأولى، مصر، 2007.
- 12- حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، مطابع الاهرام المصرية،2005.
- 13- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الاردن، عمان،2016.

- 14- سالم محمد عبود، أحمد فهمي سعيد، الاستثمار و أدواته في الأسواق المالية (دراسة تحليلية لواقع السوق المالي العراقي و العربي و الأمريكي)، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، الطبعة الأولى، 2014.
- 15- سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2005.
- 16- سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2018.
- 17- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الاوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية في دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية ، الناشر المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى، 1996.
- 18- سالم صلال راهي الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، الناشر: الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، الطبعة الأولى، القاهرة ، مصر، 2017.
- 19- شمعون شمعون، البورصة و بورصة الجزائر، دار الاطلس للنشر، الجزائر، 1993.
- 20- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الاوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، دار الفكر، الطبعة الأولى، دمشق، سوريا، 2002.
- 21- صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الأولى، عمان، الأردن، 2014.
- 22- صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية.، عالم الكتب للنشر والتوزيع ،مصر، 2003.
- 23- صالح طاهر الزرقان ، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم (النظرية والتطبيق)، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
- 24- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية ، المفاهيم -إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2001.
- 25- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية ، الاسكندرية، 2007.
- 26- عصام عبدالغني علي، أحمد عبد المنعم شفيق، إدارة الأسواق الدولية - الاستراتيجيات والدوافع وثقافات اتمام الصفقات و ادارة المخاطر و اتخاذ القرارات، مركز التعليم المفتوح بجامعة بنها، 2010.

- 27- عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، الناشر مكتبة حسن العصرية، الطبعة الاولى، بيروت، لبنان، 2015.
- 28- علي المعطي رضا أرشيد، حسني علي خريوش، الأسواق المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية)، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، 2011.
- 29- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية و المالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010.
- 30- عبد الله خالد بن ربيعان، سوق المال السعودية- نشأتها وأدواتها وكفائتها، فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، السعودية، 2020.
- 31- كركباترك الثاني، جولي آ. دولكويست. ترجمة أحمد صلاح عبد العزيز، المنبع الدفاق في علم التحليل الفني للأسواق، الطبعة الإنجليزية الثانية، 2017.
- 32- محمد فرح عبد الحليم، الاسواق المالية والبورصات، مركز جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب الجامعي الطبعة الثانية صنعاء، اليمن، 2013.
- 33- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية- الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، الأردن، عمان، 2009.
- 34- مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة و النشر والتوزيع، الطبعة الاولى، بيروت، لبنان، 2013.
- 35- ماجد فهد العمري، التحليل الفني الأداة الأكثر فعالية لتحليل الأسواق المالية ، مضارب، الطبعة الثالثة، 2020.
- 36- مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز، الطبعة الاولى، جدة، السعودية، 2010.
- 37- محروس حسن، الأسواق المالية و الاستثمارات المالية، ، 1994، القاهرة، مصر.
- 38- منير الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار النشر منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 1993.
- 39- مصطفى كولار و اخرون، الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالية، الناشر ألفا للوثائق، الطبعة الأولى، قسنطينة، الجزائر، 2019.

- 40- محمد عبد اللاه أحمد حسن، عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية- دراسة مقارنة مع القوانين الامريكية و الفرنسية، الناشر منشأة المعارف، الاسكندرية، 2011.
- 41- ماهر كنج شكري ، مروان عوض، العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين النظرية و التطبيق، نشر بدعم من معهد الدراسات المصرفية، الطبعة الأولى عمان- الأردن، 2004.
- 42- نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس المسوي، السياسات الاقتصادية ، الإطار العام ، وأثرها في السوق المالي و متغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري العلمية، 2022، الأردن.
- 43- هبة عبد الحليم عبد ربه ،أحمد علي بكري، علم نفس البورصة و تطوير الأسواق المالية العربية، دار الوفاء لدنيا الطباعة، الطبعة الاولى، الأسكندرية - 2015.
- 44- هبة الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان ، 2017.

الأطروحات والرسائل

- 1- العجاج فاطمة الزهراء، المعلومات: محرك لتطوير و تحسين نجاعة الأسواق المالية- دراسة قياسية لسوقي تونس والمغرب، مذكرة ماجستير في التسيير الدولي للمؤسسات تخصص مالية دولية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2009-2010.
- 2- العمري صفية، سبل تفعيل كفاءة أسواق الاوراق المالية لجذب الاستثمارات المحلية و الأجنبية ، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد المالي و تقنيات كمية جامعة الجزائر 03 ، 2017- 2018.
- 3- برارمة ريمة، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية- دراسة حالة بورصة باريس و لندن-أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص مالية، بنوك وتأمينات، جامعة فرحات عباس سطيف-1/2018-2019.
- 4- بوبريمة إحسان، دور الإصدارات في استقرار الأسواق المالية، حالة البورصات العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف-1- 2017/2018.
- 5- بن حاسين بن أمر، عقبات قيام الأسواق المالية في الدول النامية- حالة الجزائر- مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2003- 2004.

- 6- بن شعيب فاطمة الزهراء، دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الاسواق المالية الخليجية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية ، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2010-2011.
- 7- بن عزوز عبد الرحمان ، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الاشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012.
- 8- بن أمير بن حاسين، فعالية الاسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2012-2013.
- 9- بن لخضر مسعودة، أثر تطبيق الافصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لسوق الاوراق المالية- دراسة مجموعة من الدول النامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد بوضياف المسيلة، السنة الجامعية 2019/2020.
- 10- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، 2005-2006.
- 11- رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في اسواق الاوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، 2014-2015 .
- 12- جهرة شنانة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي- دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس 1 سطيف، 2017-2018.
- 13- حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات-دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة: (2008-2013)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الاسواق المالية والبورصات، 2014-2015.
- 14- حمداني زهرة، اشكالية تدويل الخطر المالي وأثره على الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد تخصص مالية دولية، جامعة وهران، السنة الجامعية 2011/2012 .

- 15- حياة زيد ، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الاردن، السعودية، و فلسطين) مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الاسواق المالية و البورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة-2014-2015.
- 16- سارة بكوش، إدارة وتطوير المنتجات المالية وأثر ذلك على تنشيط السوق المالية -دراسة مقارنة بين الجزائر، تركيا و المغرب، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص مالية ، بنوك وتأمينات، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2019- 2020.
- 17- سيرين خالد الحموي، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الاسهم(دراسة تطبيقية في سوق دمشق لأوراق المالية)، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة دمشق سوريا، 2015-2016.
- 18- سراي صالح، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية- دراسة عينة من أسواق راس المال العربية- المغرب، الاردن، مصر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2016-2017.
- 19- شوقي طارق، محاسبة التغطية عن المشتقات المالية في ظل معايير المحاسبة الدولية و النظام المالي المحاسبي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2017، 2018.
- 20- شافية كتاف، دور الادوات المالية الاسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الاسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والاسلامية أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، 2013-2014.
- 21- صفية صديقي ،طرق تقييم وتحليل الأوراق ، المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، 2011، 2012.
- 22- علي حسن، تحليل الحركة العشوائية لأسعار الأسهم في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية(دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية والمصرفية، جامعة دمشق سوريا، 2014.

- 23- علي أحمد، فارس، التحيزات الإدراكية في قرارات المستثمرين في سوق الأسهم بإطار مدخل المالية السلوكية، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في علوم إدارة الأعمال، جامعة كربلاء، 2014.
- 24- عقبة خضير، أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2014-2017)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص أسواق مالية و بورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2019-2020.
- 25- فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر- واقع وآفاق- رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص النقود المالية، جامعة الجزائر، 2002-2003.
- 26- قسط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الاوراق المالية الاسلامية- دراسة مقارنة- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود و تمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015-2016.
- 27- مريم أمير جبار، مدخل المالية السلوكية لإدارة رأس المال العامل، دراسة تحليلية لعينة من متخذي القرار في الشركات العراقية المدرجة في السوق المالي، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة كربلاء، 2022.
- 28- مزيان محمد توفيق، قياس وتسيير المخاطرة في الاسواق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد مالي، جامعة جيلالي اليابس بسيدي بلعباس، 2016-2017.
- 29- مناصرية خولة، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية، دراسة حالة الأردن (خلال الفترة 1990-2014)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والاسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015-2016.
- 30- مزيود ابراهيم، سوق رؤوس الأموال ودورها في تمويل المشاريع التنموية في الدول العربية- دراسة حالة الجزائر - مذكرة ماجستير في علوم التسيير فرع نقود و مالية، جامعة الجزائر ، 2006-2007.
- 31- نورة بومدين، الاسواق المالية في الدول الإسلامية " معالم الواقع وآفاق المستقبل" دراسة تجربة السوق المالي الماليزي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص مالية و اقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلوي الشلف 2011- 2012.

المجلات و الدوريات

- 1- أحلام برحايلى، زبير عياش، أثر العائد والمخاطرة على الاستثمار في الأوراق المالية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2012-2016، مجلة حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والانسانية، العدد 20، 2017.
- 2- أحمد مداني، نور الدين بومدين، دور تنوع الادوات المالية في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية-دراسة حالة سوق الاوراق المالية في ماليزيا، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المجلد 1، العدد3، 2013.
- 3- أمال بوسمينة، وسام موسى، السياسة النقدية، كآلية لمعالجة الأزمة المالية العالمية2008- دراسة تجارب دولية مختارة، مجلة الدراسات الاقتصادية و المالية، المجلد 14، العدد 1، 2021.
- 4- أحمد بن عبد الله الزهراني؛ أحمد محمد حمدي، التحيزات السلوكية لدى المستثمرين، دراسة تحليلية، المجلة العربية للإدارة، المجلد3، العدد2017، 37 .
- 5- أحمد الفريخ، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الاوراق المالية بسوق الاسهم السعودية، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية-دراسات اقتصادية- المجلد 3، العدد 3، 2009.
- 6- أوصيف محمد الصالح، مازري عبد الحفيظ، أثر الإفصاح الإلكتروني في الحد من عدم تماثل المعلومات داخل سوق التأمين الجزائري، دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات للفترة: (2014-2021)، مجلة المالية& الأسواق، المجلد 09، العدد02، 2022.
- 7-أوكيل نسيمه ، دببش مراد، يحيوي أحمد، الرقابة على الاسواق المالية مع الإشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية، مجلة الاصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي ،المجلد 8، العدد 15،2018.
- 8- أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية ،سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.
- 9- الطيب غالمي وبناصر بوجروفة ، أثر التحيزات العاطفية والادراكية على سلوك المستثمرين الافراد عند اتخاذ القرارات المالية، مجلة الرواق للدراسات الاجتماعية والانسانية ، المجلد 7، العدد1، 2021.
- 10- الزهراء نواصرية، أنواع الأسهم وموقف المشرع الجزائري منها، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية المجلد 2، العدد2008، 1.

- 11- العقريب كمال، قادم فاطمة، تحليل العلاقة بين كفاءة أسواق الأوراق المالية والسير العشوائي لحركة الاسهم - دراسة تطبيقية لكل من بورصة تونس. عمان والسعودية- مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 10، العدد، 02، 2019.
- 12- العربي نعيمة، أهمية الوساطة المالية ودورها في البورصة، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية،- دراسات اقتصادية- 19(2) 2008.
- 13- إيمان تريم ، خليل ، أنيس ، التحليل الفني للعمليات المشفرة في ظل تبني ابتكارات التكنولوجيا المالية- البيتكوين أنموذجا ، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية ، المجلد 15 ، 2022.
- 14- براق محمد، بن صوشة ثامر، مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر، مجلة الحقوق و العلوم الانسانية- دراسات اقتصادية 28(01) 2013 .
- 15- بدروني عيسى، حمزة غربي، دراسة مقارنة لنماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تفسير عوائد الأسهم في بورصة الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، المجلد 14، العدد: 01، 2020.
- 16- براهيم علي ، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي المالي على كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر للفترة -2010-2019، المجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، المجلد 14، العدد 02، 2022.
- 17- بوزوينة هجيرة، مراوسي مسعود، أثر الأليات المحاسبية لحوكمة الشركات على الرفع من جودة المعلومات المالية وكفاءة الأسواق المالية، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد 12، 2017.
- 18- بدر الدين براحلية، عقود المشتقات المالية، مجلة التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون، العدد 42، 2015 .
- 19- بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية، تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث- عدد 03/2004.
- 20- بن لخضر مسعودة، اختبار كفاءة بورصة ابوظبي للأوراق المالية عند المستوى شبه القوي باستخدام المعلومات المحاسبية المفصح عنها، مجلة آفاق علمية، المجلد 11 العدد 03، 2019.
- 21- بن يمينة كمال، أستاذ عطية حليلة، الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الأزمات (دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية)، مجلة المالية والأسواق، المجلد 4، العدد 1، 2015.
- 22- بن لطرش خالد، اختبار ربحية التحليل الفني في البورصة الفرنسية خلال الفترة (2000-2019) ، مجلة المالية، والأسواق، المجلد 07، العدد 2020، 02.

- 23- بن حمو عصمت محمد، حراث نخلة، تحليل العلاقة ما بين المالية السلوكية ونسبة الطلب على الأدوات المالية- دراسة حالة بورصة الجزائر في الفترة (2010-2021) مجلة دفاتر، المجلد18، العدد 01، 2022.
- 24- بهناس عباس، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر المصرفية، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، العدد11، 2012.
- 25- بلعزوز بن علي، نعام مريم نجاة، فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية- دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر (2011-2016) مجلة رؤى اقتصادية، العدد 10 / 2016.
- 26- برودي نعيمة، استراتيجيات المضاربة في سوق الاوراق المالية باستعمال المؤشرات الفنية، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد03، العدد1، 2013.
- 27- بوعجمي عبد القادر، بوجرفة بناصر، غالمي الطيب، العوامل والتحديات السلوكية المؤثرة على القرارات المالية للمستثمرين، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد، 02، 2019.
- 28- بن عيسى الهام، جديدين لحسن، بوزيان الرحماني هاجر، أثر سلوك المستثمر المالي على عوائد الأصول المالية- اختبار نموذج العوامل الستة لبعض البورصات العربية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد12، العدد2، 2019.
- 29- بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الاسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية ، المجلد 3، العدد1، 2017.
- 30- بن الضب علي، بلقاسم حليلة، نموذج توازن الأصول الرأسمالية بين نظرية المالية السلوكية وكفاءة أسواق رأس المال دراسة تطبيقية لشركات صناعية مدرجة بالبورصة السعودية خلال الفترة 2011-2014، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية العدد 08، 2015.
- 31- بن نعمون حمادو، دور وكالات الجدارة الائتمانية في تحقيق الكفاءة والاستقرار في الاسواق المالية، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 12(3) 2017.
- 32- بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية " دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية" مجلة تنمية الرافدين 89 (30)، 2008.

- 33- بلقاسم سعودي، تسعير عقود خيار الشراء وفقا لنموذج بلاك وسكولز - دراسة تطبيقية على بورصة باريس- مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 08، العدد 02، مارس 2017.
- 34- تمار أمين، سلاوتي حنان، واقع وآفاق الاسواق المالية في ظل العولمة المالية (دراسة حالة الدول النامية)، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، المجلد 4، العدد 01، 2021.
- 35- جميل النجار، العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد أثرها في أداء المحفظة الاستثمارية " دراسة تحليلية من سوق فلسطين للأوراق المالية" مجلة الجامعة العربية الامريكية للبحوث، المجلد 3، العدد 2، 2017.
- 36- جمال معتوق، سعيدي يحيى، قياس أثر تداول المشتقات المالية في البورصة على المخاطر المالية- دراسة مقارنة بسوق البورصة التركية قبل وبعد تداول المشتقات المالية للفترة 1994-2015، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 13/2015.
- 37- جميلة بغداوي، براهيم بوكرشاوي، سماعين عيسى، استراتيجية السياسة النقدية لبنك الجزائر - مقارنة بين رسم الاهداف واختيار الادوات، للفترة 2001-2019، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 8، العدد 01، 2022.
- 38- جاب الله عادل رياض، المشتقات المالية ودورها في تكريس الازمات المالية العالمية، مجلة " دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية" المجلد 05 العدد 01، 2016.
- 39 حياة عوايجية، مفتاح صالح ، تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكويت، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 7، العدد 2، 2017.
- 40- حسين قبلان، مؤشرات أسواق الاوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011.
- 41- حنان طرطار، علي اليازيد، فعالية القرار الاستثماري في ترشيد الاستثمارات، مجلة العلوم الانسانية لجامعة أم البواقي، المجلد 8، العدد 3، 2021.
- 42- حسن شاكر الشمري، حيدر حمودي علي، نظرية المالية السلوكية كمدخل لإدارة المخاطر الفاعلة- دراسة استطلاعية لأراء عينة من العاملين في شركات الصناعة العراقية، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 8 العدد 3، 2018.

- 43- حسين وليد حسين، ابتهال طالب خضير، عبدالناصر علك حافظ، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 8، العدد 22، 2013.
- 44- حاج صحراوي حمودي، برارمة ريمة، محاولة قياس اثر التشوهات اليومية و الموسمية على عوائد الأسهم في اطار نظرية المالية السلوكية دراسة حالة سهم شركة بيجو خلال الفترة 2010 - 2016 ، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، 8(2)، 2017.
- 45- حسيبة عليوات ، يوسف قاشي، سياسة الاستثمار في الجزائر- دراسة تحليلية تقييمية، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 06 العدد 02، 2020 .
- 46- حكيمة بوسلمة ، اختبار كفاءة أسواق الاوراق المالية العربية عند المستوى شبه القوي: دراسة سوق عمان المالي، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 05، 2016.
- 47- حمداني معمر، بناي مصطفى، السياسة النقدية كألية فعالة لتحقيق أهداف السياسة النقدية في الجزائر- دراسة تحليلية للفترة 2000-2017، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، المجلد 5، العدد 02، 2021.
- 48- حليلة عطية، شوارفية محمد الامين ، عبابسة خديجة، دراسة الارتباط بين صناديق الاستثمار و القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالية-سوق الأسهم السعودي نموذجا خلال الفترة (1996-2017) مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، المجلد 3، العدد 1، 2020.
- 49- حنان عبدلي، اختبار كفاءة الاسواق المالية الناشئة: حالة السوق المالي الماليزي 2008-2014، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد 18، 2018.
- 50- دلال بن سميحة، جهاد بوضياف، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2005-2014)، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية ، المجلد 3، العدد 1، 2017.
- 51- دردر نصيرة، سبل تفعيل السوق النقدي في الجزائر، مجلة الاصلاحات الاقتصادية والادماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 9، العدد 17، 2014.
- 52- دوش ليلي، سنوسي قويدر، السلوك المالي للمستثمرين الأفراد في ظل المالية العصبية، مجلة دفاتر Les Cahiers Du Mecas ، المجلد 16، العدد 2، 2020.

- 53- دعاء نعمان الحسيبي، وداد سلسمان خليفة، عدم تماثل المعلومات و أثره في تكلفة رأس المال- دراسة عينة من سوق كويت للأوراق المالية، مجلة اقتصاديات الاعمال، المجلد3، العدد 6، 2022.
- 54- زيد جابر، عيساوي سهام، انعكاسات استخدام المشتقات المالية و إدارتها، مجلة البحوث القانونية و الاقتصادية، المجلد04، العدد02، 2021.
- 55- زهير بن دعاس، تحليل استراتيجية التحوط عن طريق الخيارات المالية- دراسة حالة بعض البنوك المرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة دراسات - العدد الاقتصادي- المجلد7- العدد 2- 2016.
- 56- رشيد درغال، اتخاذ القرار الاستثماري في المصارف الاسلامية، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية ، العدد 3، 2016.
- 57- رنا محمد الغريب حمادة، أثر التمويل السلوكي على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصرية، المجلة العلمية للدراسات و البحوث المالية و التجارية، المجلد3، العدد2، 2022.
- 58- رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، قراءة في تطورات أدوات السياسة النقدية للدول المغاربية خلا سنة 2017، المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، المجلد2، العدد4، 2019.
- 59- ربيعة عبو، استخدام الخرائط البيانية للتحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالتطبيق على سهم سابك و سهم مصرف الراجحي السعودي، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 08 العدد02، 2022.
- 60- رابح خوني، عيسى حجاب، مساهمة الأسواق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل سياسة التحرر المالي (دراسة حالة السوق المالي الأردني، مجلة اقتصاديات الأعمال و التجارة ، المجلد 1، العدد 1، 2016 .
- 61- رفيق مزاهدية، الخصائص العشوائية لمؤشرات الأسعار وإمكانيات التنبؤ بالعوائد في أسواق الأوراق المالية الخليجية، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية و الاقتصادية، العدد 06، 2014.
- 62- رملوي عبد القادر، بشرول فيصل، مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الأزمات المالية- التنبؤ بحركة مؤشر داوجونز الصناعي باستخدام منهجية Box-jenkins في تحليل السلاسل الزمنية مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد الثالث، أوت 2017.

- 63- رشور عبد القادر، الاطار القانوني للسياسة النقدية في ظل التحديات الاقتصادية في الجزائر خلال الفترة 2001-2018، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد16، العدد 22، 2020.
- 64- رشام كهينة، عشوائية حركة الأسعار و مستوى الكفاءة في سوق الاوراق المالية، دراسة حالة سوق تونس للأوراق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 07، العدد 01، 2022.
- 65- سليمة حشايشي، تقدير مخاطر الاستثمار في الأصول يالمالية-دراسة قياسية على سوق الأسهم السعودي للفترة 2013-2016، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، العدد الاقتصادي-34-(02)-2018.
- 66- سالم صلال راهي الحسناوي، دراسة السير العشوائي لمؤشر السوق ISX60 في سوق العراق المالي، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد13، العدد 52، 2019.
- 67- سعيدة بورديمة، القرار الاستثماري ومتطلبات الوصول إليه، مجلة حوليات جامعة قالمة للعلوم الانسانية، العدد11، 2015.
- 68- سعيدة بورديمة، الأساليب الكمية ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري، مجلة الحقيقة، العدد 25، 2013.
- 69- سعيدة بن ثابت، من فرضية كفاءة السوق إلى التمويل السلوكي، مجلة آفاق علمية، المجلد:12، العدد 03، 2020.
- 70- شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد10، 2010.
- 71- شقيري نوري موسى، الأسواق المالية و آليات التداول، دار الحامد للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2019.
- 72- شافية كتاف، ذهبية لطرش، عقود المشتقات المالية بين الأهمية الاقتصادية و الرؤية الشرعية، مجلة آفاق علوم، العدد السابع، 2017.
- 73- صاحب نعمة العكايشي، محمد عبد الله عباس، العوامل المحددة لسلوك المستثمرين في الأسواق المالية - دراسة استطلاعية تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد 1، العدد 58 ، 2020.

- 74- صباح جلال مهدي الجوادي، صلاح الدين محمد أمين الامام، استكشاف العوامل السلوكية المؤثرة في تفضيلات المستثمرين وانعكاسه على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة كلية حجة الجامعة دراسات ادارية ومالية ومحاسبية المجلد5، العدد3، 2022.
- 75- صلاح الدين محمد أمين الامام، شيماء حمد شهاب، أثر العوامل السلوكية للمستثمر في مؤشرات تداول الأسهم دراسة استطلاعية تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 103، 2015 .
- 76- صفية صديقي، هواري سويسي، محمد زرقون، بناء محفظة الأوراق المالية في ظل المالية السلوكية بالتطبيق على الشركات المدرجة في مؤشر cac40 لبورصة باريس للفترة 2007-2010، مجلة رؤى اقتصادية، العدد08، 2015.
- 77- عثمان بن سيد أحمد، مساهمة جودة المعلومات المالية في ترشيد قرارات المستثمرين على مستوى سوق الأوراق المالية- دراسة ميدانية لآراء عينة من المهنيين والأكاديميين في الجزائر- مجلة الإصلاحات الاقتصادية والتكامل في الاقتصاد العالمي، المجلد15 العدد 01، 2021.
- 78- عياش زبير، برحايلى أحلام ، أثر الحوكمة في تفعيل القرار الاستثماري في أسواق رؤوس الأموال، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد4، العدد1، 2018.
- 79- علاؤ محسن مطلق، عمي احمد فارس ، قياس ميول المستثمرين وأثرها بعوائد الاستثمار بالأوراق المالية -دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية" قطاع المصارف للمدة 2007-2017، المجلة العراقية للعلوم الادارية، المجلد 15، العدد61، 2020.
- 80- عبد الرحمان بن سانية، صلاح الدين نعاس، علي بن الضب، الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد و الادارة، المجلد 01، العدد،02، 2017.
- 81- عمر عبو، دور الشموع اليابانية في معرفة اتجاه السوق المالي، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد التاسع، 2011.
- 82- علي بن الضب، بن بوزيان محمد، الكفاءة المعلوماتية للأسواق المالية ونموذج GARCH، دراسة حالة سوق عمان المالي خلال الفترة 2007 - 2010. المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد1، العدد، 2011.

- 83- عبد الحفيظ خزان، الأسواق الاوراق المالية الناشئة في الدول النامية دراسة: مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1194 إلى 2016. مجلة الاقتصاد الصناعي ، العدد 12، (03) 2017.
- 84- عيساوي سهام ، مرغاد لخضر، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، العدد15، 2014.
- 85- عبد الجبار سهيلة، السلامي أسماء، أثر الأسواق المشتقة على استقرار النظام المالي- أزمة الرهون العقارية الثانوية أنموذجا، مجلة التكامل الاقتصادي،المجلد2، العدد3، 2014.
- 86- عبد الحفيظ عيسى، بوتلجة عبد الناصر، تقدير مخاطر الاستثمار في الاسواق المالية باستخدام مقارنة VAR (دراسة حالة: سوق دبي للأوراق المالية). مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11، العدد2، 2020.
- 87- عامرة نبيلة، حاكمي بوحفص، حوكمة السوق المالية و مشكلة عدم تناظر المعلومات، مجلة المالية و الاسواق ، المجلد 4، العدد2، 2017.
- 88- عبد القادر حوة، انعكاسات متطلبات الإفصاح المحاسبي الاختياري على كفاءة سوق الأوراق المالية وعدم تماثل المعلومات، مجلة الميادين الاقتصادية، المجلد 05، العدد 01، 2022.
- 89- عقون عبد السلام، تقييم أداء الأسواق المالية العربية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 4، العدد 2، 2013.
- 90- عبد الرحمان، محمد سليمان رشوان، قياس أثر الممارسات المحاسبية الخاطئة لظاهرة عدم تماثل المعلومات وانعكاساته على جودة الأرباح المحاسبية، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، العدد 11، 2017 .
- 91- عبد الناصر عبد اللطيف نصير، أثر التحول الرقمي على عدم تماثل المعلومات: دليل من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، المجلد الخامس، العدد الثاني، 2021.
- 92- عصام لعياضي، دراسة تحليلية لواقع مساهمة الأسواق المالية في تنمية اقتصاد الشركات الرياضية مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 8، العدد 1، 2020.
- 93- عبدالقادر بكيجل، عبدالقادر عيادي، أثر جودة المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة دفاتر البحوث العلمية ، المجلد01، العدد03، 2013.

- 94- عبد الرحمان بروكي، بوحسون حساني، نذير غانية، قياس أثر الأدوات الكمية للسياسة النقدية على بعض متغيرات الاقتصاد الحقيقي في الجزائر خلال الفترة (2017،2000)، باستخدام مقاربة شعاع الانحدار الذاتي الهيكلية(Svar)، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد6، العدد 02، 2021.
- 95- عيساني منصور، أثر المشتقات المالية على استقرار الأسواق المالية، مجلة دراسات في الاقتصاد و التجارة و المالية، المجلد05، العدد02، 2016.
- 96- عطية حليلة، بن سماعيل حياة، صناديق الاستثمار ودورها في الاسواق المالية-حالة سوق الاسهم السعودي-، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد11، العدد01، 2020.
- 97- عمار زودة، عبد الغاني بن علي، أمال بوسمينة، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية، مجلة دراسات و أبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد: 07، العدد02، 2020.
- 98- عبد الرزاق حبار، " التنظيم المالي للأسواق المالية: أية حدود لمواجهة الأزمات المالية؟" مجلة دفاتر البحوث العلمية، المجلد 1، العدد 3، 2013 .
- 99- غراية زهير، ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الاسواق المالية الدينامكية مؤشر " داو جونز" الصناعي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية- العدد02/2013.
- 100- فاطمة بوهالي، إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة عدد من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية - مجلة الحقوق و العلوم الاقتصادية، العدد الاقتصادي-35(01) 2018.
- 101- فخاري فاروق، زبيري نورة، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية، مجلة العلوم الإدارية و المالية، المجلد03، العدد02، 2019.
- 102- قايدي خميسي، لحسين عبد القادر، دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق- حالة الدول الصناعية العشر- المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد6، 2015.
- 103- قحايرية سيف الدين، الحوكمة ودورها في رفع أداء الأسواق المالية ودعم النمو الاقتصادي، مجلة التنمية و الاستشراف للبحوث و الدراسات، المجلد02، العدد03، 2017.
- 104- لطيفة بهلول، أيمن حماد، أمال منصور الهاش، دراسة قياسية لتأثير السياسة النقدية على معدلات التضخم في الاقتصاد الليبي خلال 2010-2014، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 22، العدد2، 2019.

- 105- ليندة أيت بشير، أساليب التنبؤ في إطار النظرية الحديثة للمحفظة الأوراق المالية، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد 2018، 1.
- 106- موسى بن منصور، سهام مانع ، مدخل المالية السلوكية في إدارة المحفظة المالية، مجلة دفاتر البحوث العلمية، العدد 11، 2017.
- 107- مؤيد عبد الحسين الفضل م.م. سجاد محمد عطية، تفضيلات المستثمرين كمدخل لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى بإطار نظرية الالتقاط- دراسة تحليلية لبعض الشركات في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة مركز دراسات الكوفة، العدد 42، 2016.
- 108- معن وعد الله المعاضيدي، حسن صبحي حسن العباس، تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركية الاستثمار، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 31، العدد، 94، 2009.
- 109- مهدي عطية موحى الجبوري ، التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية، مجلة جامعة بابل، العلوم الانسانية، المجلد 22، العدد 4، 2014.
- 110- متاجر وبيداد، د.قادري علاء الدين، التحليل الفني كأداة لترشيد القرار الاستثماري بالأسهم دراسة حالة شركة مجمع الضليل الصناعي العقاري و البنك الاستثماري بسوق عمان للأوراق المالية، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد و الإدارة، المجلد 01، العدد 02، 2017.
- 111- ميثم ربيع هادي، علي أحمد فارس، من المالية التقليدية إلى المالية السلوكية: التحول الجذري- دراسة نظرية لأهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 10، العدد 40، 2014.
- 112- محمد براق، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد الثامن 2006.
- 113- مازري عبد الحفيظ، أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية ، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد-06- 2016.
- 114- محمد فتحي عبد الغني، دور سوق الأوراق المالية في تفعيل الاستثمار، المجلة العلمية للاقتصاد و التجارة، المجلد 50، العدد 3، 2020.

- 115- مشري فريد، د.دوفي قرمية، عيساوي سهام، أثر الأدوات الكمية للسياسة النقدية على معدلات التضخم الشهرية في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2017. مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية و الإدارية،المجلد4. العدد1، 2020.
- 116- محمد صلاح، يونس قرواط، حنان زلاقي، دراسة تحليلية لمحددات السياسة النقدية في تحقيق أهدافها- إشارة لبعض التجارب المختارة- مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 4، 2018 .
- 117- مقدم عبدالإله، قдал زين الدين، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة ما بين 2005 و2017، مجلة المالية و الاسواق ،المجلد5، العدد10، 2019.
- 118- مسموس رضوان، خصائص الاسواق المالية العربية وأسباب تدني كفاءتها، مجلة الأبحاث الاقتصادية، العدد10، 2014.
- 119- نورين بومدين، أدوات الهندسة المالية كمدخل لدعم كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا- العدد الثامن-2010 .
- 120- نبال محمود قصبه، دور المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية، مجلة الدراسات الاقتصادية و المالية، العدد 04، 2011.
- 121- هني محمد نبيل، غراية زهير، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة " دراسة حالة بورصة المغرب و الكويت" مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، العدد الحادي عشر جوان 2012.
- 122- هزاع مفلح، أثر استخدام استراتيجيات الزخم، وتفسير عوائده في سوق دمشق للأوراق المالية مجلة جامعة حماة، المجلد5، العدد، 22، 2022.
- 123- ولاء اسماعيل عبد الطيف، باسمه حازم محمد، تباين قرارات الاستثمار في ظل تأثير عدد من العوامل السلوكية "بحث تحليلي في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية والادارية جامعة بغداد، المجلد:1، العدد22، 2021.
- 124- يسمينة ريحاني، بورصة القيم المنقولة آلية لتمويل المؤسسة الاقتصادية، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية ، السياسية الاقتصادية، المجلد57، العدد02، 2020.
- 125- يوسف خروبي، يوسف حميدي، دراسة كفاءة الأسواق المالية لمنطقة اليورو، دراسة حالة مؤشرات Dax.Cac40.Ftse.Athen ، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية و المالية- عدد02، 2016.

الملتقيات و الندوات

- 1- الأكاديمية الأوروبية للتمويل و الاقتصاد الإسلامي (إيفي)، الاسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، أبحاث المؤتمر الدولي الثاني، إسطنبول، تركيا، 2019.
- 2- سعيد بوهراوة، عمليات الأسواق المالية: الواقع والإشكالات ، المؤتمر الدولي الرابع للمالية والمصرفية الإسلامية يومي 16 و 17 أوت 2017 ، الجامعة الاردنية .
- 3- شوقي بورقبة، سليمة حشايشي، أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، الملتقى الوطني الثاني، 24-25 أبريل 2007 ، الجامعة الافريقية العقيد أحمد درارية أدرار، الجزائر .

ثانيا المراجع باللغات الأجنبية:I- Les Ouvrages

- 1-Ashok Ganguly Chairmanm Introduction Of Financial Marketm Part 1 For Class Xi M First Edidtion ,Cbse, India,2007.
- 2- brad m. Barbe , Terrance Odean, Handbook Of The Economics Of Finance, Chapter 22 « The Behavior Of Individual Investors »,2013.
- 3-C.Paramasivan, T.Subramanian, Financial Management, New Age International,2009.
- 4-Frederic s. Mishkin, the economics of money, banking, and financial markets , 7th ed,2004.
- 5- Jeff Madura , Financial Markets And Institutions, Library of Congress Control,11th Edition,2015.
- 6-Frank J. Fabozzi, The Psychology Of Risk, The Behavioral Finance Perspective, HANDBOOK OF FINANCE ,VOLUME 2, INVESTMENT MANAGEMENT AND FINANCIAL MANAGEMENT,2008 .
- 7-John R. Nofsinger, The Psychology of Investing, published by Routledge, Taylor & Francis group sixth edition, 2018.
- 8- Meir Statman, Behavioral Finance, The Second Generation, Institute Research Foundation , 2019.
- 9-Richard H. Thaler,Advances in Behavioral Finance2005 ,Copyright by Russell Sage Foundation,vol2, 2005.
- 10- Stéphane Dubreuille et Catherine Karyotis , Introduction à la finance de marché, pearson france,2015.

Les thèses et les Mémoires

- 1- Le phuoc luong doan thi thu ha, behavioral factors influencing individual investors' decision-making and performance a survey at the ho chi minh stock exchange, master thesis, universite umea, suède, 2011.
- 2- Malena Johnsson, Henrik Lindblom, Peter Platan, Behavioral Finance - And the Change of Investor Behavior during and After the Speculative Bubble At the End of the 1990s, Master's Thesis in Finance, school of economics and management, lund university , suède, 2002.
- 3- Nerea Igoa Amunarriz , Behavioural Finance. From A Theoretical Approach To Empirical Application, MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS , ICADE BUSINESS SCHOOL, Universidad Pontificia Madrid, 2017.

II- Les Documents de Travail, Articles, Revues

- 1- Ahmed Bouteska, Boutheina Regaieg, Loss Aversion, Overconfidence Of Investors And Their Impact On Market Performance Evidence From The Us Stock Markets, Journal Of Economics, Finance And Administrative Science, Vol 25, N° 50, 2020, P:452.
- 2- Amina Haoudi & Bouchra Rajouan, Le comportement des analystes financiers et des investisseurs à la lumière des apports de la finance comportementale, Revue Marocaine de Gestion et d'Economie, N°5, (2011).
- 3- Anna Scherbina, Asset Price Bubbles: A Selective Survey , International Monetary Fund working paper, wp/13/15 , 2013.
- 4- Andrey Kudryavtsev, Holiday Effect On Large Stock Price Changes, Annals Of Economics And Finance Vol 20, N°2, 2019.
- 5- Assia Kamoune, Nafii Ibenrissoul, Traditional Versus Behavioral Finance Theory, International Journal Of Accounting, Finance, Auditing, Management And Economics, Volume 3, Issue(2-1) ,2022.
- 6- Bilgehan Kübilay & Ali Bayrakdaroğlu, An Empirical Research on Investor Biases in Financial Decision-Making, Financial Risk Tolerance and Financial Personality, International Journal of Financial Research, Vol 7, N° 2, 2016.
- 7- Bharat Chandra Malik, Laxmikanta Sahu, Behavioral Finance: Development And Emergence Trends In India, International Journal Of Management And Social Science Research Review, Vol-1, Issue -34, 2017.
- 8- David Peón, Manel Antelo, The Effect Of Behavioral Biases On Financial Decisions- El Efecto De Los Sesgos De Comportamiento En Las Decisiones Financieras, Revista Estrategia Organizacional, Vol 10, N° 2, 2021.
- 9- David Hirshleifer, Behavioral Finance, Annual Review of Financial Economics, Vol. 7 , 2015.
- 10- Ebenezer Y& Akinkoye, Effect Of Emotional Biases On Investor's Decision Making In Nigeria, International Journal Of Business And Management Future, Vol.4, N° 1, 2020.
- 11- Ghalmi Ettayib, Dr. BOUDJERFA Bennacer, Investor behavior & financial decisions, Journal of Economic Integration, Vol: 06 - Issue: 02, 2018.

- 12-** Heny Musfidah ,Tony Seno Aji, Ulil Hartono , Defining Investment Decision Making In The Stock Market: A Literature Review, Journal Of World Economy: Transformations & Transitions, 2(05) 2022.
- 13-**Hamidreza Kordlouie, Ali Ramezani, Fraydoon Rahnamay Roodposhti, Shadi Shahverdiani, Providing A Behavioral Model For Measuring The Stock Price Bubble In The Capital Market, International Journal Of Finance And Managerial Accounting, Vol.7, No.27, 2022.
- 14-** Imad Talhartit, Sanae Ait Jillali, Mounime El Kabbouri, Behavioral Finance: How Are Traders' Financial Decisions And Performance Impacted By Behavioral Biases Under Uncertainty, International Journal Of Sciences Academic Research, 03 (10), 2022.
- 15-** Nisar Khan, Abid Usman, Muhammad Farooq Jan, The Impact Of Investor's Personality Traits Over Their Investment Decisions With The Mediating Role Of Financial Self Efficacy And Emotional Biases And The Moderating Role Of Need For Cognition And The Individual Mood In Pakistan Stock Exchange, Multicultural Education , Volume 7, Issue 8, 2021.
- 16-** Kumari D.A.T , THE IMPACT OF FINANCIAL LITERACY ON INVESTMENT DECISIONS: WITH SPECIAL REFERENCE TO UNDERGRADUATES IN WESTERN PROVINCE, SRI LANKA, Asian Journal of Contemporary Education,vol 4, n°2, 2020.
- 17-** Kaleem Ullah and others, Impact Of Financial Information On Individual Investor's Investment Decision, Ilkogretim Online - Elementary Education Online, Vol19 , Issue 4, 2020.
- 18-** Kanwal Nayan Kapil , LUNAR PHASES AND STOCK RETURN: INDIAN STUDY , International Journal of Business and Economics , Vol 6, N° 2, 2021.
- 19-** K.C.Tseng, Behavioral Finance, Bounded Rationality, Neuro-Finance, and Traditional,Investment Management and Financial Innovations, vol3, n°4, 2006.
- 20-** Liga Puce, Criticism Of Behavioural Economics: Attacks Towards Ideology, Evidence And Practical Application, Journal Of Wei Business And Economics, Vol8, 2019.
- 21-** Mohamed chikhi, Etude économétrique de l'efficience informationnelle face aux anomalies sur les marchés boursier , Mağallaġ al-bġāit , vol 03, N03, 2004.
- 22-** M. Liersch, Innovations In Behavioral Finance : How To Assess Your Investment Personality , Wealth Management Institute Whitepaper ,2014.
- 23-** Martin Sewell, Behavioral Finance, Department of Computer Science , University College London, 2007.
- 24-** Mansi Kwatra, Behavioral Finance and Stock Performance: Biases Influencing the Market, IOSR, Journal of Humanities And Social Science (IOSR-JHSS) Volume 25, Issue 7, Series 3, 2020.
- 25-** Nader Rezaei, & Zahra Elmi,Behavioural Finance Models and Behavioural Biases in Stock Price Forecasting., Advances in mathematical finance and applications, 3,(04) 2018..
- 26-** Nur Liyana MOHAMED YOUSO ,and others, Lunar Effect on Stock Returns and Volatility: An Empirical Study of Islamic Countries, Journal of Asian Finance, Economics and Business, Vol 8, N° 5 , 2021.
- 27-** Noor Sabah Hameed Al-Dahana , Mohammed Faez Hasanb, Hamid Mohsin Jadah, Effect Of Cognitive And Emotional Biases On Investor Decisions: An Analytical Study Of The Iraq

Stock Exchange, International Journal Of Innovation, Creativity And Change. Volume 9, Issue 10, 2019.

28- Nduka, Afamefuna Joseph, Appraisal of Change in Regional and Global Financial Crisis (A Study of Investors' Behaviour during and after the Speculative Bubbles and Crash of the Nigerian Capital Market), African Journal of Education, Science and Technology, Vol 1, N°2, 2013.

29- Prem Prasad Silwal And Shreya Bajracharya, Behavioral Factors Influencing Stock Investment Decision Of Individuals, International Research Journal Of Management Science, Vol.6, Issue 1, 2021.

30- R.C.MICHIE, The London Stock Exchange and the British Securities Market, I 850-I 914, P :61, Source: The Economic History Review , Feb., 1985, New Series, Vol. 38, No. 1 (Feb., 1985), pp. 61-82, Published by: Wiley on behalf of the Economic History Society.

31- Rui Miguel Silva, José António Filipe, Ana Costa , Investor Behavior in Extreme Situations of Speculation and Crash: An Approach based on Iterated Prisoner's Dilemma, Int. J Latest Trends Fin. Eco. Sc., Vol 2, N° 3, 2012 .

31- Reihaneh Sarafnejad , The Effect of Lunar Calendar on Stock Market Returns , Science Arena Publications, International journal of Business Management,, Vol, 4, n° (1), 2019.

33- Rayenda Khresna Brahmana, Chee-Wooi Hooy and Zamri Ahmad, Psychological factors on irrational financial decision making Case of day-of-the week anomaly, Irrational financial decision making, Vol. 28 No. 4, 2012.

34- Ruchi Priya Khilar, dr. Shikta Singh, Role Of Emotional Bias On Investment Decision From Behavioural Finance Perspective, International Journal Of Scientific & Technology Research Volume 9, Issue 03, 2020.

35- Sujata Kapoora and Jaya M. Prosad, Behavioural Finance, Procedia Computer Science 122 , 2017.

36- Sandra Cristina Antunes Ribeiro ,Elliott's Wave Theory In The Field Of Econophysics And Its Application To The Psi20 In The Context Of Crisis, Estudios de Economía Aplicada,41-53-Vol.37, 2019.

37- Sanmugam Annamalah, Murali Raman, An Empirical Study on the Determinants of an Investor's Decision in Unit Trust Investment, journal of economies, vol 7, N°80, 2019.

38- Soleman Alsabban ,Omar Alarfaj , An Empirical Analysis of Behavioral Finance in the Saudi Stock Market: Evidence of Overconfidence Behavior, International Journal of Economics and Financial Issues, 10(1), 2020.

39- Sri Utami Ady, The Cognitive and Psychological Bias in Investment Decision-Making Behavior: (Evidence From Indonesian Investor's Behavior) Journal of Economics and Behavioral Studies Vol. 10, No. 1, 2018.

40- Talal Alquraan, Ahmad Alqisie, Amjad Al Shorafa, Do Behavioral Finance Factors Influence Stock Investment Decisions of Individual Investors? (Evidences from Saudi Stock Market) American International Journal of Contemporary Research ,Vol 6, N° 3, 2016.

41- Tai-Yuen Hon, Massoud Moslehpour, Kai-Yin Woo, Review on Behavioral Finance with Empirical Evidence, Advances in Decision Sciences, Volume 25 , Issue 4 , 2021.

III- LES RAPPORTS ET LES BULLETINS:

1-Alistair Byrne, Mike Brooks, Baillie Gifford , Behavioral Finance: Theories and Evidence , The Research Foundation of CFA Institute, 2008.

2-Main market, aguide to,listing on london stok exchange, is published by White Page Ltd, 17 Bolton Street London W1J 8BH, United Kingdom, First published: November 2010.

3-VALDONÈ DARŠKUVIENÈ, Financial Markets, Leonardo da Vinci programme project,2010.

ثالثا المواقع الالكترونية:

1-<https://www.avatrade.ar.com>

2-<https://admiralmarkets.com>

3-<https://ar.wikipedia.org>

4-<https://www.euronext.com>

5-<https://www.fidelity.co.uk>

6-<https://www.investopedia.com>

7-<https://sa.investing.com>.

قائمة الملاحق

الملحق رقم 01

نتائج اختبار استقرار السلاسل ADF لعوائد مؤشر بورصة باريس CAC40

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)

Null Hypothesis: the variable has a unit root

		<u>At Level</u>		
		CAC40	VIX	OVX
With Constant	t-Statistic	-10.5685	-15.8428	-13.5705
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-10.6081	-15.8279	-13.5662
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-12.8566	-15.6607	-13.4783
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
		<u>At First Difference</u>		
		d(CAC40)	d(VIX)	d(OVX)
With Constant	t-Statistic	-11.6652	-10.0407	-9.1152
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-11.6290	-10.0149	-9.0874
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-11.7002	-10.0713	-9.1384
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***

Notes:

a: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1% and (no) Not Significant

b: Lag Length based on SIC

c: Probability based on MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم 02

نتائج اختبار استقرار السلاسل PP لعوائد مؤشر بورصة باريس CAC40

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (PP)

Null Hypothesis: the variable has a unit root

		<u>At Level</u>		
		CAC40	OVX	VIX
With Constant	t-Statistic	-12.9395	-14.2770	-18.0580
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-12.9474	-14.6456	-18.7482
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-12.8574	-13.6997	-16.3480
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
		<u>At First Difference</u>		
		d(CAC40)	d(OVX)	d(VIX)
With Constant	t-Statistic	-36.1593	-85.8566	-215.6728
	Prob.	0.0001	0.0001	0.0001
		***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-36.0544	-85.4880	-215.3036
	Prob.	0.0001	0.0001	0.0001
		***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-36.2876	-86.2167	-212.6830
	Prob.	0.0000	0.0001	0.0001
		***	***	***

Notes:

a: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1% and (no) Not Significant

b: Lag Length based on SIC

c: Probability based on MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم 03

نتائج تحليل الانحدار المتعدد بين متغيرات الدراسة لعوائد مؤشر بورصة باريس CAC40

Dependent Variable: CAC40
Method: Least Squares
Date: 02/24/23 Time: 20:25
Sample: 2008M01 2022M12
Included observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OVX	-0.039522	0.012329	-3.205516	0.0016
VIX	-0.107175	0.012060	-8.886474	0.0000
C	0.008557	0.002950	2.900378	0.0042
R-squared	0.638861	Meandependent var		0.004347
Adjusted R-squared	0.632520	S.D. dependent var		0.052146
S.E. of regression	0.039282	Akaike info criterion		-3.619570
Sumsquaredresid	0.273126	Schwarz criterion		-3.566354
Log likelihood	328.7613	Hannan-Quinn criter.		-3.597993
F-statistic	69.21482	Durbin-Watson stat		1.898977
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم 04

نتائج اختبار Berush Godfrey لعوائد مؤشر بورصة باريس CAC40

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.946793	Prob. F(2,175)	0.3900
Obs*R-squared	1.926839	Prob. Chi-Square(2)	0.3816

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/25/23 Time: 10:38
Sample: 2008M01 2022M12
Included observations: 180
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VIX	0.001073	0.012100	0.088650	0.9295
OVX	-0.000582	0.012342	-0.047124	0.9625
C	-2.20E-05	0.002951	-0.007440	0.9941
RESID(-1)	0.018067	0.075530	0.239201	0.8112
RESID(-2)	-0.103293	0.075957	-1.359896	0.1756
R-squared	0.010705	Mean dependent var		-1.70E-18
Adjusted R-squared	-0.011908	S.D. dependent var		0.039062
S.E. of regression	0.039294	Akaike info criterion		-3.608110
Sum squared resid	0.270202	Schwarz criterion		-3.519417
Log likelihood	329.7299	Hannan-Quinn criter.		-3.572149
F-statistic	0.473396	Durbin-Watson stat		1.902528
Prob(F-statistic)	0.755222			

الملحق رقم 05

جدول الارتباط الذاتي و الجزئي (AC-PAC) لعوائد مؤشر بورصة باريس CAC40

Date: 02/25/23 Time: 10:43
Sample: 2008M01 2022M12
Included observations: 180

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.040	0.040	0.2931	0.588
		2	0.053	0.052	0.8170	0.665
		3	0.097	0.093	2.5560	0.465
		4	0.095	0.087	4.2358	0.375
		5	0.143	0.131	8.0843	0.152
		6	0.002	-0.021	8.0854	0.232
		7	0.019	-0.009	8.1526	0.319
		8	0.083	0.053	9.4683	0.304
		9	0.040	0.016	9.7792	0.369
		10	0.044	0.021	10.153	0.427
		11	0.040	-0.055	10.489	0.489
		12	0.137	0.124	14.109	0.294
		13	0.111	0.087	16.537	0.221
		14	-0.046	-0.066	16.963	0.258
		15	0.066	0.042	17.826	0.272
		16	-0.027	-0.055	17.969	0.326
		17	0.022	-0.025	18.066	0.385
		18	0.034	0.012	18.293	0.436
		19	0.138	0.169	22.168	0.276
		20	-0.016	-0.048	22.219	0.329
		21	0.019	0.001	22.292	0.383
		22	-0.062	-0.103	23.095	0.396
		23	0.030	0.016	23.286	0.444
		24	-0.004	-0.037	23.289	0.503
		25	0.023	0.021	23.405	0.554
		26	0.012	0.038	23.436	0.608
		27	0.020	0.017	23.526	0.656
		28	0.013	-0.005	23.561	0.704
		29	-0.017	-0.013	23.623	0.747
		30	0.008	0.012	23.637	0.788
		31	0.044	-0.008	24.072	0.808
		32	-0.006	-0.024	24.079	0.842
		33	0.017	0.033	24.145	0.869
		34	0.021	0.028	24.243	0.892
		35	-0.077	-0.067	25.571	0.878
		36	0.017	-0.002	25.639	0.900

الملحق رقم 06

نتائج اختبار التجانس الأخطاء لعوائد مؤشر بورصة باريس CAC40

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.247251	Prob. F(2,177)	0.7812
Obs*R-squared	0.501482	Prob. Chi-Square(2)	0.7782
Scaled explained SS	0.633357	Prob. Chi-Square(2)	0.7286

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 02/25/23 Time: 11:36

Sample: 2008M01 2022M12

Included observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001506	0.000185	8.120735	0.0000
VIX	0.000532	0.000758	0.701895	0.4837
OVX	-0.000201	0.000775	-0.259298	0.7957

R-squared	0.002786	Mean dependent var	0.001517
Adjusted R-squared	-0.008482	S.D. dependent var	0.002459
S.E. of regression	0.002470	Akaike info criterion	-9.152913
Sum squared resid	0.001080	Schwarz criterion	-9.099697
Log likelihood	826.7622	Hannan-Quinn criter.	-9.131336
F-statistic	0.247251	Durbin-Watson stat	1.700070
Prob(F-statistic)	0.781214		

الملحق رقم 07

نتائج اختبار تجانس الأخطاء لعوائد مؤشر بورصة باريس CAC40

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.363622	Prob. F(1,177)	0.5473
Obs*R-squared	0.366977	Prob. Chi-Square(1)	0.5447

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 02/25/23 Time: 11:46

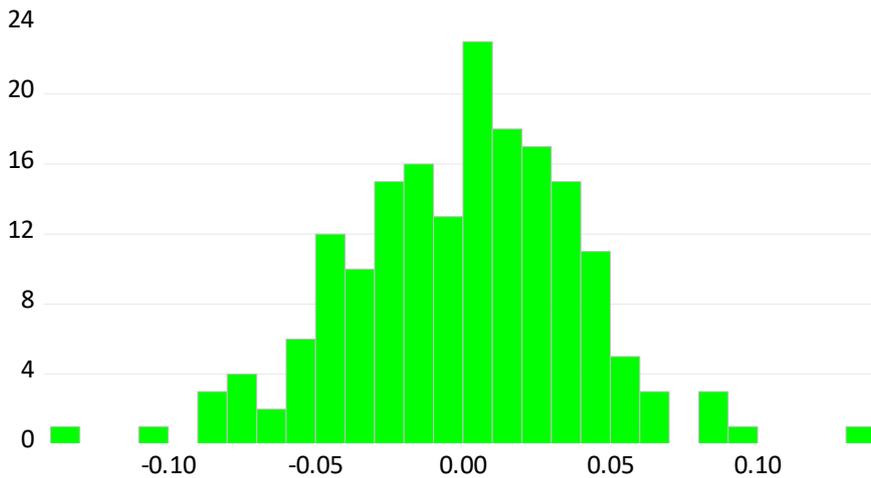
Sample (adjusted): 2008M02 2022M12

Included observations: 179 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001371	0.000191	7.158536	0.0000
RESID^2(-1)	0.039985	0.066308	0.603011	0.5473
R-squared	0.002050	Mean dependent var		0.001431
Adjusted R-squared	-0.003588	S.D. dependent var		0.002178
S.E. of regression	0.002181	Akaike info criterion		-9.406551
Sum squared resid	0.000842	Schwarz criterion		-9.370938
Log likelihood	843.8864	Hannan-Quinn criter.		-9.392111
F-statistic	0.363622	Durbin-Watson stat		1.937189
Prob(F-statistic)	0.547273			

الملحق رقم 08

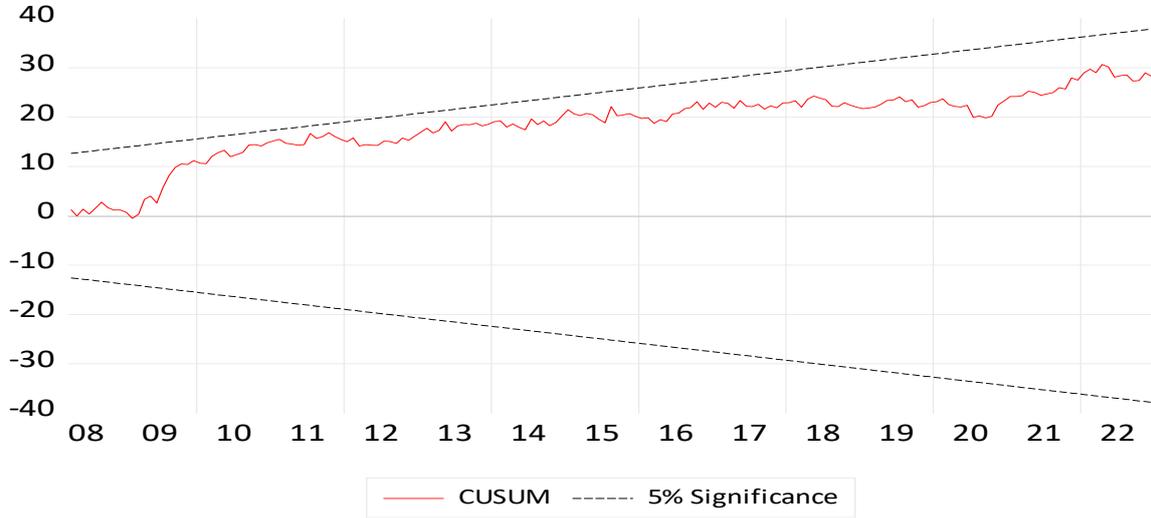
نتائج اختبار طبيعية الأخطاء العشوائية Jarque-Bera لعوائد مؤشر بورصة باريس CAC40



Series: Residuals	
Sample 2008M01 2022M12	
Observations 180	
Mean	-1.70e-18
Median	0.003641
Maximum	0.131123
Minimum	-0.130081
Std. Dev.	0.039062
Skewness	-0.115968
Kurtosis	3.612292
Jarque-Bera	3.215212
Probability	0.200367

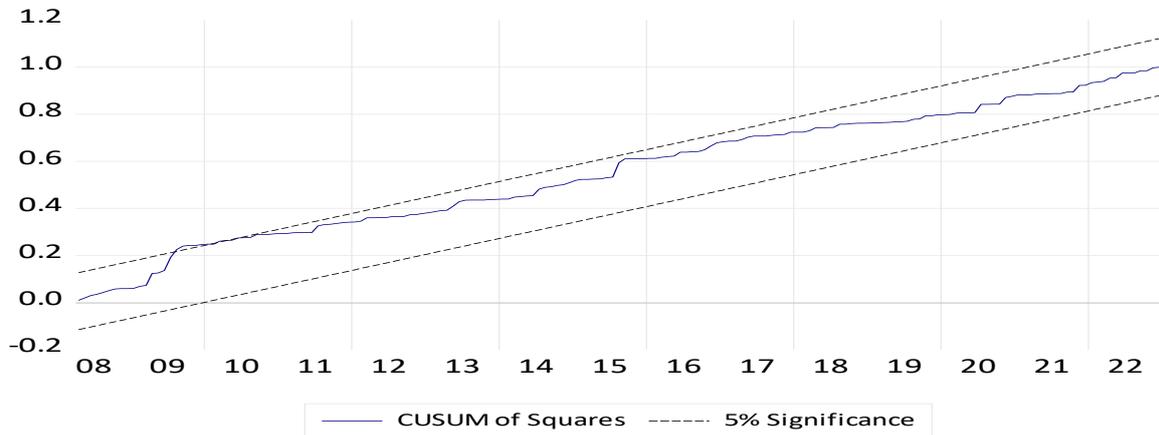
الملحق رقم 09

نتائج اختبار استقراريه النموذج CUSUM لعوائد مؤشر بورصة باريس CAC40



الملحق رقم 10

نتائج اختبار استقراريه النموذج CUSUM Of Squares لعوائد مؤشر بورصة باريس CAC40



الملحق رقم 11

نتائج اختبار استقرار السلاسل ADF لعوائد مؤشر FTSE100 البريطاني

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)
Null Hypothesis: the variable has a unit root

		<u>At Level</u>		
		VIX	OVX	FTSE100
With Constant	t-Statistic	-15.8428	-13.5705	-13.6288
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-15.8279	-13.5662	-13.5905
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-15.6607	-13.4783	-13.6294
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
		<u>At First Difference</u>		
		d(VIX)	d(OVX)	d(FTSE100)
With Constant	t-Statistic	-10.0407	-9.1152	-12.0310
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-10.0149	-9.0874	-11.9938
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-10.0713	-9.1384	-12.0663
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***

Notes:

a: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1% and (no) Not Significant

b: Lag Length based on SIC

c: Probability based on MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم 12

نتائج اختبار استقرار السلاسل PP لعوائد مؤشر FTSE100 البريطاني

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (PP)

Null Hypothesis: the variable has a unit root

		<u>At Level</u>		
		FTSE100	OVX	VIX
With Constant	t-Statistic	-13.6254	-14.2770	-18.0580
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-13.5874	-14.6456	-18.7482
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-13.6247	-13.6997	-16.3480
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***
		<u>At First Difference</u>		
		d(FTSE100)	d(OVX)	d(VIX)
With Constant	t-Statistic	-44.1281	-85.8566	-215.6728
	Prob.	0.0001	0.0001	0.0001
		***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-44.0192	-85.4880	-215.3036
	Prob.	0.0001	0.0001	0.0001
		***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-44.2621	-86.2167	-212.6830
	Prob.	0.0001	0.0001	0.0001
		***	***	***

Notes:

a: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1% and (no) Not Significant

b: Lag Length based on SIC

c: Probability based on MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم 13

نتائج تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى لعوائد مؤشر FTSE100 البريطاني

Dependent Variable: FTSE100

Method: Least Squares

Date: 02/25/23 Time: 16:45

Sample: 2008M01 2022M12

Included observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OVX	-0.037882	0.009355	-4.049321	0.0001
VIX	-0.081704	0.009151	-8.928284	0.0000
C	0.005028	0.002239	2.246150	0.0259
R-squared	0.656478	Meandependent var		0.001628
Adjusted R-squared	0.650450	S.D. dependent var		0.040578
S.E. of regression	0.029806	Akaike info criterion		-4.171673
Sumsquaredresid	0.157249	Schwarz criterion		-4.118457
Log likelihood	378.4505	Hannan-Quinn criter.		-4.150096
F-statistic	77.37884	Durbin-Watson stat		2.179296
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم 14

نتائج اختبار Berush Godfrey لعوائد مؤشر FTSE100 البريطاني

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	1.195601	Prob. F(2,175)	0.3050
Obs*R-squared	2.426369	Prob. Chi-Square(2)	0.2972

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 02/25/23 Time: 17:26

Sample: 2008M01 2022M12

Included observations: 180

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OVX	-0.000697	0.009357	-0.074476	0.9407
VIX	0.000914	0.009172	0.099607	0.9208
C	1.70E-06	0.002236	0.000759	0.9994
RESID(-1)	-0.117215	0.075831	-1.545731	0.1240
RESID(-2)	-0.010061	0.076251	-0.131945	0.8952

R-squared	0.013480	Mean dependent var	-2.31E-18
Adjusted R-squared	-0.009069	S.D. dependent var	0.029639
S.E. of regression	0.029773	Akaike info criterion	-4.163022
Sum squared resid	0.155129	Schwarz criterion	-4.074329
Log likelihood	379.6720	Hannan-Quinn criter.	-4.127061
F-statistic	0.597801	Durbin-Watson stat	1.943969
Prob(F-statistic)	0.664701		

الملحق رقم 15

جدول الارتباط الذاتي و الجزئي (AC-PAC) لعوائد مؤشر FTSE100 البريطاني

Date: 02/25/23 Time: 17:28
Sample: 2008M01 2022M12
Included observations: 180

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1		0.114	0.114	2.3884	0.122
2		0.042	0.029	2.7101	0.258
3		0.058	0.051	3.3416	0.342
4		0.102	0.090	5.2751	0.260
5		0.147	0.091	16.439	0.006
6		0.144	0.098	20.323	0.002
7		0.067	0.031	20.161	0.004
8		0.016	-0.024	21.211	0.007
9		0.094	0.049	22.902	0.006
10		0.091	0.007	24.484	0.006
11		0.042	-0.029	24.819	0.010
12		0.133	0.101	28.266	0.005
13		0.147	0.124	32.517	0.002
14		0.065	0.014	33.362	0.003
15		0.066	0.020	34.220	0.003
16		0.085	0.047	35.656	0.003
17		0.093	0.020	37.377	0.003
18		0.094	-0.002	39.170	0.003
19		0.055	-0.002	40.041	0.003
20		0.010	-0.032	40.063	0.005
21		-0.030	-0.088	40.249	0.007
22		-0.043	-0.116	40.627	0.009
23		-0.045	0.007	41.054	0.012
24		0.070	0.109	43.053	0.026
25		-0.051	-0.084	41.681	0.019
26		0.040	0.058	42.018	0.024
27		0.070	0.109	43.053	0.026
28		-0.038	-0.054	43.569	0.033
29		-0.038	-0.053	43.569	0.040
30		-0.002	0.013	43.570	0.052
31		0.002	0.013	43.571	0.066
32		0.076	0.024	44.836	0.065
33		-0.045	-0.052	45.290	0.075
34		0.040	0.033	45.651	0.087
35		0.005	0.039	45.657	0.107
36		-0.049	-0.069	46.196	0.119

الملحق رقم 16

نتائج اختبار ثبات تجانس الأخطاء لعوائد مؤشر FTSE100 البريطاني

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.707910	Prob. F(2,177)	0.1842
Obs*R-squared	3.407947	Prob. Chi-Square(2)	0.1820
Scaled explained SS	3.676510	Prob. Chi-Square(2)	0.1591

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 02/25/23 Time: 17:44

Sample: 2008M01 2022M12

Included observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000864	9.79E-05	8.825789	0.0000
OVX	-0.000487	0.000409	-1.189190	0.2360
VIX	0.000715	0.000400	1.785974	0.0758
R-squared	0.018933	Mean dependent var		0.000874
Adjusted R-squared	0.007848	S.D. dependent var		0.001309
S.E. of regression	0.001303	Akaike info criterion		-10.43106
Sum squared resid	0.000301	Schwarz criterion		-10.37784
Log likelihood	941.7950	Hannan-Quinn criter.		-10.40948
F-statistic	1.707910	Durbin-Watson stat		1.615949
Prob(F-statistic)	0.184217			

الملحق رقم 17

نتائج اختبار ثبات تجانس الأخطاء لعوائد مؤشر FTSE100 البريطاني

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	2.765119	Prob. F(1,177)	0.0981
Obs*R-squared	2.753350	Prob. Chi-Square(1)	0.0971

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 02/25/23 Time: 17:45

Sample (adjusted): 2008M02 2022M12

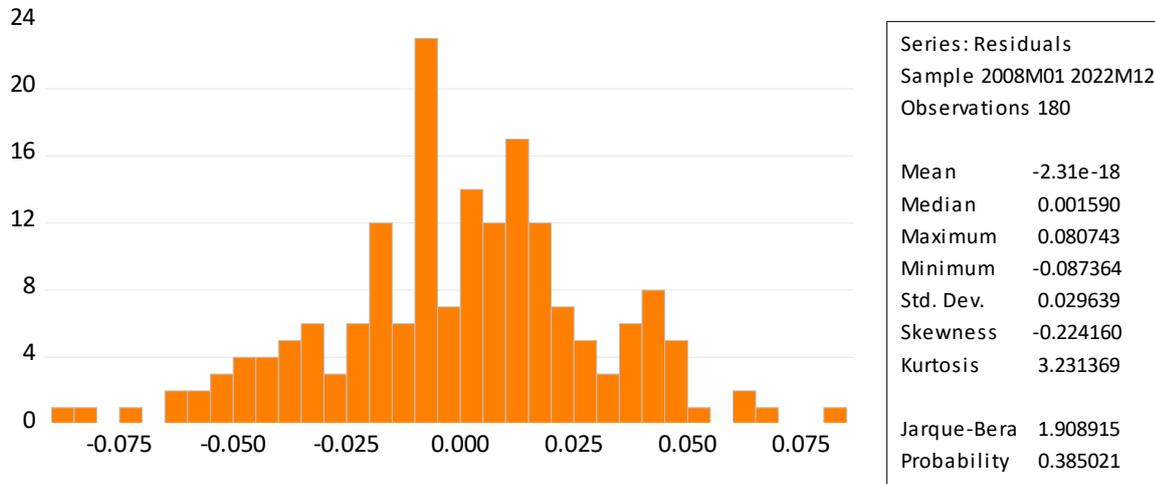
Included observations: 179 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000736	0.000108	6.792010	0.0000
RESID^2(-1)	0.114390	0.068791	1.662865	0.0981

R-squared	0.015382	Mean dependent var	0.000836
Adjusted R-squared	0.009819	S.D. dependent var	0.001210
S.E. of regression	0.001204	Akaike info criterion	-10.59521
Sum squared resid	0.000257	Schwarz criterion	-10.55960
Log likelihood	950.2716	Hannan-Quinn criter.	-10.58077
F-statistic	2.765119	Durbin-Watson stat	1.911769
Prob(F-statistic)	0.098109		

الملحق رقم 18

نتائج اختبار طبيعية الأخطاء العشوائية Jarque-Bera لعوائد مؤشر FTSE100 البريطاني



الملحق رقم 19

نتائج اختبار استقراره النموذج CUSUM لعوائد مؤشر FTSE100 البريطاني



الملحق رقم 20

نتائج اختبار استقراريه النموذج CUSUM OF SQUARES لعوائد مؤشر FTSE100 البريطاني

