



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير



مخبر التطبيقات الكمية والنوعية للارتقاء الاقتصادي، الاجتماعي والبيئي بالمؤسسات الجزائرية

ينظم: الملتقى الدولي الافتراضي webinar حول:

المالية السلوكية بين النظرية و التطبيق

يومي: 24 و 25 ماي 2022

اليوم الأول من الملتقى الدولي الثلاثاء 24 ماي 2022

الجلسة الافتتاحية (10:00- 10:30)			
القاعة الرئيسية الرابط :			
افتتاح أشغال الملتقى الدولي			
تلاوة آيات بينات من الذكر الحكيم			
النشيد الوطني			
كلمة السيد رئيس جامعة غرداية البروفيسور إلياس بن ساسي			
كلمة السيد عميد كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير الدكتور رواني بوحفص			
كلمة رئيس الملتقى الدكتور دوار ابراهيم			
كلمة رئيس اللجنة العلمية البروفيسور طويطي مصطفى			
القاعة الأولى الرابط : https://us02web.zoom.us/j/82479828175?pwd=dFZVUOM76U1HVEVpWW5kWU1ycmlDeTZoQT09			
الجلسة الأولى : 10:35- 12:05			
مقرر الجلسة د. عمي سعيد حمزة		رئيس الجلسة أ.د. عجيلة محمد	
التوقيت	عنوان المداخلة	المتدخل	الجامعة
10:35- 10:45	التأصيل الأكاديمي للاقتصاد السلوكي	أ.د. احمد خلف حسين الدخيل	جامعة تكريت العراق
10:45- 10:55	دور الذكاء الاصطناعي في دعم قرار الاستثمار المالي خوارزمية Facebook Prophet	د.منصوري حاج موسى د.قنون عبد الحق	جامعة تامنغست جامعة تامنغست
10:55- 11:05	أثر ثقة المستثمرين على عوائد مؤشر S&P 500: دراسة قياسية خلال الفترة 2000-2020	ط.د. بوحفص ايهال د. بوقرة إيمان	جامعة غرداية جامعة غرداية



جامعة المدية جامعة المدية	ط.د. عفيف رمضاني أ.د علي مكيد	المقاربة السلوكية لاتخاذ القرار في السوق المالية	11:05-11:15
جامعة تلمسان جامعة تلمسان جامعة تلمسان	د. دوش ليلي د. سنوسي قويدر ط.د. بن دراوي رشيدة	أثر مشاعر المستثمرين على عوائد الأسهم : دراسة حالة مؤشر CSI300	11:15- 11:25
جامعة تبسة جامعة تبسة	د. شنن نبيل د. مسعودي حسام	التعليم المالي كأداة للتوعية الاستثمارية وتعزيز مشاركة الأفراد في سوق الأسهم	11:25- 11:35
جامعة غرداية جامعة غرداية جامعة غرداية	د. عنيشل عبد الله د. السايح عبد الله د. قطيب عبد القادر	قراءة لنموذجي بلاك - شولز Scholes-Black ونموذج ثنائي الحد Binomial في تسعير عقود الخيار في السوق المالي	11:35- 11:45
مناقشة			11:45- 12:05
القاعة الأولى الرابط : https://us02web.zoom.us/j/82479828175?pwd=dFZVUOM76U1HVEVpWW5kWU1ycmlDeTZoQT09			
الجلسة الثانية : 12:05- 13:35			
رئيس الجلسة : د بشر محمد موفق (مملكة البحرين) مقرر الجلسة: د علي بن ساحة			
جامعة غرداية جامعة غرداية	د. نعاس صلاح الدين أ.د بن سانية عبد الرحمان	ما الذي يحدد معنويات المستثمرين في سوق الأسهم؟ دراسة تأثير جائحة كورونا وتقلبات أسعار النفط على معنويات المستثمرين الأمريكيين	12:05- 12:15
جامعة الجزائر 3	د. تارزي أمنة	تأثير الذكاء العاطفي على اتخاذ القرار المالي	12:15-12:25
جامعة سكيكدة جامعة سكيكدة	د. سلامات عقيلة د. بلقاسم كحلولي احلام	نقد فرضية كفاءة الأسواق المالية في ضوء نظرية المالية السلوكية	12:25-12:35
جامعة غرداية جامعة غرداية	د. عمر حميدات ط.د. حجربوة إلهام	مدخل نظري إلى دور المالية السلوكية في إدارة المخاطر	12:35-12:45
جامعة غرداية جامعة غرداية	ط.د. مروة زهواني د. منير خطوي	الشبكات العصبية الاصطناعية وآلية عملها (نظرة شاملة)	12:45-12:55
جامعة ورقلة جامعة ورقلة	د. أولادسالم نذير د. حجاج مراد	إدارة المحافظ المالية في ظل التطورات المالية السلوكية دراسة حالة سوق التأمين الجزائري للفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2019	12:55-13:05
جامعة غرداية جامعة غرداية جامعة غرداية	ط.د. محمد صافي د. عبد الرؤوف عبادة د. يوسف شرع	أثر التحيزات السلوكية على القرارات المالية للمستثمرين - دراسة عينة من المستثمرين في ولاية تيارت -	13:05-13:15
مناقشة			13:15-13:35
استراحة			



القاعة الأولى الرابط :

<https://us02web.zoom.us/j/82479828175?pwd=dFZVUOM76U1HVEVpWW5kWU1ycmlDeTZoQT09>

الجلسة الثالثة : 14:00 – 15:30

مقرر الجلسة د. بن نوي مصطفى

رئيس الجلسة أ.د. أولاد حيمودة عبد اللطيف

المتدخل	المتدخل	المتدخل	المتدخل
École Supérieure de Comptabilité et de Finances - Constantine	Dr. Afef TENIOU	De la théorie de l'efficience des marchés à la théorie des jeux comportementale : La rationalité théorique à l'épreuve de l'irrationalité expérimentale	14:10 – 14:00
جامعة تيارت	د. راشدة عزيزو	الفكر المالي من المنهج التقليدي إلى المنهج السلوكي	14:20 – 14:10
جامعة معسكر جامعة معسكر	د. مكي مكاي ط. د. عديدو جمال	الإطار المفاهيمي و النظري للمالية السلوكية	14:30 – 14:20
جامعة غرداية جامعة غرداية	د. العربي قلاع الدم ط. د. أمينة جعني	واقع المالية السلوكية بين كفاءة السوق المالي وسلوك المستثمر	14:40 – 14:30
جامعة ورقلة جامعة ورقلة جامعة غرداية	أ.د. رشيد حفصي د. نبيل حليبي د. عمي سعيد حمزة	كفاءة السوق المالي والمالية السلوكية	14:50 – 14:40
جامعة تلمسان جامعة تلمسان	ط. د. سحنون مريم د. سحنون خيرة	تحليل الأزمات ما بين فرضية كفاءة الأسواق المالية والمالية السلوكية	15:00 – 14:50
المركز الجامعي أفلو	د. نور الدين عبدالقادر	إدارة المحافظ المالية بين تحليل "ماركوفيتز" والمالية السلوكية	15:20 – 15:10
مناقشة			15:30 – 15:20

القاعة الثانية الرابط :

<https://us02web.zoom.us/j/84714223917?pwd=cTZ2RFk5d988DFSQDFH45KNtam9tdz7454>

الجلسة الرابعة: 10:35 – 12:05

مقرر الجلسة د. زواويد لزهارى

رئيس الجلسة د. شنيبي عبد الرحيم

المتدخل	المتدخل	المتدخل	المتدخل
جامعة ورقلة	أ.د. عزوي عمر	التنبؤ بالقرار الاستثماري بناء على خوارزميات الذكاء الاصطناعي في الأسواق المالية	10:45 – 10:35
جامعة ورقلة جامعة ورقلة جامعة ورقلة	د. عائشة بخالد د. محمد الأخضر محجوبي د. بولرباح غريب	محاولة تفسير التشوهات في الأسواق المالية بين نظرية الكفاءة والمالية السلوكية "دراسة حالة مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة من 1928 إلى 2014	10:55 – 10:45
جامعة برج بوعريريج جامعة برج بوعريريج	أ.د. موسى بن منصور د. سهام مانع	دور المالية السلوكية في تطوير الابتكار المالي	11:05 – 10:55



جامعة الجزائر 3	د. دريسي اسماء	المحفظة الاستثمارية ما قبل السلوكية بين	11:05-11:15
جامعة الجزائر 3	ط.د. زميت صوفيا	تحليل المدرسة التقليدية والمدرسة الحديثة	
جامعة تبسة	د. عادل طلبية	المالية السلوكية وتشوهات الأسعار في أسواق الأوراق المالية	11:15-11:25
جامعة تيسمسيلت	ط.د. مروان أولاد عبد النبي	تقييم دور المحاسبة السلوكية على سلوك	11:25-11:35
جامعة تيسمسيلت	أ. د. محي الدين محمود عمر	مستخدمي القوائم المالية للشركات التجارية المودعة لدى المركز الوطني للسجل التجاري للفترة (2010-2020) دراسة تحليلية - الفرع المحلي لولاية غرداية .	
جامعة غرداية	ط.د. شرع لمين	المقاربة النظرية للمالية السلوكية	11:35-11:45
جامعة غرداية	د. بن ساحة علي		
مناقشة			11:45-12:05
القاعة الثانية الرابط : https://us02web.zoom.us/j/84714223917?pwd=cTZ2RFk5d988DFSQDFH45KNtam9tdz7454			
الجلسة الخامسة : 12:05-13:35			
رئيس الجلسة د عبادة عبد الرؤوف			
مقرر الجلسة: د. حنيش فتحي			
جامعة المدينة	د. بن عيشوش محمد ط.د. بوكلتوم أعمار	عنوان المداخلة: نموذج CAPM: بين المدخلين التقليدي والسلوكي	12:05-12:15
جامعة الوادي	ط.د. ريجانة خليفة	تأثير الذكاء الاصطناعي والذكاء العاطفي في	12:15-12:25
جامعة الوادي	د. حمزة بن خليفة	ترشيد واتخاذ القرار المالي في المؤسسات الاقتصادية	
جامعة الجزائر	د.علي بايزيد		
جامعة الأغواط	د حمزة محجوبي	دور التحيزات السلوكية في توجيه القرار	12:25-12:35
جامعة الأغواط	د عطاء الله بن الطيرش	الاستثماري لدى المتعاملين في أسواق رأس المال	
جامعة الأغواط	د جمال سويح		
جامعة الأغواط	د. فريحة مراد	التأصيل النظري للتمويل السلوكي وأبعاده	12:35-12:45
جامعة ورقلة	د. صديقي صفية	النظرية المالية السلوكية كاتجاه جديد لتفسير سلوك المستثمرين في النظرية المالية	12:45-12:55
المركز الجامعي ميله	د. وداد بوقلع	العوامل والتحيزات السلوكية المؤثرة في القرارات الاستثمارية للمستثمرين الأفراد في الأسواق المالية	12:55-13:05
جامعة البويرة	د. وادي عزالدين	السوق المالية وفق مفهوم المالية السلوكية	13:05-13:15
جامعة البويرة	ط.د. حملة عيسى		
13:15-13:35			



اليوم الثاني من الملتقى الدولي الأربعاء 25 ماي 2022

القاعة الأولى الرابط :

<https://us02web.zoom.us/j/82479828175?pwd=dFZVMU1HVEVpWW5kWU1ycmlDeTZoQT09>

الجلسة الأولى : 10:35 – 13:00

مقرر الجلسة د. حميدات أعمار

رئيس الجلسة :أ.د. بوعبدلي أحلام

جامعة غرداية جامعة غرداية	د.رواني بوحفص د.شرع مريم ط.د. اسماعيل دين	أهمية إستخدام المالية السلوكية في التدقيق المالي لشركات المساهمة	10:35 – 10:45
جامعة غرداية جامعة غرداية جامعة غرداية	د. يادي عبد المجيد د. بهاز جيلالي د. سعداوي فريد	الأبعاد النظرية لكفاءة الأسواق المالية في ظل المالية السلوكية	10:45 – 10:55
جامعة البويرة جامعة البويرة جامعة غرداية	د.مداحي محمد د. سعود وسيلة د. خبيطي خضير	دور وفعالية السياسة المالية في تطوير أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر	10:55 – 11:05
جامعة الجلفة جامعة الجلفة جامعة الجلفة	د.بن عيسى علي د. سلمان عادل ط. د. يوسف أمينة	تقييم وإدارة المحفظة المالية في ظل النظرية المالية السلوكية	11:05 – 11:15
Université de Ghardaïa Université de Tizi ouzou	Dr Boudaoud Boumediene Dr. Ouendi lynda	La Finance comportementale une nouvelle approche d'analyse	11:15 – 11:25
جامعة غرداية جامعة غرداية جامعة غرداية	د. زوبر محمد د. بلوط طارق د. عفاري وردة	سلوكيات الافراد في تحرير شيكات بدون رصيد كأسلوب تحايلي للتهرب من دفع مستحقات الغير في اجالها القانونية -دراسة تطبيقية -	11:25 – 11:35
جامعة غرداية جامعة غرداية جامعة غرداية	أ.د. بوخاري عبد الحميد ط.د. بن عوالي ايمان ط.د. بلقاسم بن عطالله	إسهامات نظرية المالية السلوكية في تفسير سلوك المستثمرين في إتخاذ بعض القرارات الاستثمارية	11:35 – 11:45
جامعة غرداية جامعة غرداية	د. عويقات محمد العربي ط.د. خليف رشيد	المالية السلوكية بين النظرية و التطبيق	11:45 – 11:55
جامعة غرداية جامعة غرداية	د. مراكشي عبد الحميد د. قلبازة أمال	أثر الثقافة المالية على السلوك المقاولاتي	11:55 – 12:05
جامعة الملك فيصل (المملكة العربية السعودية)	أ.د. بن قانة اسماعيل د. عبد الله بن حمود الزيايدي النفيعي د. الطاهر ابراهيم سالم	النماذج القياسية والمالية السلوكية في الاسواق المالية	12:05 – 12:15
جامعة الأغواط جامعة ورقلة	Habiba BEN ABDERRAHMANE Dehiba BEN ABDERRAHMANE	Some Big Data Analysis Techniques for Behavioral Finance	12:15 – 12:25



جامعة غرداية	د. دوار ابراهيم د. أيوب صالحي	L'Analyse de la Perception de la Finance Islamique à travers le Comportement Financier	12:35— 12:25
مناقشة			13:00— 12:25
القاعة الثانية الرابط : https://us02web.zoom.us/j/84714223917?pwd=cTZ2RFk5dklCclhDVUI2STNtam9tdz54 الجلسة الثانية : 12:25— 10:35			
مقرر الجلسة د. شرع يوسف			رئيس الجلسة د. بهاز جيلالي
جامعة غرداية	د. بن مسعود عبد الله كمال	تداعيات جائحة كورونا على السلوك المالي	10:45— 10:35
جامعة غرداية	ط. د. عبد النبي فتيحة	للأفراد والمؤسسات المرتبطة بودائعهم	
جامعة غرداية	د. أولاد ابراهيم ليلى	بالبنك الوطني الجزائري 2017-2020	
جامعة غرداية	د. مرسل نزهة	النظرية للمالية السلوكية في تسيير المحافظ	10:55— 10:45
جامعة غرداية	د. بوقرة نور الهدى	الاستثمارية مقابل نظرية المحفظة المالية (نظرية محفظة ماركويتز)	
جامعة خنشلة	د. ملال شرف الدين	دور اكتساب الثقافة المالية في تعزيز وترقية	11:05— 10:55
جامعة غرداية	د. برنة عبد العزيز	السلوك المالي للأفراد لتعزيز النمو الشامل	
جامعة تلمسان	ط. د. فتوح خديجة	دور المالية السلوكية في تفسير تشوهات	11:15— 11:05
جامعة برج بوعريج	ط. د. عباس جمال الدين	الأسواق المالية	
جامعة غرداية	أ. د. عجيلة محمد	الإطار المفاهيمي للمالية السلوكية وفق	11:25— 11:15
جامعة غرداية	ط. د. شوراب خليفة	مقتضيات الإدارة التمويلية -الرؤية والأهمية	
جامعة غرداية	د. بن قايد الشيخ		
جامعة أدرار	د/ بن حكوم علي	الذكاء العاطفي كجدارة مستقبلية للبنوك	11:35— 11:25
جامعة غرداية	د/ مصطفى صافية		
جامعة غرداية	د. عوفيات محمد العربي	المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق	11:45— 11:35
جامعة غرداية	ط. د. خليف رشيد		
جامعة مستغانم	د. بوحديبة إلهام	استخدام المالية السلوكية في التأثير على	11:55— 11:45
جامعة مستغانم	د. رمضاني محمد	القرارات المالية للمستثمرين	
جامعة غرداية	د. أوشان جميلة	مفهوم الشراكة في الثقافة المالية لدى الفرد	12:05— 11:55
جامعة غرداية	د. بهازلوية	الجزائري. دراسة سوسيواقتصادية	
جامعة بشار	د. بلعابد فايزة	دراسة نظرية في المالية السلوكية	12:15— 12:05
جامعة بشار	ط. د. طالب سميرة		
جامعة الجزائر 3	د. طاهري صديق	قراءة في مفهوم التحيزات السلوكية في قرارات	12:25— 12:15
جامعة الجلفة	د. عمراني طلال	التمويل والاستثمار	
مناقشة			12:55— 12:25
اختتام فعاليات الملتقى الدولي حول المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق			

الورشة الأولى

المداخلة الأولى

التأصيل الأكاديمي للاقتصاد السلوكي

بحث يتقدم به

الأستاذ الدكتور

احمد خلف حسين الدخيل

أستاذ المالية العامة والقانون المالي

كلية الحقوق - جامعة تكريت - جمهورية العراق

Dikhil2004@yahoo.com

+9647703012566

إلى

المؤتمر الدولي الافتراضي

الذي يقيمه

مخبر التطبيقات الكمية والتنوعية للارتقاء الاقتصادي الاجتماعي البيئي بالمؤسسات الجزائرية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير / جامعة غرداية - الجزائر

بعنوان

المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق

غرداية يومي 2 و3 نيسان 2022

مقدمة

لا بد لكل ظاهرة علمية من اسانيد أو ركائز تستند إليها فلا يمكن ان تبرز أو حتى تظهر من الفراغ وهذه الركائز تتعدد وتتشعب إلى الحد الذي لا يتصور الالمام بها ، ولكننا وخاصة في الدراسات القانونية درجنا على التأكيد على ثلاثة من تلك الاسانيد وتناولها بشيء من التفصيل الا وهي التاريخية والفلسفية والقانونية ، فالجانب التاريخي من الموضوع سيخبرنا أين ولماذا ومتى ظهرت فكرة الاقتصاد السلوكي واسباب اقتران ظهوره ببعض الاحداث الاقتصادية المهمة التي طالت الاقتصاد العالمي وبالتحديد تلك التي ادت إلى التشكيك أو بالأحرى التأكيد على فشل آلية التشغيل الكامل المزعومة ومنها الازمة الاقتصادية لسنة 1929 والازمة المالية العالمية لسنة 2008 ، أما الجانب الفلسفي في الموضوع فله أثر كبير في معرفة قدرة هذا الاقتصاد على التناغم مع الايديولوجيات المختلفة التي سادت وتسود العالم اليوم ، فضلاً عن الامكانية القانونية لاعتماد آليات هذا الاقتصاد في ظل نظام قانوني تدرج فيه القواعد القانونية من مستوها الدولي إلى مستوها الوطني بأشكالها المتعددة.

أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من أهمية تقنيات الاقتصاد السلوكي التي اثبتت نجاحها عبر تجارب كثيرة وتربعت مؤخراً دراساتها على عرش جائزة نوبل للاقتصاد لعدة اعوام ، مركزة على نظريات علم النفس الادراكي وعلم النفس الاجتماعي وعلم النفس المعرفي في تفسير الكثير من التصرفات الاقتصادية التي عجزت النظريات الاقتصادية التقليدية عن تفسيرها ، ومن ثم التأثير في تلك التصرفات عبر استخدام بعض آليات الحفز البسيطة ذات الأثر العظيم ، مما دفعنا إلى محاولة استثمار تلك النجاحات الاقتصادية وسحبها إلى علم القانون.

مشكلة الدراسة

- 1- مدى حداثة تطبيقات الاقتصاد السلوكي من عدمه ، واثر ذلك في التأصيل الاكاديمي له وبالتالي في مضمونه.
- 2- تشوش الفكرة حول علاقة الاقتصاد السلوكي بالايديولوجيات والفلسفات الرئيسية من اشتراكية وفردية واسلامية.
- 3- مدى قبول فكرة الاقتصاد السلوكي وتطبيقاته من الناحية القانونية.

فرضية الدراسة

- 1- رغم قدم تطبيقات الاقتصاد السلوكي إلا ان طرحه علمياً لم يكن الا في عهد قريب.
- 2- تتفق تطبيقات وآليات الاقتصاد السلوكي مع الفكرين الفردي والاسلامي دون الاشتراكي.
- 3- تتواءم افكار الاقتصاد السلوكي مع اهداف وغايات القانون.

منهج الدراسة

اعتمدنا في دراستها المنهج التحليلي الاستنباطي لنظريات وتجارب الاقتصاد السلوكي ومحاولة إسقاطها على القوانين مع الأخذ بنظر الاعتبار خصوصية علم القانون والاختلافات بينه وبين علم الاقتصاد.



هيكلية الدراسة

تم تقسيم الدراسة على ثلاثة مطالب خصصنا الأول للتأصيل التاريخي للاقتصاد السلوكي لنتعرف على تأصيله التاريخي في العصور القديمة ومن ثم في العصور الوسطى وبعدها في العصر الحديث ، فيما تناولنا في الثاني التأصيل الفلسفي للاقتصاد السلوكي في الفكر الاشتراكي والفكر الفردي والفكر الإسلامي ، لنتقل بعدها للحديث عن التأصيل القانوني للاقتصاد السلوكي على الجانبين الدولي والوطني ، ثم ختمنا بأهم الاستنتاجات والتوصيات ، والله ولي التوفيق.

المطلب الأول

التأصيل التاريخي للاقتصاد السلوكي

رغم حداثة اصطلاح الاقتصاد السلوكي إلا أن تطبيقاته تضرب في عمق التاريخ وجذوره تمتد الى جميع بقاع العالم ، فاذا ما علمنا ان تطبيقات هذا الاقتصاد تتمحور حول اربعة محاور الا وهي السهولة والجدابية والاجتماعية وحسن التوقيت ، فلا يكون من الصعب علينا تتبع تطور هذه المحاور عبر العصور المختلفة لملاحقة مراحل ظهورها ونموها ونضوجها إلى ان وصلت إلى ما هي عليه اليوم ، أو على الاقل إلى بداية ظهور مصطلح الاقتصاد السلوكي وبروزه في الدراسات العلمية الحديثة وتداخله مع العلوم المختلفة من اقتصاد واجتماع ونفس وقانون وغيرها.

التأصيل التاريخي للاقتصاد السلوكي في العصور القديمة

ربما يكون التنبيه الأول الذي حصل للبشرية هو التنبيه الالهي الذي وجهه الله عز وجل لأبينا آدم وأما حواء (عليها السلام) في قوله عز وجل (وَقُلْنَا يَا آدَمُ اسْكُنْ أَنْتَ وَزَوْجُكَ الْجَنَّةَ وَكُلَا مِنْهَا رَغَدًا حَيْثُ شِئْتُمَا وَلَا تَقْرَبَا هَذِهِ الشَّجَرَةَ فَتَكُونَا مِنَ الظَّالِمِينَ) (البقرة ، 35) أما التنبيه الثاني فكان موجهاً لهما أيضاً ولكنه من إبليس والذي بدا واضحاً في قوله تعالى (فَوَسْوَسَ إِلَيْهِ الشَّيْطَانُ قَالَ يَا آدَمُ هَلْ أَدُلُّكَ عَلَى شَجَرَةِ الْخُلْدِ وَمُلْكٍ لَّا يَبْلَى) (طه ، 120) ، إذ استغل إبليس الجذابية الكبيرة في ثمار الشجرة لدفع آدم وحواء إلى قطف تلك الثمار والوقوع في الخطيئة ومن ثم الخضوع لأمر الله سبحانه وتعالى بالنزول إلى الارض والندم على ما فعلاه.

التأصيل التاريخي للاقتصاد السلوكي في العصور الوسطى

لم يكن الوضع في العصور الوسطى مختلفاً كثيراً عن العصور القديمة فقد استمر الإنسان على المنوال ذاته محاولاً تحسين وضعه المعيشي على الصعد كافة ، بل ربما لا نجانب الصواب ان ادعينا أنه كان اقل سرعة من سابقة في هذا الشأن ، اللهم الا بعد ظهور الاسلام في الشرق إذ كان له بارز الأثر في تطوير الكثير من اساليب وادوات التحفيز والتثبيته كتطبيقات للاقتصاد السلوكي ليس في الجانب الاقتصادي فقط وانما في الجوانب كافة الدينية والاخلاقية والاجتماعية والسياسية وغيرها.

التأصيل التاريخي للاقتصاد السلوكي في العصر الحديث

مع استمرار تطبيقات الاقتصاد السلوكي في بداية العصر الحديث استمر صمت علماء الاقتصاد والاجتماع عن افكار هذا الاقتصاد حتى منتصف القرن الثامن عشر وبالتحديد سنة 1759 من خلال الاقتصادي الكبير آدم سميث في كتابه نظرية المشاعر الاخلاقية عبر تسليطه الضوء على العوامل النفسية واثرها في اتخاذ القرارات الاقتصادية ولكن الطرح لم يكن على شكل نظرية متكاملة فسرعان ما اهملت تلك الافكار والآراء واصبحت طي النسيان ، غير أنه يبدو أن تلك كانت الشرارة التي اشعلت رؤى بقية العلماء للإشارة إلى هذا الموضوع مرة ثانية فقد فصل فيه الحديث عالم الاقتصاد زولا عندما اصدر كتابه النقود سنة 1891 ، إذ ربط بين السلوك والمالية والعلاقات الوثيقة بينهما عبر تركيزه على انعكاسات نوبات الهلع الجماعية التي تنتاب المشتريين لورود معلومات جديدة ناتجة عن اشاعات لا تمت إلى الحقيقة بصلة والتأثير الذي تتركه في الجانب السلبي والايجابي على قراراتهم التي يفترض ان تكون عقلانية بعيدة عن الجوانب النفسي ، بيد أن تلك الافكار بقيت حبيسة الكتب ولم يتم تطبيقها أو تجربتها على أرض الواقع.

وفي عام 1961 ظهر مصطلح الاقتصاد السلوكي لأول مرة على يد الاقتصادي بولدينك الذي قام بدمج المحددات النفسية في التحليل الاقتصادي وتوقع وجود حركة باتجاه هذا الاقتصاد.

المطلب الثاني

التأصيل الفلسفي للاقتصاد السلوكي

بغية الوصول إلى الفهم الأشمل لموضوع الاقتصاد السلوكي لآبد من التعرف على التأصيل الفكري له بحيث نلج الأطر التي اعتمد عليها في إقراره من الناحية الفلسفية ، وكيف أصبح مقبولاً ضمن الأيديولوجية الفردية التي تبنته ومدى وجود قبول له من عدمه في الأيديولوجيات الاقتصادية الأخرى وخاصة الفكر الاشتراكي الذي بقي ولمدة طويلة مسيطراً على مساحة كبيرة من العالم إلى وقت قريب قبل أن يتتحى مرغماً تاركاً الساحة للايديولوجية الند ، وكذلك الفكر الإسلامي الذي بزغ نجمه من جديد بعد ان كان قد وضع على الرف لقرون وصار ينظر إليه على أنه أو على الأقل بعض تطبيقاته الملاذ الأخير مما يعاني منه الاقتصاد العالمي من أزمات.

التأصيل الفلسفي للاقتصاد السلوكي في الفكر الاشتراكي

لا يمكن القول بان الاقتصاد السلوكي هو تجسيد وتكريس للاقتصاد والفكر الاشتراكي فهو لا يتفق معه تماماً رغم ما قيل عن التشابه بينها في بعض النقاط التي ذكرناها سابقاً ، مما يفرض البحث عن أساس فلسفي آخر للاقتصاد السلوكي ربما يكمن في بعض افكار المذهب الفردي أو الفكر الاسلامي أو حتى غيرها من الايديولوجيات الأخرى من غير هذه الايديولوجيات الرئيسة.

التأصيل الفلسفي للاقتصاد السلوكي في المذهب الفردي

نعم استمرراً لذات النهج وتعزيزاً لدور اقل للدولة ومنح دور اكبر للقطاع الخاص فقد تم اعتماد آليات الاقتصاد السلوكي كونها تدعو إلى القليل من القوانين والقليل من القواعد القانونية الملزمة بل وحتى القليل من الإعفاءات الضريبية والحوافز المالية واللجوء إلى استعارة دراسات علم النفس الاجتماعي وعلم النفس الإدراكي وعلم النفس المعرفي وتحديد التحيزات التي يرغب بها النظام الرأسمالي الذي يسيطر على الدول التي اعتمدت آليات الاقتصاد السلوكي ، بل الاصح أنه يسيطر على العالم بأكمله ، وان ما قيل من دفاع عن وجهة النظر الخاصة بعدم التوافق مع المذهب الفردي أو مع الأفكار الليبرالية التي يؤمن بها هو واقع وحقيقة مؤكدة ، فالإقتصاد السلوكي هو ايغال في الفردية وتكريس للرأسمالية وتقليل من دور الدولة إلى ابعد الحدود وبما يتفق مع المرحلة والظروف التي يمر بها العالم اليوم.

التأصيل الفلسفي للاقتصاد السلوكي في الفكر الاسلامي

لعل التأصيل الفلسفي يكمن في المباح من أقسام الحكم الشرعي بعيداً عن قسمي الواجب والمحرم ذلك أن هذين القسمين يشكلان اساساً فلسفياً للمسؤولية الشرعية التي تتضمن التزاماً على المحكوم عليه بالقيام بعمل أو الامتناع عن عمل والا تعرض للجزاء الدنيوي أو الآخروي الذي يفرضه الباري عز وجل ، فنظريات الاقتصاد السلوكي تبتعد عن الالزام والحظر وتحاول التركيز على اساليب التحفيز والتثبيه في مواجهة او مسايرة التحيزات البشرية الفطرية ، وكذلك بعيداً عن قسمي الحكم الشرعي من مندوب ومكروه ذلك ان هذين القسمين يتضمنان الحوافز المادية الدنيوية منها والآخروية وهو ما لا يفضل ، اللهم الا اذا كانت الحوافز معنوية ليس الا ، اما الحوافز المادية فهي تعني زيادة في التكاليف التي تتحملها الدولة وهي ليست بحاجة إلى المزيد من التكاليف ، إذ لها من المهام والوظائف التي تجعلها بأمس الحاجة إلى تلك الاموال للصرف على تلك الواجبات ، اما قسم المباح فهو الوحيد من اقسام الحكم الشرعي يصلح ان يكون اساساً فلسفياً خالصاً للاقتصاد السلوكي ، إذ تستطيع السلطة العامة (ولي الامر) ان تستثمر المساحة المتاحة للتصرفات المباحة لتشجيع أو مساعدة الافراد على اتخاذ القرارات السليمة بعيداً عن التحيزات التي تدفع إلى تصرفات غير عقلانية فالاسلام دين الفطرة وهو يتعامل مع هذه الفطرة بالأساليب التي تراها السلطة العامة سليمة وبما يتفق مع المصلحة العامة.

المطلب الثالث

التأصيل القانوني للاقتصاد السلوكي

لعل بحثنا في التأصيل القانوني للاقتصاد السلوكي يبدو للوهلة الأولى متناقضاً مع أهداف البحث في التشكيك في الدور المتوقع من القانون في تطوير المجتمع والنهوض بواقعه والدعوة إلى ثورة قانونية تطال اغلب المسلمات القانونية التي ترسخت لدى الفكر القانوني العالمي منذ قرون خلت ، وخاصة ما يتعلق منه بالاعتماد شبه الكلي على الجزاءات من جهة والحوافز المالية من جهة أخرى سيما وأن التجربة المريرة اثبتت عدم جدواها لوحدتها في كثير من الاحيان في الوصول إلى تطبيق سليم ودقيق للقانون وادراك دولة القانون بالمعنى الدقيق للمصطلح ، فكيف يمكن التوفيق بين هذا الهدف البحثي الرئيس وبين البحث عن أساس قانوني يمكن ان يستند إليه الاقتصاد السلوكي الذي يوصف بأنه يسعى إلى هز أركان علم القانون؟ ولا شك في ان الاجابة تكون ببساطة ان الدخول في أي مجال وولوجه لا بد له من منفذ قانوني.

التأصيل الدستوري للاقتصاد السلوكي

ان المتتبع لنصوص دستور جمهورية العراق لسنة 2005 الناقد يلحظ بسهولة مجموعة كبيرة من النصوص التي تشكل مدخلاً أو أساساً دستورياً سليماً يمكن الانطلاق منه لولوج تطبيقات الاقتصاد السلوكي.

تأصيل الاقتصاد السلوكي في القانونين العادي والفرعي

أولاً:- النظام الداخلي لمجلس الوزراء العراقي رقم 8 لسنة 2014.

ثانياً:- قانون ضريبة العقار العراقي رقم 162 لسنة 1959 المعدل.

ثالثاً:- قانون ضريبة العرصات العراقي رقم 26 لسنة 1962 المعدل.

رابعاً :- قانون ضريبة الدخل العراقي رقم 113 لسنة 1982 المعدل.

خامساً :- قانون الكمارك العراقي رقم 23 لسنة 1984 المعدل.

الاستنتاجات

1- تعددت تطبيقات الاقتصاد السلوكي في العصور القديمة سواء تعلقت بالجوانب الاجتماعية أو الجذابية أو السهولة أو حسن التوقيت ولكنها كانت تجري بصورة عفوية.

2- إن ظهور الاسلام في الشرق إذ كان له بارز الأثر في تطوير الكثير من اساليب وادوات التحفيز والتنبية كتطبيقات للاقتصاد السلوكي ليس في الجانب الاقتصادي فقط وانما في الجوانب كافة الدينية والاخلاقية والاجتماعية والسياسية وغيرها.

الاستنتاجات

3- رغم ان تطبيقاته تضرب في عمق التاريخ إلا أن الإشارة الأولى لاصطلاح الاقتصاد السلوكي كانت عام 1961 ، ولم يظهر الاهتمام الحقيقي به إلا في العقد الأول من الالفية الثالثة.

4- لا يمكن القول بان الاقتصاد السلوكي هو تجسيد وتكريس للاقتصاد والفكر الاشتراكي فهو لا يتفق معه تماماً رغم ما قيل عن التشابه بينهما في بعض النقاط.

الاستنتاجات

5- رغم كونه يشكل ايغالاً في الفردية وتكريساً للرأسمالية وتقليلاً لدور الدولة بما يتفق والمرحلة والظروف التي يمر بها العالم اليوم ، بيد أن الاقتصاد السلوكي يجد تأصيلاً شرعياً سليماً في احكام المباح من اقسام الحكم الشرعي التكليفي.

6- ليس في المنظومة القانونية العراقية ما يمنع من الاستعانة بآليات الاقتصاد السلوكي في مجال القانون ، بل أن هناك الكثير من تطبيقات الاقتصاد السلوكي في بعض القوانين العراقية.

التوصيات

- 1- انشاء وحدة أو قسم أو شعبة أو لجنة حفز ترتبط بمجلس الوزراء أو بكل وزارة أو جهة غير مرتبطة بوزارة تتولى التخطيط والاشراف على تنفيذ سياسات الاقتصاد السلوكي في البلاد.
- 2- اعادة النظر بالقوانين العراقية بشكل عام والمالية منها بشكل خاص لا سيما الضريبية بما يسمح بتطعيمها بتطبيقات الاقتصاد السلوكي وبما يضمن منح خيارات افضل للمخاطبين بالقواعد القانونية.
- 3- ضرورة ادخال الجوانب النفسية والاجتماعية والتحيزات السلوكية في الحساب عند وضع القواعد القانونية وعدم الاكتفاء بالنظرة النفعية المادية التي تركز اهتمامها على الجزاءات والحوافز المادية فقط.

التوصيات

- 4- استخدام أسلوب التسهيل والتعقيد وحسب متطلبات كل مرحلة في ادراك الغايات التي يروم المشرع تحقيقها وخاصة ما تعلق منها بمواجهة مسائل العلم والفهم والنطاق الموضوعي والتنفيذ الدقيق للقانون.
- 5- الاهتمام باجتماعية السلطات العامة المختلفة من تشريعية وتنفيذية وقضائية أو على الاقل التغطية عليها باجتماعية القاعدة القانونية.
- 6- اقرار فكرة الصلاحية والعدوان على مصالح الفرد والجماعة في تجريم الافعال بالشكل الذي يخفف من النهج النفعي المادي ويعزز فرص الانصياع الاجتماعي لأوامر ونواهي المشرع.
- 7- مراعاة المشرع لعناصر الجذب في القاعدة القانونية بما يدفع المكلفين بها إلى الانجذاب نحوها والتوق إليها على غرار ما تقوم به الجهات التسويقية.

وختاماً أشكر للجميع

حسن الإصغاء

واعتذر جداً للإطالة

المداخلطة الثانية



جامعة غرداية الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الكلية العلمية
الكلية الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
الكلية الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
الكلية الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
الكلية الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

والتطبيق النظرية بين السلوكية والمالية

يوم 2 و 3 أفريل 2022
ب عنوان مداخلة

المالي الاسد ت ثمار قرار دعم في الاصطناعي الذكاء دور

Facebook Prophet

الدكتور منصور منصورى حاج موسى

الدكتور قنون عبد الحق

? ? ? ? ? ? ? ? ?

? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ?

? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ?

? ? ? ? ? ?

Facebook ? ? ? ? ? ? ? ?



يعد الذكاء الاصطناعي من العلوم المهمة في مجال علوم الحاسوب، ومن بينها ما يسمى بالتعلم الآلي Machine Learning. فخوارزميات التعلم الآلي أصبحت قادرة على التفكير، الإدراك، التعلم وفهم الخبرات السابقة. مما ساهم هذا العلم في حل العديد من المشاكل التي يواجهها صناع القرار. وأصبح بالإمكان تحليل الكميات الهائلة من البيانات والمعلومات بسرعة عالية، وبدقة كبيرة. حيث أن هذه الخوارزميات تعمل على تقسيم البيانات إلى بيانات التدريب للكشف عن الأنماط والميزات المتواجدة في البيانات، وبيانات الاختبار للتحقق من دقة النموذج الذي تم بناؤه.

وتستخدم شركات الاستثمار والمستثمرين، هذه الخوارزميات للتنبؤ بشكل أفضل للمخاطر المحتملة. والتعرف على الوقت المناسب لشراء الورقة المالية. بل أصبحت الهيئات المنظمة للأسواق المالية ترصد المخاطر المحتملة من حدوث أزمات للأسواق.



الإشكالية الرئيسية للدراسة

ما مدى مساهمة خوارزمية Facebook Prophet في التنبؤ ودعم قرار الاستثمار المالي؟



إشكالية الدراسة:

للإجابة على هذه الإشكالية حاولنا من خلال هذه الورقة البحثية التنبؤ بأسعار سهم مجمع BIC خلال الفترة الممتدة من 2017 إلى 2022 من خلال محورين. تناول المحور الأول الإطار النظري للذكاء الاصطناعي والتعلم الآلي. أما المحور الثاني أهمية استخدام الأساليب الكمية في التنبؤ ودعم قرار الاستثمار المالي. والمحور الأخير التنبؤ بأسعار سهم مجمع BIC باستخدام خوارزمية Fbprophet



: Prophet \hat{y}_t -

$$y(t) = g(t) + s(t) + h(t) + \epsilon_t$$

$$g(t) = (k + \sum_{i:t>s_i} \delta_i)t + (m + \sum_{j:t>s_j} \gamma_j),$$

$$s(t) = \sum_{n=1}^N \left(a_n \cos\left(\frac{2\pi nt}{P}\right) + b_n \sin\left(\frac{2\pi nt}{P}\right) \right)$$

الجدول نتائج تقدير خوارزمية Prophet

List of 6	value
\$ k	num -0.88
\$ m	num 1.01
\$ delta	num [1, 1:25] -1.71e-01 3.91e-01 8.81e-01 5.72e-07 3.19e-05...
\$ sigma_obs	num 0.00758
\$ beta	num [1, 1:26] 0.002817 -0.021854 -0.001395 0.003675 -0.000419...
\$ trend	num [1:1281(1d)] 1.01 1.01 1.01 1.01 1.01...

المصدر: من إعداد الباحثين باستخدام برنامج R

الشركة قيم المتنبأ بها لأسعار سهم مجمع BIC خلال 2023



المصدر: من إعداد الباحثين باستخدام برنامج R

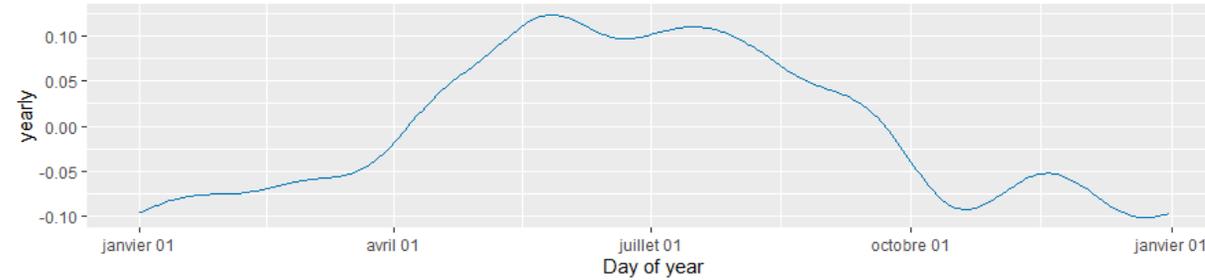
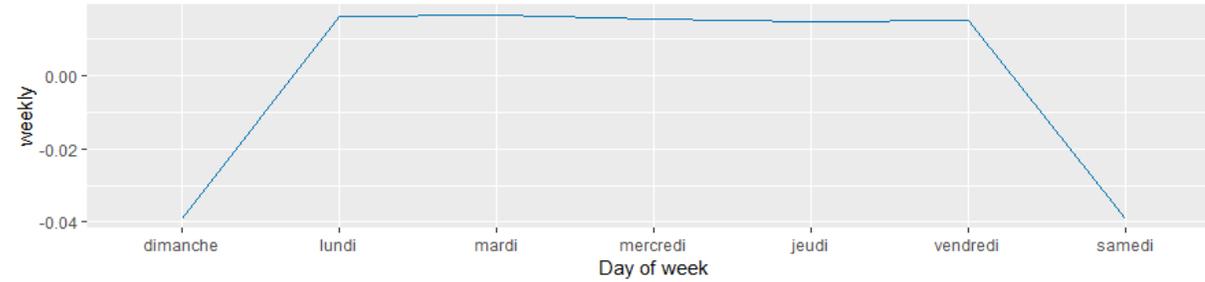
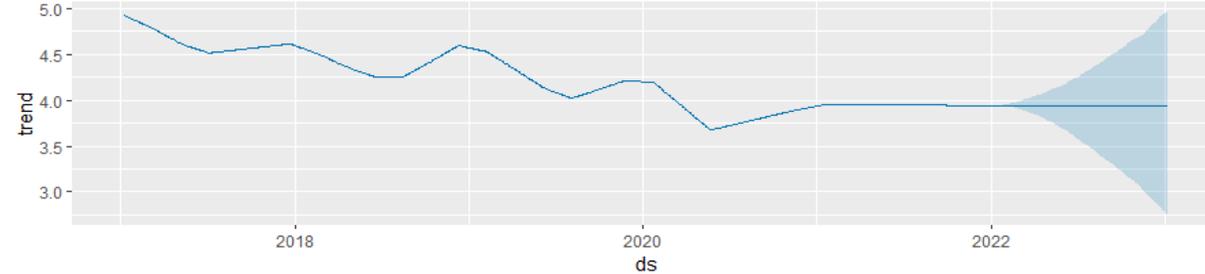
نلاحظ التطابق شبه تام واقتراب منحنى السلسلة الأصلية بمنحنى السلسلة المقدرة، وهذا إن دل على شيء إنما يدل على مدى تقارب النموذج المقدر باستخدام خوارزمية Prophet، مع البيانات الواقعية.

المركبات السنوية، الأسبوعية، واليومية لسهم aBIC

الشركة مركبات السلسلة الزمنية لسهم BIC

يلاحظ من الشكل الأول (d s)، هو الاتجاه العام للأسعار فان سهم BIC في انخفاض مع مرور السنوات، ثم أخذ نوعا من الاستقرار، في الفترة الممتدة من الثلاثي الثاني من سنة 2020 إلى غاية نهاية سنة 2021.

أما الشكل الثاني (Daily of week)، يوضح اتجاه الأسعار في الأسبوع، فيلاحظ بشكل عام بان أسعار سهم BIC ترتفع في بداية الأسبوع. وتستقر طيلة أيام الأسبوع، وبعد ذلك تنخفض في نهاية الأسبوع. وأخيرا فيما يخص الشكل الثالث (Day of year)، فيوضح طبيعة الأسعار خلال الأشهر، ويلاحظ بأن أسعار سهم BIC بشكل عام تكون مرتفعة في وسط السنة. وبعد ذلك تنخفض إلى أدنى مستوى لها في نهاية السنة.



المصدر: من إعداد الباحثين باستخدام برنامج R

المداخلة الثالثة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير
مخبر التطبيقات الكمية والنوعية للارتقاء الاقتصادي،
الاجتماعي والبيئي بالمؤسسات الجزائرية



بحث مقدم ضمن فعاليات الملتقى الدولي الافتراضي حول:

"المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق"

المحور السادس: دراسة أثر التحيزات المعرفية و السلوكية على القرارات المالية
أثر ثقة المستثمرين على عوائد مؤشر S&P 500: دراسة فياسية خلال الفترة
مداخلة بعنوان:
2020-2000

د. بوقرة إيمان

بوحفص إبتهاال

المقدمة

ازداد الاهتمام خلال الآونة الأخيرة بالجانب السلوكي في تفسير سلوك أسواق رأس المال وهو ما يعرف بالمالية السلوكية، حيث تهتم هذه النظرية بدراسة سلوك المستثمر في الأسواق المالية والعوامل المؤثرة فيه. يرى مؤيدي المالية السلوكية أن افتراض النظرية المالية التقليدية لعقلانية المستثمرين عند اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية غير محققة، وأن هذه الأخيرة تحكم فيها مجموعة من العوامل النفسية والاجتماعية والتي قد تؤدي إلى وجود انحرافات في سلوك المستثمر تسمى بالتحيزات السلوكية، تلعب دوراً هاماً في تذبذب الأسعار في الأسواق.

أدى التقلب المستمر لأسواق رأس المال وعدم استقرارها إلى ضعف ثقة المستثمرين وعدم لجوئهم لتوظيف مدخراتهم في الاستثمار محدثاً بذلك ارتفاع تكلفة التمويل والمخاطر، حيث فسره الباحثين في المالية السلوكية بأنه تحيز عاطفي لدى المستثمرين. وقد تعددت الدراسات في البحث عن ما إذا كانت لثقة المستثمر دور في تحديد أسعار الأسهم وزيادة التقلبات في الأسواق المالية.

• إشكالية الدراسة:

بناء على ما تقدم ذكره، يمكن طرح الاشكال الرئيسي التالي:

ما مدى تأثير معنويات المستثمرين على عوائد مؤشر S&P 500 خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2020؟

• فرضية الدراسة:

لمعالجة إشكالية بحثنا قمنا بصياغة الفرضية الرئيسية التالية:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لثقة المستثمرين على عوائد مؤشر S&P 500 خلال فترة الدراسة.

هدف وأهمية الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي من هذه الورقة البحثية في البحث عن أثر ثقة المستثمرين على عوائد مؤشر S&P 500 خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2020. وتوضح أهمية هذه الورقة البحثية من خلال تناولها لدراسة تطبيقية لموضوع ثقة المستثمرين على عوائد مؤشر S&P 500، لمساعدة الباحثين في مجال التمويل السلوكي على إجراء دراسات تتناول ثقة المستثمر. كما تساعد نتائج هذه الدراسة المستثمرين والمحللين الاقتصاديين على تحسين أدائهم واتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة.

حدود الدراسة:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على السلسلة الزمنية للمؤشر العام للأسعار الشهرية لمؤشر S&P 500 ومؤشر شهري لثقة المستهلك أي حوالي 250 مشاهدة، وهذا خلال الفترة الممتدة ما بين 01 جانفي 2000 إلى 31 ديسمبر 2020.

1. الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة

أظهرت نتائج الإحصاء الوصفي لبيانات السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، ان عوائد المؤشر S&P 500 كانت موجبة وعالية الخطورة خلال فترة الدراسة، وهذا ما بينه المتوسط الحسابي الذي كان موجب وقدر قيمته بـ 1655.954 والانحراف المعياري الذي بلغت قيمته 677.9239. وتشير القيم الموجبة لمعامل الالتواء المتعلقة بالسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة الى ان التوزيعات ملتوية نحو اليمين مما يدل على وجود مشكلة الذيل سميقة. كما أن معامل التفلطح فاق قيمة الثلاثة التي تقابل التوزيع الطبيعي، والتي تدل انحراف السلاسل المدروسة عن التوزيع الطبيعي خلال فترة الدراسة.

2. اختبار استقرارية متغيرات

الدراسة

أظهرت نتائج اختبار ADF على ان السلاسل الزمنية للمتغيرات CCI وعوائد S&P 500 غير مستقرة عند المستوى بسبب وجود جذر الوحدوي، حيث ان القيم المحسوبة لاختبار ADF كانت أصغر من القيم الحرجة، وعليه نقبل الفرضية الصفرية H_0 التي تنص على وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية محل الدراسة. أما السلسلتان المحولتان عن طريق الفروقات من الدرجة الأولى مستقرتان لعدم وجود جذر وحدوي وذلك لان القيم المحسوبة أقل من القيم الحرجة ADF، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية H_0 لجذر الوحدة وقبول الفرضية البديلة H_1 ، أي أن السلسلتان متكاملتان من المرتبة الأولى (1). مما يشير هذا الى احتمالية وجود التكامل المشترك.

3. اختبار التكامل المشترك

تظهر نتائج هذا الاختبار انه لا توجد علاقة تكاملية بين المتغيرات، وبالتالي عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشر ثقة المستهلك CCI وعوائد مؤشر S&P 500. بمعنى آخر أن هذه المتغيرات لا تظهر سلوكاً متشابهاً على المدى الطويل، مما لا يسمح بتقدير نموذج تصحيح الخطأ.

4. دراسة السببية

نلاحظ من الجدول أعلاه عدم وجود علاقة سببية متجهة من مؤشر ثقة المستهلك CCI إلى عوائد مؤشر S&P 500، وذلك لأن القيمة الاحتمالية أكبر من مستوى معنوية 5٪، أي أن التغير في مؤشر ثقة المستهلك CCI لا يسبب التغير في عوائد مؤشر S&P 500.

كما تبين النتائج وجود علاقة سببية متجهة من عوائد مؤشر S&P 500 إلى مؤشر ثقة المستهلك CCI، حيث ان القيمة الاحتمالية كانت اقل من مستوى معنوية 5٪، أي ان التغير في عوائد مؤشر S&P 500 يسبب التغير في مؤشر ثقة المستهلك CCI، مما يدل على وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه.

5. تقدير نموذج VAR:

الجدول رقم (01): نتائج تقدير معالم نموذج

VAR (2)

Vector Autoregression Estimates		
Date: 02/01/22 Time: 17:55		
Sample (adjusted): 2000M03 2020M12		
Included observations: 250 after adjustments		
Standard errors in () & t-statistics in []		
	SAP500	CCI
SAP500(-1)	1.069896 (0.06381) [16.7681]	0.828570 (0.34390) [2.40933]
SAP500(-2)	-0.067127 (0.06508) [-1.03139]	-0.689215 (0.35079) [-1.96472]
CCI(-1)	-0.019888 (0.01170) [-1.69994]	0.243213 (0.06306) [3.85709]
CCI(-2)	0.021735 (0.01156) [1.88010]	0.165431 (0.06231) [2.65495]
C	-0.024782 (0.06648) [-0.37275]	1.608822 (0.35834) [4.48965]
R-squared	0.986671	0.217995
Adj. R-squared	0.986453	0.205227
Sum sq. resids	0.474158	13.77449
S.E. equation	0.043993	0.237113
F-statistic	4533.849	17.07428
Log likelihood	428.7247	7.595708
Akaike AIC	-3.389798	-0.020766
Schwarz SC	-3.319369	0.049664
Mean dependent	7.338783	4.454774
S.D. dependent	0.377969	0.265970

- معامل التحديد R^2 يقدر بـ 0.986671 أي ان النموذج مفسر بنسبة 98.67% أما النسبة المتبقية 1.33% فيعود لمتغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج؛
- هناك علاقة عكسية غير معنوية بين عوائد مؤشر S&P 500 وقيمتها المؤخرة الثانية عند مستوى 5%؛
- مؤشر ثقة المستهلك CCI بالنسبة للتأخير الثاني معنوي عند مستوى 5%، كما له علاقة طردية مع عوائد مؤشر S&P 500؛
- المعنوية الكلية النموذج الكلية مقبولة حيث ان قيمة فيشر المحسوبة (4533.849) أكبر من القيمة الجدولية.

الخلاصة

قمنا من خلال هذا العمل إبراز دور ثقة المستثمرين على عوائد مؤشر S&P 500، وذلك بناء على البيانات الشهرية لمتغيرات الدراسة خلال فترة 2000-2020 معتمدين في ذلك على الدراسة القياسية باستخدام نموذج VAR. وتوصلت نتائج الدراسة إلى النتائج التالية:

✓ وجود علاقة عكسية معنوية بين مؤشر ثقة المستهلك CCI وعوائد مؤشر S&P 500 بالنسبة للتأخير 1، بمعنى أن الارتفاع في مؤشر ثقة المستهلك CCI سيؤدي إلى انخفاض عوائد مؤشر S&P 500 في الفترة الأولى، في حين أن هناك علاقة طردية بين متغيرات الدراسة بالنسبة للتأخير 2، وهذا يعني أن المستثمرين يملكون ثقة مفرطة عند اتخاذهم للقرارات المالية إضافة إلى تفاؤلهم اتجاه الأوضاع الاقتصادية المستقبلية، وعليه سيلجأ المستثمرين إلى الإستثمار أكثر في عوائد مؤشر S&P 500؛

ومن خلال النتائج السابقة، نكون قد أجبنا على فرضية الدراسة حيث أن مؤشر ثقة المستثمرين له دور مهم على عوائد مؤشر S&P 500 من خلال ارتباطه بخصائص أسهم مؤشر S&P 500. وبناءاً عليه، نوصي بضرورة فهم ومعرفة المتغيرات السلوكية الأكثر تأثيراً على أسواق رأس المال، الأمر الذي يحسن أدائها وفعاليتها. ناهيك عن إجراء المزيد من



شكرا للمتابعة و حسن الاصفاء

المداخللة الرابعة

ط د: عفيف رمضاني

البريد الإلكتروني: ramdani.afif@univ-medea.dz

مخبر الاقتصاد الكلي والمالية الدولية جامعة يحيى فارس المدية

الأستاذ: علي مكيد

البريد الإلكتروني: mekid_a@yahoo.fr

أستاذ التعليم العالي بجامعة يحيى فارس المدية

مداخلة بعنوان

المقاربة السلوكية لاتخاذ القرار في السوق المالية

BEHAVIORAL DECISION-MAKING IN The FINANCIAL MARKET

المخلص

نسعى من خلال هذه الورقة البحثية، إلى تحديد نظام اتخاذ القرار وفقا للمقاربة السلوكية ضمن متطلبات السوق المالية، بتحليل العديد من التوجهات والنماذج المعتمد عليها، بالإضافة إلى تقديم بعض الحلول، واستخلاص العديد من النتائج ومناقشتها، في ظل الإصلاحات والتوجهات المالية الدولية الحديثة.

الكلمات المفتاحية: اتخاذ القرارات، القرارات الاستثمارية، السوق المالية.

مشكلة البحث

كيف تؤثر وتساهم اتخاذ القرارات بناء على المقاربة السلوكية في
خيارات السوق المالية؟

المحاور المعتمدة في البحث

. المحور الأول: الإطار المفاهيمي للسوق المالية؛

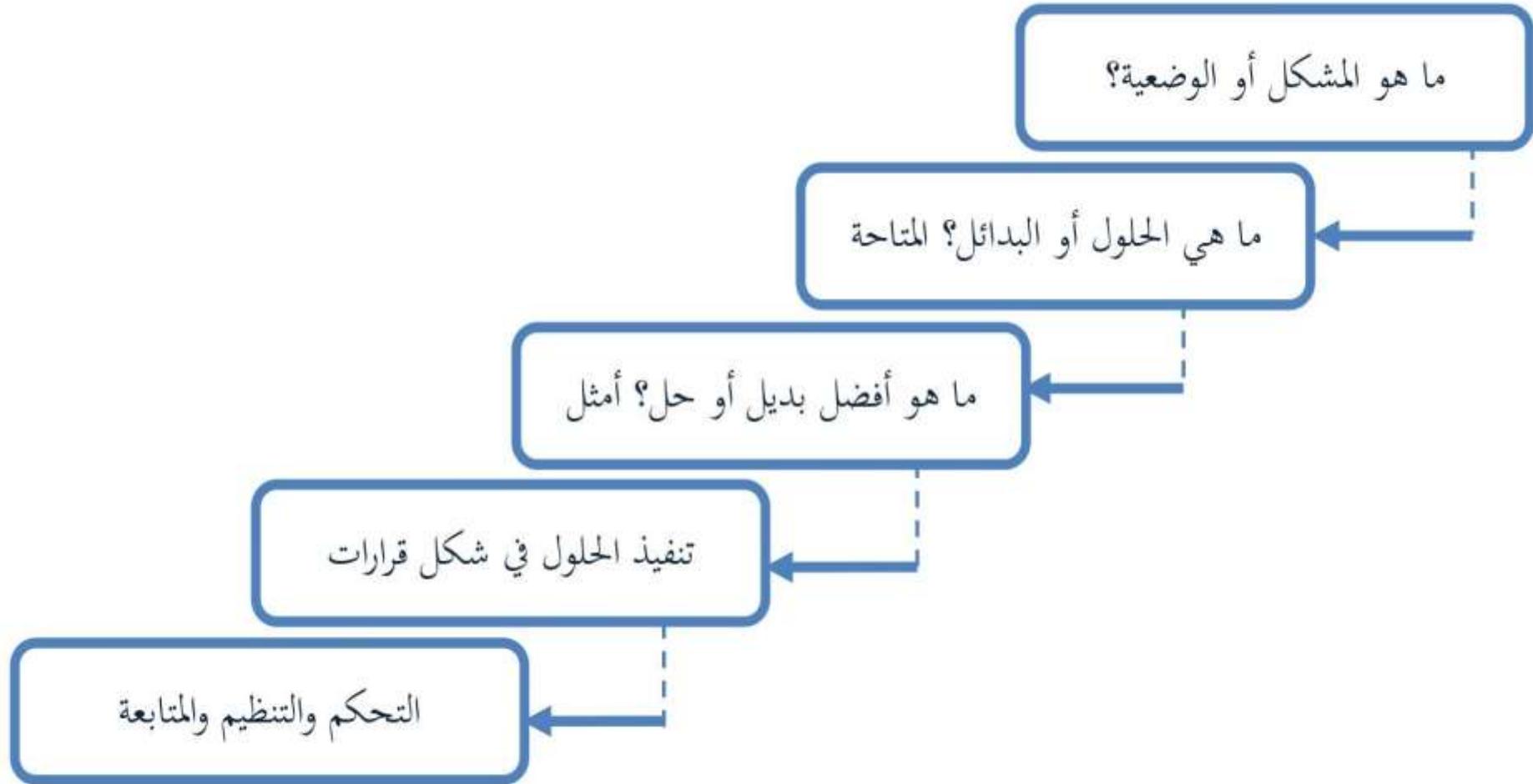
. المحور الثاني: اتخاذ القرارات بناء على المقاربة السلوكية؛

. المحور الثالث: مناقشة نتائج الدراسة.

عملية اتخاذ (صنع) القرار هي سلسلة من الإجراءات والعوامل الديناميكية والمنطقية التي تبدأ من تحديد المشكلة وتنتهي بتعيين البديل الأمثل، من خلال البحث ومعالجة المعلومات، كما يرى "Monzural Alam" أن اتخاذ القرار في كثير من الأحيان يكون معقد نظراً لارتباطه بعدة عوامل مؤثرة، حيث أن القرار هو اختيار بديل من بين عدة بدائل متاحة بعقلانية وباستخدام الخبرات والمعارف المتراكمة، لإحاطة تلك العوامل وجعلها أكثر إفادة في مرحلة المفاضلة بين تلك البدائل .

فيما يخص فعالية القرار السلوكي، فحسب مجلة هارفارد "Harvard Business Review" فإن ذلك يتوقف على عدة عوامل من أبرزها: احترام الخطوات المتسلسلة، السرعة في الأداء، البراعة في التفكير والحكم، تحديد المشكلة والبدايل المتطلبة بدقة عالية، العمل في ظل التجارب الأدائية الماضية. إذا فإن القرار تتحكم به هذه العوامل التي تضمن سلامته وتحقيق فعاليته، وهذا كله يتوقف على سلوكيات متخذ القرار

الشكل رقم (01): خطوات اتخاذ القرار وفق مقاربة "Anelka T et Dhenij F".



Sources: Anelka T, Dhenij F, et autre (2014), Collectif, Economie –Droit, Edition Bréal, France.

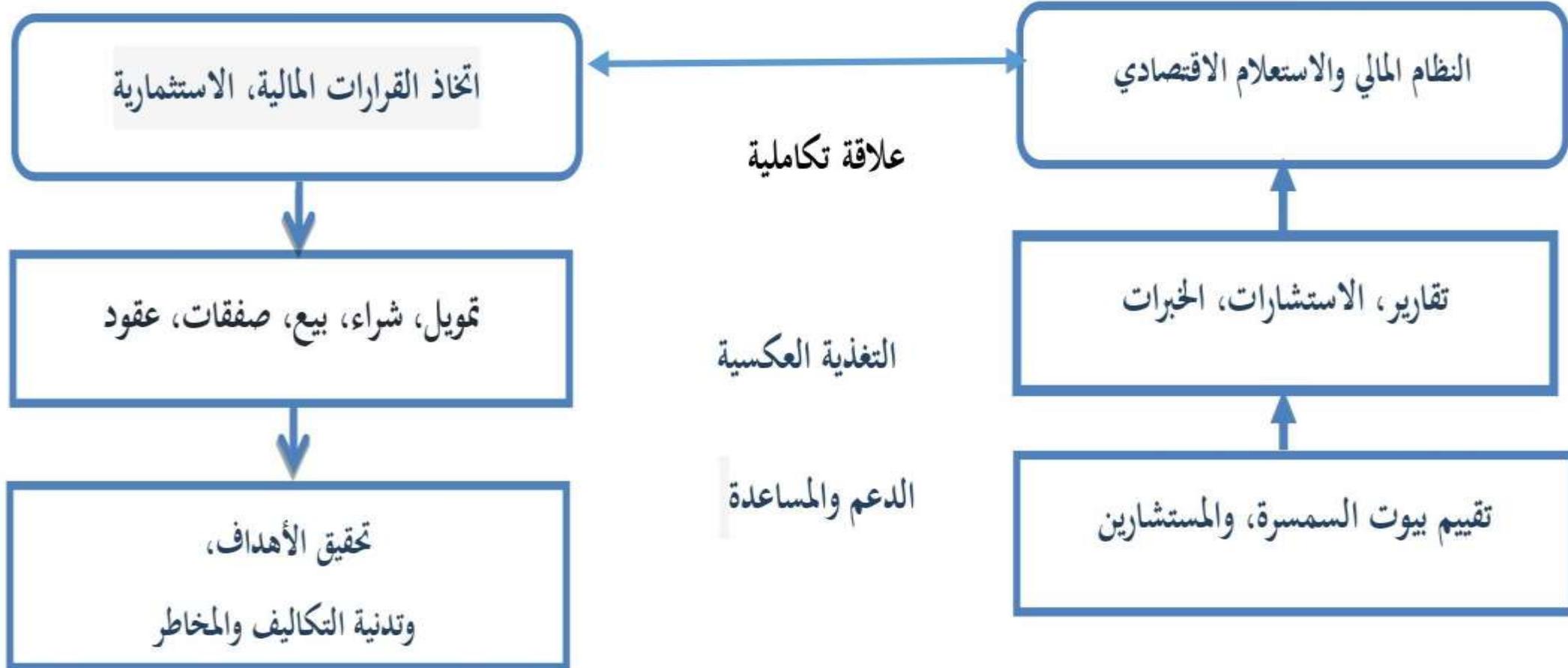
يفسر الباحث " Erik Larson " أنه في كثير من الأحيان يتأسس القرار في مجالات الأعمال بناء على العامل الفني وليس العلمي، نظرا لحجم المعلومات التي يحصل عليها المديرين ومدى دقتها، ومدى الاستجابة في استخدام أدوات القرار على نطاق واسع بمراعاة الظروف التي تستوجب الأخذ بالخيارات العقلانية عند توفر المعلومات الجيدة، وهو ما أثبتته " Daniel Kahneman " الفائز بجائزة نوبل للاقتصاد لسنة 2017 في نظريته، حيث أن معظم القرارات الصادرة من عند المستثمرين حديثا تكون قرارات فردية وفقا لسلوك متخذ القرار، لذا فالقرار الرشيد يتحكم فيه مجموعة من المقومات والعوامل الفنية (السلوكية، الشخصية) والعلمية التي يتأثر بها، كما أن القرار يرتبط بمدى القدرة على إقناع الآخرين في المؤسسة بسلامته وصحته، لأنه في أغلب الأحيان المديرين يتخذون قرارات قد تكون تتعارض مع توجهات المستثمرين، ومنه يحرص المديرين أن تكون قراراتهم مقبولة ومعقولة وذات أهمية.

كما تساهم تحليلات اتخاذ القرار من إكساب مديري المؤسسة والمحللون الماليون الخبرة والتعلم بزيادة قدرات التحكم في الوظائف، مما يضيف زيادة مستوى الأداء الإداري والمالي والعمل على التحسين المستمر لأنشطة المؤسسة ومنه فتعقيدات اتخاذ القرارات وتراكمها تعطي طابع تراكم الخبرة لدى متخذ القرار وفعاليتها. وتتميز هذه القرارات بعدم التأكد النسبي، لذلك ما جاءت به الورقة البحثية الصادرة عن جامعة هارفارد Harvard University أن "على متخذ القرار أن يمتلك رؤية واضحة حول آليات صنع القرار بشكل أفضل انطلاقاً من متطلبات الإدارة باستخدام معايير النظرية الاقتصادية، بغية ترشيد القرار .

أما فيما يخص سمات صانع القرار الفعّال في السوق المالية، فحدّدها مركز البحث الأمريكي "FEMA" في عشر (10) سمات رئيسية وجب توفرها في مدير المؤسسة حتى يمكن الحكم على القرار بأنه فعّال باستخدام هذا المزيج المتمثل في كلا من: المعرفة، المبادرة، تقبّل النصائح، حسن التصرف والانتقائية، الشمولية، الدقة، المرونة، الحكم الجيد، تقدير المخاطر، معرفة القدرات الشخصية السلوكية، لأنه في الأساس القرار يعتمد على النهج العقلاني (الرشيد) والعلمي والاستفادة قدر المستطاع من المعلومات التي تدعم القرار، ومثال على ذلك قد يتخذ المدير قرار مستقبلي بناء على قرارات ماضية باعتبارها نماذج ومعايير.

- إدخال الاتصالات الالكترونية، الرقمية سهلت على متخذ القرار فهم وضعيات الاستثمار؛
- الحصول الآني على المعلومات المالية والنوعية التي تسهل فعالية التنبؤ للفائدة والأرباح؛
- النماذج الرياضية المستحدثة تساعد على التقييم وبناء موقف (شراء وبيع) المعروضة والمتاحة؛
- كفاءة السوق المالي وعرض المعلومات ذات جودة عالية تساهم في تعظيم الفرص الاستثمارية؛
- يستخدم متخذ القرار نماذج (صناعات) الهندسة المالية وتطبيقاتها لتحليل البيانات والمعلومات المتحصل عليها بطريقة علمية وفنية، لغرض تقييم البدائل

الشكل (02): علاقة اتخاذ القرارات بالأهداف



المصدر: إعداد الباحثين.

الشكل (04) مراحل اتخاذ القرار في السوق المالي.

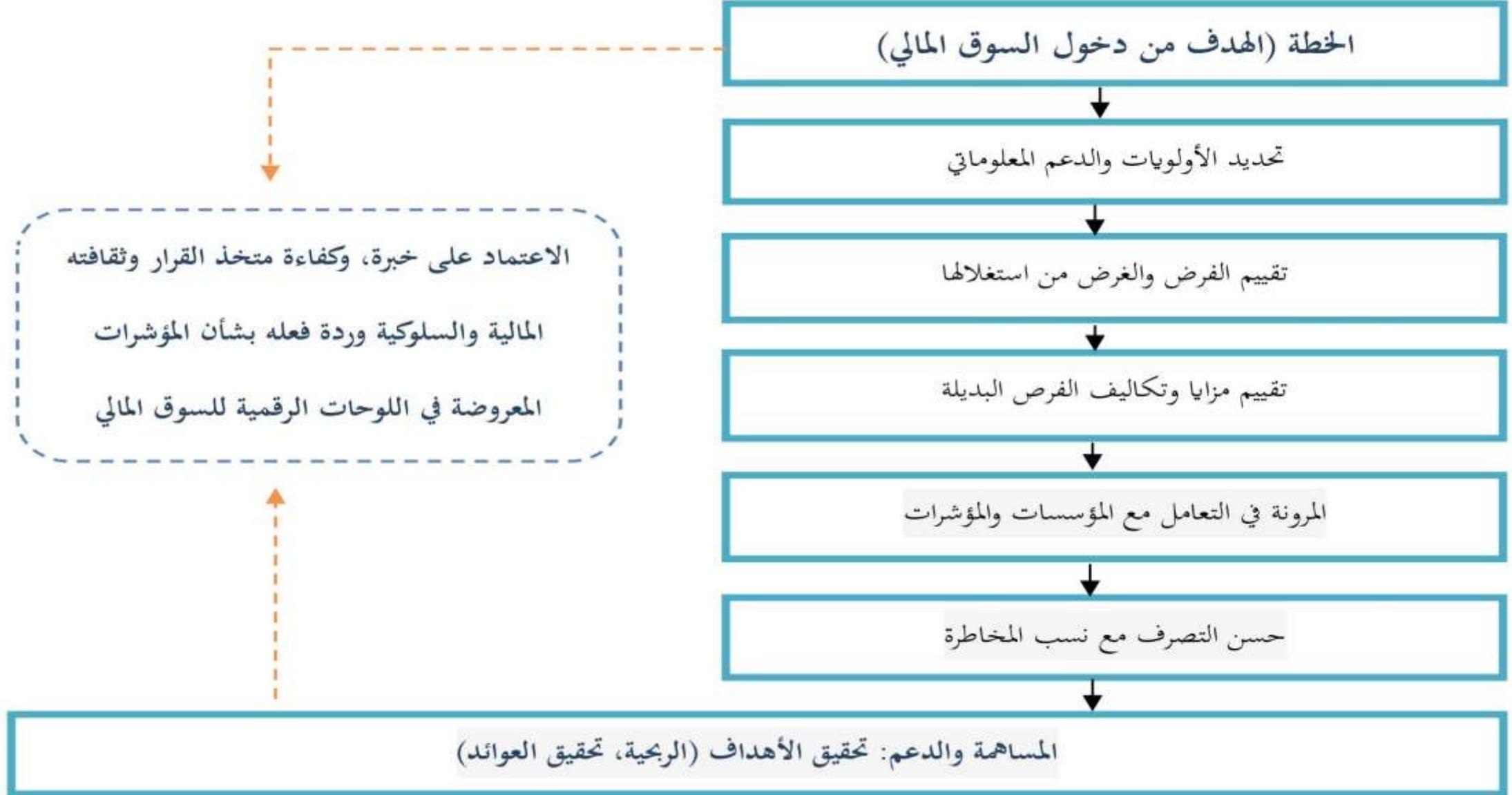


تقديم الحلول الممكنة

لمتخذ القرار

المصدر: إعداد الباحثين، بالاعتماد على تحليل نشاط المحللين الماليين في السوق المالي.

الشكل رقم (03): استخدام القدرات السلوكية في دعم واتخاذ القرار في السوق المالي.



- سرعة التطورات المالية وسهولة حركية رؤوس الأموال بين الدول في ظل العولمة المالية،
- المستجيبة لتطلعات تدفق المعلومات المالية والتكنولوجيا المستخدمة من شأنها أن تؤثر على اتخاذ القرارات وعلى البدائل المتاحة؛
- الدول المتقدمة والصناعية في مقدمتها الوأم والصين هي المتحكم الرئيسي والمدير لجميع أسواق رأس المال الدولية، وعليه فإن اتخاذ القرارات الاستثمارية في السوق الدولي أو العربي يبني جميع معلوماته على حركيات وتقارير تلك البلدان في زمن السلم وبالأخص التوقع في ظل الأزمات والحروب بين الدول؛
- اتخاذ القرار الفعال، يرجع بالأساس إلى مدى توفر وإتاحة المعلومات المالية والنوعية الكافية المستمدة من السوق المالي الكفاء، ويعتمد كذلك على خبرة اتخاذ القرارات وكفاءته في التحكم في البدائل والاستجابة الأنوية في التعامل مع البدائل الاستثمارية والخدمات، وتحليلاته الفنية (السلوكية) التي تساهم بشكل كبير في تحقيق الأهداف حسب طبيعة القرار؛
- المؤسسات الاستشارية وبيوت السمسرة والمحللون الماليين المتفاعلون في السوق المالية، لهم دور كبير جدا في خدمة متخذو القرارات المالية، نظرا لدرابتهم الكبيرة في قراءة المؤشرات والتوقعات بشأن حركية الأسهم والسندات والتوقيت المناسب لإبرام العقود والصفقات، وهذا يرجع لطبيعة المهام والخبرات المتراكمة لديهم.

المدخلات الخمسة

الملتقى الدولي حول المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق

من إعداد:
د. دوش ليلي
د. سنوسي قويدر
ط. د. بن دراوي رشيدة

مداخلة بعنوان:

أثر مشاعر المستثمرين على عوائد الأسهم
-دراسة حالة مؤشر CSI300-

جامعة أبو بكر بلقايد

ⵜⴰⵎⴻⵔⴰⵏⵜ ⵏ ⵜⴰⵎⴻⵔⴰⵏⵜ ⵏ ⵜⴰⵎⴻⵔⴰⵏⵜ

UNIVERSITÉ DE TLEMCEEN



- فرضية كفاءة الأسواق لـ Fama (1970) مثال واضح للنظريات القائمة على الافتراضات التقليدية، والتي تم تطويرها واستخدامها على نطاق واسع فيما يتعلق بالأسواق المالية.
- مع صعود علم النفس المعرفي وتطبيقه على التفكير الاقتصادي، بدأ الاقتصاديون في تقبل حقيقة أن الفاعلين أو الوكلاء الاقتصاديون يمكن أن يكونوا ذوي عقلانية محدودة أو حتى غير عقلانيين.
- تم إضافة مفاهيم الاستدلال والقيود المعرفية والمشاعر إلى علم الاقتصاد لإثراء المعرفة بسلوك المستثمرين وبالتالي أسواق رأس المال. وجمعت كل هذه المفاهيم تحت ظل نظرية المالية السلوكية.
- أصبح شعور المستثمرين نقطة محورية جديدة في مجال البحوث المالية لما لها من تأثير واسع ومباشر على أداء ومؤشرات السوق.

محتوى الدراسة

من التمويل التقليدي إلى المالية السلوكية

المحور الأول

الدراسات السابقة للعلاقة بين التحيزات
العاطفية للمستثمرين وعوائد الأسهم

المحور الثاني

دراسة قياسية للسوق المالي الصيني

المحور الثالث

الدراسات



أبرز النتائج	النموذج المستخدم	المتغيرات	الهدف	الباحث
<p>-المعنويات تؤثر سلبا على العوائد المعنويات لها -تأثير على المدى القصير والمتوسط على العوائد -هناك علاقة إيجابية بين العوائد والمعنويات</p>	<p>VAR GARCH EGARCH MGARCH TGARCH DCC-GARCH</p>	<p>أسعار إغلاق المؤشر مؤشر ثقة المستهلك مؤشر BW حجم التداول</p>	<p>دراسة أثر معنويات المستثمرين على عوائد الأسهم</p>	<p>(Lee, 2002) (Brown, 2005) (Bolaman, 2014) (Bathia, 2013) (Schmitz, 2006) (Maitra, 2017) (Rottke, 2016) (Aydogan, 2017) (Perez- Liston, 2016) (بن ضب، بن سانية ، و نعاس، 2017)</p>

4 متغيرات

PCA



مؤشر مشاعر المستثمرين مركب

عوائد الأسهم



Dcc-Garch

أثر التحيزات العاطفية للمستثمرين على عوائد الأسهم

منهجية الدراسة القياسية

انشاء مؤشر مركب لقياس التحيزات العاطفية للمستثمر

7

الفترة الزمنية: 04 جانفي 2010 - 31 ديسمبر 2020

تردد البيانات: يومي

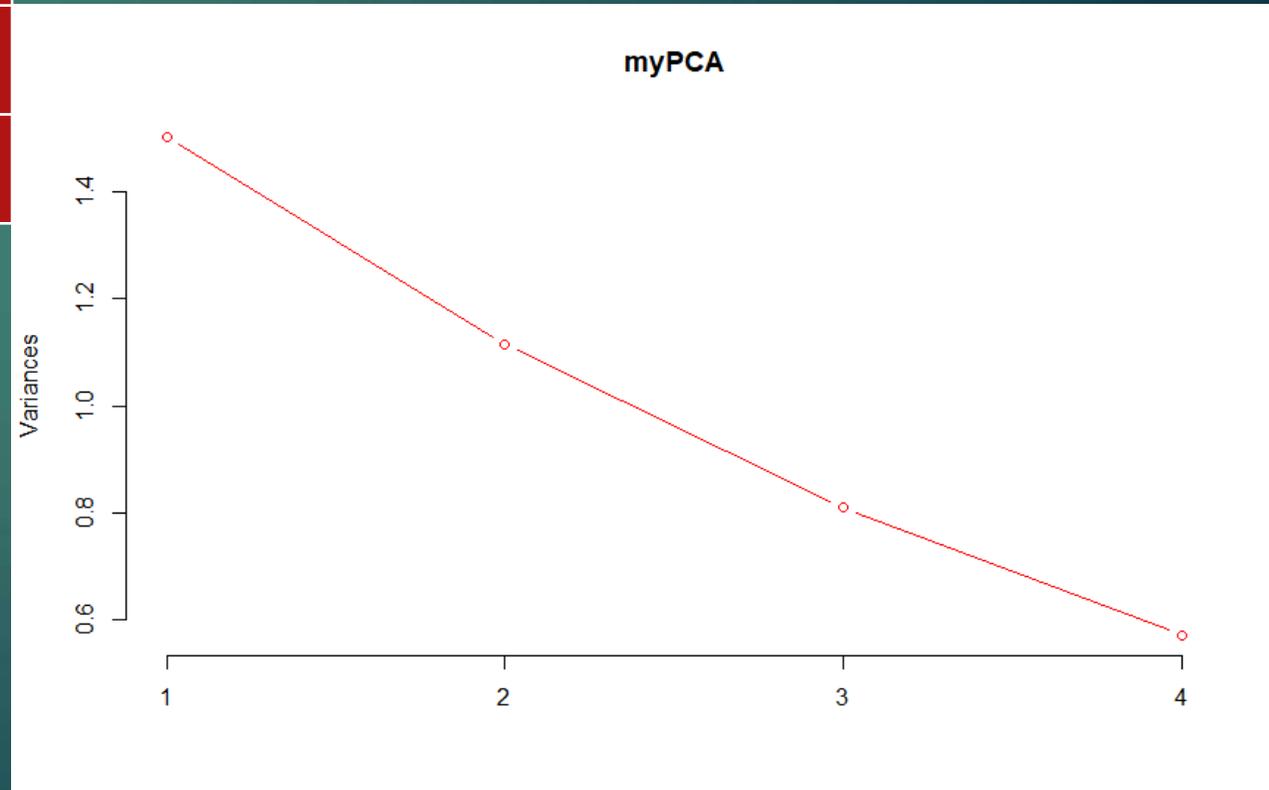
العينة: سوق شنغهاي وشنجن

المتغيرات: RSI PSY MFI VOL

المنهجية: طريقة PCA

Component	Standard deviation	Variance (%)	Cumulative Proportion (%)
1	1.2257	37.56%	37.56%
2	1.0563	27.90%	65.45%
3	0.8999	20.24%	85.70%
4	0.7564	14.30%	100%

$$SENTs_t = 0.445MFI_t + 0.665PSY_t + 0.483RSI_t + 0.353VOL_t$$



نتائج نموذج GARCH(1,1) للسوق الحاضرة

8

Dependent Variable: RETURN
 Method: ML ARCH - Student's t distribution (BFGS / Marquardt steps)
 Date: 01/07/21 Time: 20:05
 Sample (adjusted): 1 2613
 Included observations: 2613 after adjustments
 Convergence achieved after 37 iterations
 Coefficient covariance computed using outer product of gradients
 Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
 t-distribution degree of freedom parameter fixed at 10
 GARCH = C(3) + C(4)*RESID(-1)^2 + C(5)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.008221	0.024706	0.332733	0.7393
SENT	0.199773	0.020208	9.885644	0.0000
Variance Equation				
C	0.858728	0.054687	15.70257	0.0000
RESID(-1)^2	0.197597	0.022380	8.829136	0.0000
GARCH(-1)	0.308061	0.030727	10.02567	0.0000
R-squared	0.002206	Mean dependent var	0.012532	
Adjusted R-squared	0.001824	S.D. dependent var	11.08728	
S.E. of regression	11.07716	Akaike info criterion	3.546232	
Sum squared resid	320378.9	Schwarz criterion	3.557461	
Log likelihood	-4628.152	Hannan-Quinn criter.	3.550299	
Durbin-Watson stat	2.986193			

يتضح أن معاملات GARCH معنوية وذات دلالة إحصائية عند 5%، كما يتضح وجود أثر إيجابي للتحييزات العاطفية المدرجة في معادلة المتوسط على عوائد الأسهم؛ أي كلما زاد الشعور الإيجابي للمستثمرين وزاد تفاؤهم بتحسين الأوضاع الاقتصادية المستقبلية، زاد معدل شرائهم للأوراق المالية وهو ما يدفع بالأسعار للارتفاع نتيجة زيادة التداول عليها.

بالنسبة لمعادلة التباين فنلاحظ أن معامل مربع الأخطاء معنوي مما يؤكد وجود أثر ARCH، كما أن معاملات نموذج GARCH(1,1) موجبان

ومجموعهما أقل من 1 مما يحقق شرط استقرارية النموذج حيث:

$$\alpha + \beta = 0.197597 + 0.308061 = 0.505658$$

$$< 1$$

مما يدل على أن أثر المعنويات يتناقص بمرور الزمن.

```

*****
** SECOND STEP **
*****

*****
** SERIES **
*****
#1: return
#2: SENT

The dataset is: C:\Users\HP\Desktop\Leila F\spot.xlsx
The estimation sample is: 1 - 2613

*****
** MG@RCH(1) SPECIFICATIONS **
*****
Conditional Variance : Dynamic Correlation Model (Engle)
Multivariate Student distribution, with 4.63391 degrees of freedom.

Strong convergence using numerical derivatives
Log-likelihood = -10880.6
Please wait : Computing the Std Errors ...

Robust Standard Errors (Sandwich formula)

```

	Coefficient	Std.Error	t-value	t-prob
rho_21	0.140347	0.040603	3.457	0.0006
alpha	0.232739	0.021196	10.98	0.0000
beta	0.728682	0.025866	28.17	0.0000
df	4.633910	0.19935	23.24	0.0000

```

No. Observations :      2613  No. Parameters :          12
No. Series       :           2  Log Likelihood  :-10880.560
Elapsed Time : 0.406 seconds (or 0.00676667 minutes).

```

نلاحظ أن معاملا نموذج DCC-GARCH

موجبان ومجموعهما أقل من الواحد حيث $\theta_1 + \theta_2$

$$= 0.232739 + 0.728682$$

$= 0.961421 < 1$ ومعنويين، كذلك نلاحظ

أن معامل الارتباط الشرطي الديناميكي معنوي وموجب.

مما يدل على وجود ارتباط شرطي ديناميكي موجب بين

مشاعر المستثمرين وعوائد الأسهم أي أن عوائد مؤشر

CSI300 حساسة جدا لأي تغير يطرأ على التحيزات

العاطفية عبر الزمن.

❖ من خلال اختبار $GARCH(1,1)$ يتضح وجود أثر إيجابي للتحيزات العاطفية للمستثمرين على عوائد الأسهم، ويفسر هذا الارتفاع بزيادة الشعور الإيجابي للمستثمرين وزيادة تفاؤلهم بتحسين الأوضاع الاقتصادية المستقبلية، ستؤدي هذه الزيادة إلى ارتفاع معدل شرائهم للأوراق المالية وهو ما يدفع بالأسعار للارتفاع نتيجة زيادة التداول عليها.

❖ المعنويات لها تأثير سلبي على التباين الشرطي، يعني أنه في حالة الارتفاع أو الزيادة في مؤشر التحيزات العاطفية سيسجل مؤشر CSI300 تقلبات منخفضة والعكس صحيح، ويمكن تفسير هذا بأن تشاؤم المستثمرين بالأوضاع الاقتصادية والمالية سيدفعهم لبيع الأوراق المالية نفورا من الخسارة واعتقادا منهم أن أسعار الأسهم ستتنخفض في المستقبل وهو ما سيعمل على نقص التداول عليها والذي سيحدث عدم استقرار للسوق المالي.

- يجب على المستثمرين الأفراد التركيز على تباين معنويات المستثمرين وتعديل حالتهم النفسية مع بيئة الاستثمار الحالية أو السائدة؛
- ضرورة الأخذ بعين الاعتبار سلوك المستثمرين عند وضع السياسات ودراسة الأسواق المالية؛
- يجب على المستثمرين ألا ينجروا وراء الإشاعات والمعلومات الخاطئة حتى لا تكون قراراته خاطئة وتشوه السوق المالي؛
- يجب أن تصدر لجنة التنظيم الأوراق المالية الصينية (CSRC) معلومات دقيقة وفي الوقت المناسب لمنع المستثمرين من الوقوع في مشاعرهم غير المنطقية واتخاذ قرارات استثمارية خاطئة؛
- يوصى المستثمرين بإصدار أحكام في سوق الأسهم بناء على اختلاف مؤشر المعنويات، كما يجب على الأفراد والمؤسسات الاستفادة القصوى من معنويات المستثمرين عند إجراء استثماراتهم؛
- ضرورة إجراء دورات تدريبية وتوجيه إرشادات ونصائح للمستثمرين الجدد حتى لا تكون قراراتهم التي في غير محلها

المداخلطة السادسة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
مخبر التطبيقات الكمية والنوعية للارتقاء الاقتصادي،
الاجتماعي والبيئي
بالمؤسسات الجزائرية

الملتقى الدولي حول:
المالية السلوكية:
بين النظرية
والتطبيق

الاسم و اللقب: د / شنن نبيل الرتبة الأكاديمية: أستاذ محاضر "ب" الجامعة: جامعة العربي التبسي - تبسة البريد الإلكتروني: nabil.chenene@univ-tebessa.dz	الاسم و اللقب: د / مسعودي حسام الوظيفة: أستاذ محاضر "ب" الجامعة: جامعة العربي التبسي - تبسة البريد الإلكتروني: houssam.messaoudi@univ-tebessa.dz
---	--

المحور الرابع : الثقافة المالية والسلوك المالي للأفراد

عنوان المداخلة :

التعليم المالي كأداة للتوعية الاستثمارية وتعزيز مشاركة الأفراد في سوق الأسهم

د. حسام مسعودي / د.

نيل شنن 1443 هـ - 2022

م

الصفحة الرئيسية

طرح الإشكالية

الأهمية والأهداف

هيكل البحث

المحور الأول

المحور الثاني

المحور الثالث

نتائج الدراسة



الإشكالية

الصفحة الرئيسية

طرح الإشكالية

الأهمية والأهداف

هيكل البحث

المحور الأول

المحور الثاني

المحور الثالث

نتائج الدراسة

مناسبة تسهم في تعزيز كفاءة وشفافية أسواق رأس المال، حيث خصصت هذه المؤسسات لدى عدد كبير من دول العالم موارد كبيرة لتوفير برامج توعية وتعليم متطورة ومتنوعة وتلبي احتياجات المستثمرين بمختلف قطاعاتهم.

والسؤال المطروح:

* كيف يساهم التعليم المالي في

التوعية الاستثمارية وضبط

السلوك المالي للأفراد في سوق

الأسهم؟

عادة ما يجد بعض الأفراد صعوبة في الوصول إلى استخدام الخدمات والمنتجات المالية وبالتالي استبعادهم ماليا، وقد تكون الأمية المالية ونقص المعرفة المالية أحد أهم الأسباب الأساسية لذلك، لذلك أولت العديد من مؤسسات التوعية والتعليم اهتماما كبيرا ومتزايدا بموضوع توعية وتعليم المستثمرين نظرا لدور هذه البرامج في توفير بيئة استثمارية



د. حسام مسعودي / د. نبيل شنن



الأهمية والأهداف

يعد الاستثمار في الأوراق المالية علماً له أصوله وقواعده ويتطلب قدراً من المعرفة والخبرات العلمية والعملية التي تساعد على حسن الاختيار والمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق المالية. ويعتبر التعليم المالي أحد المحددات الرئيسية لرفع الوعي الاستثماري فمن خلاله يمكن للمستهلكون والمستثمرون الماليون تحسين إدراكهم للمنتجات المالية والمفاهيم والمخاطر المالية وذلك من خلال المعلومات والإرشادات، وتطوير المهارات والثقة ليصبحوا أكثر وعياً بالمخاطر والفرص المالية وإتخاذ قرارات مدروسة. مما سبق تهدف هذه الدراسة إلى:

1. مراجعة مفاهيمية لكل من التعليم المالي والمعرفة المالية والوعي الاستثماري
2. توضيح مفهوم المشاركة في سوق الأسهم ومحدداتها وعرض التفسيرات التقليدية والحديثة للغز المشاركة المحدودة.
3. تبين كيف يساهم التعليم المالي والمعرفة المالية في رفع الوعي الاستثماري وتعزيز اتجاهات الأفراد للمشاركة في سوق الأسهم، والحد من إجهادهم واستبعادهم من الاستثمار في سوق الأسهم.

الصفحة الرئيسية

طرح الإشكالية

الأهمية والأهداف

هيكل البحث

المحور الأول

المحور الثاني

المحور الثالث

نتائج الدراسة



هيكل البحث

تحقيقا لأهداف البحث وإجابة على سؤاله الرئيس، تم تنظيم الورقة البحثية كالتالي:

أولا: تقديم مفهوم التعليم المالي والمعرفة المالية وأبعاد ومحددات المعرفة المالية والوعي الاستثماري.

ثانيا: الاستثمار ومشاركة الأفراد في سوق الأوراق المالية.

ثالثا: التعليم المالي والتوعية الاستثمارية للمشاركة في سوق الأسهم.

الصفحة الرئيسية

طرح الإشكالية

الأهمية والأهداف

هيكل البحث

المحور الأول

المحور الثاني

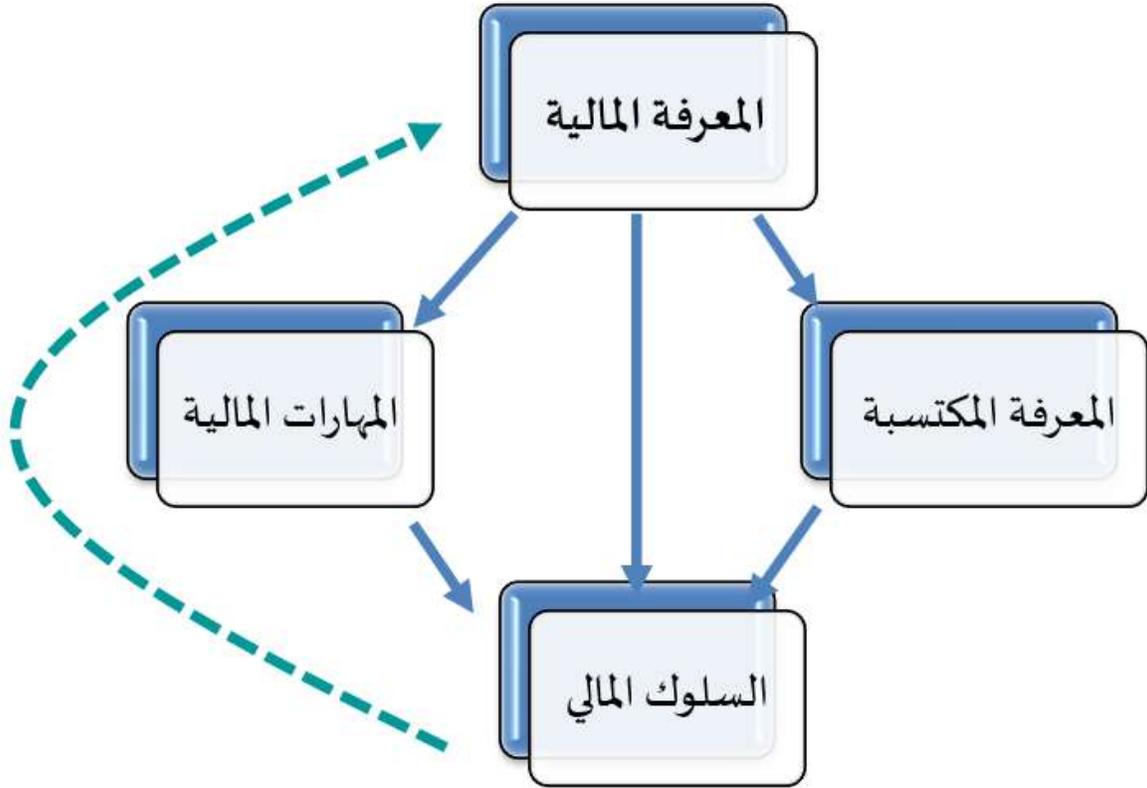
المحور الثالث

نتائج الدراسة

د. حسام مسعودي / د.
نبيل شنن



المحور الأول: التعليم المالي والمعرفة المالية والوعي الاستثماري



يوضح النموذج أن السلوك المالي يتغذى من المعرفة المتصورة والمهارات المالية، كما أن هذه الأبعاد الثلاثة تعتمد على المعرفة المالية في شكل سلسلة من العلاقات المترابطة، ويؤثر السلوك المالي بدوره على كل من المعرفة المتصورة والمعرفة المالية، وتعد هذه الأخيرة أساساً لمحو الأمية المالية من خلال معرفة الأمور

د. حسام عودي والقدرة على استخدامها والمهارات المالية

الصفحة الرئيسية

طرح الإشكالية

الأهمية والأهداف

هيكل البحث

المحور الأول

المحور الثاني

المحور الثالث

نتائج الدراسة



المحور الثاني: الاستثمار ومشاركة الأفراد في سوق الأوراق المالية

يعد الاستثمار في سوق الأوراق المالية أحد أهم الركائز لدفع عجلة التنمية الاقتصادية، إلا أن إجماع شريحة واسعة من الأفراد عن المشاركة في سوق الأسهم حال دون تحقق التنمية المرجوة، ولأجل فهم أكثر عمقا لظاهرة عدم المشاركة حاولنا التطرق لمفهوم الاستثمار في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى تناول ظاهرة عدم المشاركة من خلال الغموض الذي يلفها ولغز المشاركة المحدودة.

الصفحة الرئيسية

طرح الإشكالية

الأهمية والأهداف

هيكل البحث

المحور الأول

المحور الثاني

المحور الثالث

نتائج الدراسة



د. حسام مسعودي / د.
نبيل شنن

المحور الثالث:

التعليم المالي والتوعية الاستثمارية للمشاركة في الأسواق المالية

على الرغم من كون الأسواق المالية تمثل أحد أهم القنوات لتحويل المدخرات إلى استثمارات، والمساعدة على زيادة الإنتاج والنمو الاقتصادي، إلا أنه في حال غياب المعرفة المالية والوعي الاستثماري، تكون سببا مباشرا في إلحاق الخسائر بالمستثمرين، وتصبح مصدر تهديد لضیاع ثروة الفرد وتراجع الاقتصاد الوطني.

يعد الهدف الرئيسي من التعليم المالي هو تحسين عملية صنع القرارات المالية من أجل تحقيق الزيادة في الاستقرار المالي، حيث يمكن للتعليم المالي المساهمة في تعليم المعرفة والمهارات والسلوكيات اللازمة لاعتماد ممارسات إدارة المال الجيدة على مستوى جني الأرباح والإنفاق والادخار والاقتراض والاستثمار، ويصبح المشاركون في دورات التعليم المالي متسلحين بالمعلومات والأدوات المساعدة على القيام بخيارات مالية أفضل، والعمل على تحقيق أهدافهم المالية، وتعزيز رفاههم الاقتصادي.

الصفحة الرئيسية

طرح الإشكالية

الأهمية والأهداف

هيكل البحث

المحور الأول

المحور الثاني

المحور الثالث

نتائج الدراسة



د. حسام مسعودي / د.
نبيل شنن

نتائج الدراسة (3/1)

تهدف الدراسة إلى تفسير مساهمة التعليم المالي في تعزيز التوعية الاستثمارية ومشاركة الأفراد في السوق المالي، حيث تؤكد الأبحاث أن التعليم المالي وبالتالي ارتفاع مستوى المعرفة المالية له تأثير على تحسين الفرد لفهم المنتجات والمفاهيم والمخاطر المالية. وعلى أساس المعلومات المتلقاة والتعليمات والنصائح الموضوعية، يمكن تطوير المهارات والثقة لتعزيز الوعي بالمخاطر والفرص المالية بشكل أكثر فعالية. فالأفراد ذوو المعرفة المالية المرتفعة يمكنهم اتخاذ تدابير أكثر فعالية لتحسين ثروتهم.

أصبحت المعرفة المالية وما يترتب عليها من تعليم وتدريب ، فضلاً عن الكفاءات ذات الصلة للفرد ، ذات أهمية متزايدة بسبب الأسواق المالية الديناميكية والمتطورة بسرعة والمتكاملة عالمياً والمعقدة والمتطلبات الأخرى. أصبحت الاحتياجات المالية للأفراد معقدة ومطلوبة بشكل متزايد. من خلال المعرفة المناسبة في مجالات التمويل وأنظمة المعاشات التقاعدية والضرائب ، يمكن للفرد تحسين فهم المنتجات والخدمات

والمفاهيم المالية وتطوير المهارات التي يحتاجها المرء لتحسين المعرفة المالية ، القرار والأمن والسلوك الأخلاقي.

الصفحة الرئيسية

طرح الإشكالية

الأهمية والأهداف

هيكل البحث

المحور الأول

المحور الثاني

المحور الثالث

نتائج الدراسة



نتائج الدراسة (3/2)

تتعدد مصادر تشكيل الوعي الاستثماري وتختلف درجة تأثيرها، ومن الجهات المعنية بتشكيل الوعي الاستثماري نجد: قسم التوعية الاستثمارية في السوق المالية، هيئة سوق رأس المال، شركات الوساطة المالية، المؤسسات التعليمية، وسائل الإعلام، هيئات تشجيع الاستثمار، والبرامج المتخصصة في محاكاة التداول، وتركز برامج التوعية الاستثمارية ونشر الثقافة المالية الفعالة بشكل عام على تطوير السلوكيات والمهارات وليس على نقل المعارف والمعلومات فقط.

السلوك المالي هو السلوك المرتبط بالتطبيقات المالية. لذلك التعليم المالي أمر حيوي لاتخاذ القرارات المالية السليمة، فوجود درجة عالية من المعرفة المالية ترافقها قرارات مالية أفضل . فالأشخاص غير المتعلمين ماليا هم أقل عرضة للقيام بالتخطيط والاستثمار المالي. كما قد يؤدي غياب المعرفة المالية وعدم القدرة على التخطيط للمستقبل تؤدي إلى التأثير على القرارات المالية المستقبلية.

الصفحة الرئيسية

طرح الإشكالية

الأهمية والأهداف

هيكل البحث

المحور الأول

المحور الثاني

المحور الثالث

نتائج الدراسة

د. حسام مسعودي / د.
نبيل شنن



نتائج الدراسة (3/3)

تتطلب التوعية الاستثمارية سياسات وبرامج طويلة الأجل لتغيير سلوك المستثمرين لحمايتهم من الغش والخداع، كما أن مثل هذه الاستراتيجية تتطلب مراجعة مستمرة للتأكد من أنها تسير وفق الاتجاه الصحيح. ويجب أن يكون التعليم المالي جزءاً من استراتيجية كاملة تتناول حماية وتعزيز كفاءات المستثمرين والتدابير لرفع مستوى الشمول المالي. فالتعليم المالي يعزز الوعي الاستثمارية وينمي الكفاءات والمهارات في مجال المالية ويمكن أن يساهم في تقليل المخاطر على مستوى الفرد والمجتمع.

عند إعداد برنامج التعليم المالي، يجب الاعتماد بشكل عام على تطوير السلوكيات والمهارات وليس على نقل المعارف والمعلومات فقط، كما يجب التأكيد على جودة البرامج التعليمية، وعملية التحسينات المستمرة، كما يمكن إعداد برامج نوعية وأدوات تعليمية وتطبيقات الويب والهاتف المحمول التي تتكيف مع احتياجات المستخدمين، كما يجب أن تركز البرنامج على زيادة الوعي بأهمية وضرورة وفائدة التثقيف المالي مدى

الحياة، وتوفير معلومات يمكن الوصول إليها، ومجانية، وغير متحيزة، وصادقة، وملء 13/ 12

د. حسام مشغودي / 3/3
ببيل سن

الصفحة الرئيسية

طرح الإشكالية

الأهمية والأهداف

هيكل البحث

المحور الأول

المحور الثاني

المحور الثالث

نتائج الدراسة





وَشَكَرًا

المدخلات السابعة



قراءة لنموذجي بلاك - شولز - Scholes-
Black ونموذج ثنائي الحد Binomial
في تسعير عقود الخيار في السوق المالي

المحور الثالث : دراسة الاسواق المالية
وفق مفهوم المالية السلوكية

مقدمة

لقد شهد الإستثمار المالي تطورا كبيرا من نواحي متعددة ، مع ازدياد حركة رؤوس الأموال وتوسع الفرص الإستثمارية المتاحة والمتنوعة، أدى ذلك الى زيادة اهتمام المستثمرين بالإستثمار في الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، ضمن (وحدة استثمارية واحدة) ، ومن بين الأوراق المالية التي جاء بها الابتكار المالي والتي اوضحته الهندسة المالية هي عقود الخيار ، وبما ان عقود الخيار عموما تفسر سلوكا ماليا لحاملي هذه العقود والذي قد يساهم في القرارات التي سوف قد يتخذها المستثمر المالي في البورصة ، والذي أدى الى ظهور نظريات عديدة تتناول هذا الموضوع منها عقود الخيار والتي حاولت إعطاء تفسير للسلوك المالي لتلك العقود.

وعليه فإن عملية تسعير هذه الخيارات يهدف الى اعطاء اسعار للخيار سواء كان خيار شراء او خيار بيع وذلك في الزمنين المتقطع والمستمر وذلك وفق نماذج لتسعير الخيارات أشهرها نموذج ثنائي الحد ونموذج بلاك وشولز.

من خلال ماسبق يمكن إعطاء الاشكالية التالية:

كيف يتم تسعير عقود الخيار وفق نموذجي بلاك -شولز و ثنائي الحد في السوق المالي ؟



تعريف السوق المالي:

هو مكان التقاء بين عارضي رؤوس الأموال طويلة الأجل و الطالبين لها ، و ذلك بغية تعبئة و تسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي ، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية و الاجتماعية.

أو هو سوق الأموال طويلة الأجل فهو الإطار الذي تلتقي من خلاله وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة بالاككتاب بالأسهم و السندات

خصائص السوق المالي:

- تداول الأدوات المالية، هذا أمر أكسبها أهمية بالغة خاصة من الناحية التمويلية للمشروعات الإنتاجية التأسيس أو القائمة التي تحتاج الى السيولة الكافية المرتبطة بفترات السداد المناسبة.
- عوائد مرتفعة نسبيا، و بذلك استقطبت اهتمام المستثمرين بهدف الحصول على فوائد كبيرة من فروق الأسعار.
- مخاطرة عالية جدا مقارنة بالسوق النقدية، و ذلك الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل ما يولد مخاطر سوقية و تنظيمية كبيرة

أهمية السوق المالي:

- تجمع المدخرات و توجيهها نحو المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة، أي استخدام الأموال في الأنشطة الربحية التي تحقق أعلى عائد و أعلى قيمة مضافة.
- يساهم بفعالية في تمويل الاستثمارات التي تساهم في زيادة حجم تراكم رأس المال الثابت على مستوى الاقتصاد القومي.
- نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تخد في الأسواق المالية، حيث تعرض أسهم و سندات و أدوات مالية أخرى يصدرها مستثمرون أو (وسطائهم) بغرض تمويل مشروعات معينة.
- تعبئة الموارد المالية و تحفيز المدخرين و ذلك من خلال رفع عوائد المدخرات التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال اكتتاب الأسهم و السندات.
- يعتبر السوق المالي مجالاً واسعاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر و المؤسسات و الحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية.
- يربط السوق المالي النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل.
- ضمان التوازن من خلال الحفاظ على النمو المستقر لجانب هام من عوائد الأدوات الاستثمارية الذي يمكن تحقيقه من خلال عمليات التحوط التي تمارسها إدارة السوق للمالية و خاصة عند توجه حركات المضاربة و الحد من المبالغة في حركات الأسعار.
- تعد السوق المالية مرجعاً هاماً لبيان مدى كفاءة السياسة الاستثمارية في الاقتصاد.
- إلزام الشركات بالإفصاح و مراقبة عمليات التبادل في السوق بضمان إلى حد بعيد مناخاً استثمارياً يتسم بالشفافية.

مفهوم عقد الخيارات:

يتمثل الخيار في عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار و الآخر بائع الخيار أو محرر الخيار، و بموجبه يكون للطرف الأول أي للمشتري الحق في أن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع (أذا ما رغب) للطرف الثاني أصلا معينا بسعر معين و في تاريخ استحقاق معين أو في تاريخ استحقاق معين أو خلال فترة زمنية معين حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول (المشتري) بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني.

يوجد نوعان رئيسيان لعقود الخيار من حيث طبيعة العقد المبرم هما:

أ- خيار الشراء: الذي يعطي كامل حق الشراء الموجودات.

ب- محدودات سعر الخيار أو العوامل المؤثرة فيه:

- السعر السوقي للأصل محل التعاقد
- سعر التنفيذ أو الممارسة
- تذبذبات السعر السوقي
- مدة حياة الخيار
- معدل الفائدة

أعمال لويس باشوليه Louis Bachelier

حيث قام عالم الرياضيات Louis Bachelier من خلال أعماله بربط عالم الاحتمالات بالأسواق المالية وألف في هذا الصدد مجموعة من الأعمال وأكد من خلال هذه الأعمال على أن تحديد اتجاهات الأسعار في البورصة يقع تحت تأثير عدد لا متناهي من العوامل، وعليه يستحيل استعمال التنبؤ الرياضي، فالآراء المتناقضة المتعلقة بهذه التغير تجعل من المشتري يعتقد بارتفاع الأسعار والبائع

العلاقة بين كفاءة الأسواق والحركة العشوائية للأسعار: بانخفاضها في نفس الوقت.

- كلما كانت البورصة كفاءة كلما كانت التغيرات في الأسعار عشوائية وذلك للأسباب التالية:
- عندما تكون الأسواق كفاءة فإن المعلومات الواردة للمستثمرين تصل بسرعة وبشكل عشوائي؛
- يتصرف المستثمرون على أساس المعلومات الواصلة إليهم وبالتالي تكون تصرفاتهم متفائلة إذ كانت المعلومات سارة ومتشائمة في حالة المعاكسة؛
- لأن المعلومات تصل بشكل عشوائي فإن التغيرات الناتجة عن ردة فعل المستثمرين أيضا تكون عشوائية ولا يمكن التنبؤ بها.

نموذج بلاك و شولز -Scholes-Black:

في سنة 1791 ، بلاك وشولز اقترحا النموذج الذي أخذ فيما بعد اسميهما حيث لقي تطبيقا كبيرا وسط المحللين الماليين، والذي كان خاصا بالخيارات الأوروبية التي على الرغم من أن الخيارات الأمريكية كانت ولا زالت الخيارات المالية الأكثر تداولاً في الأسواق العالمية، ثم بعد ذلك تم إضافة عنصر توزيع الأرباح في نموذج سمي بلاك-شولز- ميرتون BSM .

لا يسعر نموذج بلاك شولز خيارات البيع، لكن يمكن إيجاد سعر خيار البيع عن طريق نموذج تسعير خيار الشراء ثم استعمال مبدأ تكافؤ خيار الشراء وخيار البيع.

فرضيات النموذج

الفرضية الأولى:الخيار محل التعاقد من النوع الأوروبي وليس الأمريكي.

الفرضية الثانية:توجد إمكانية للبيع على المكشوف من دون قيود.

الفرضية الثالثة:يأخذ السهم (الصفقات على الأداة الأصلية)، قيما مستمرة وموزعة طبيعياً، أي لا توجد قفزات في

الأسعار كتلك التي تحدث بعد الإعلان عن عملية استيلاء مثلاً.

الفرضية الرابعة:رشادة المتعاملين.

الفرضية الخامسة:لا توجد تكلفة للمعاملات، كما يمكن للمستثمر شراء أو بيع أي كمية من الأسهم أو الخيارات

مهما صغر حجمها، إضافة إلى افتراض أن المعلومات عن السوق تتاح للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف.

الفرضية السادسة:العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ثابت.

الفرضية السابعة:ثبات سعر الفائدة.

الفرضية الثامنة:لا توجد توزيعات على السهم المعني خلال فترة الخيار (أي حتى تاريخ الاستحقاق).

معادلة النموذج:

بالنسبة لخيار الشراء:

$$c_a = PN(d_1) - x e^{-(RFR)T}$$

$$d_1 = \frac{\ln(p/x) + RFR + 0.5\delta^2 T}{\delta\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \delta\sqrt{T}$$

$$N(d_2)$$

معادلة النموذج:

بالنسبة لخيار البيع:

$$c_b = x e^{-(RFR)T} [1 - N(d_2)] - p [1 - N(d_1)]$$

$$d_1 = [\ln(p/x) + (RFR + 0.5\delta^2)T] / \delta\sqrt{T}$$

$$d_2 = d_1 - \delta\sqrt{T}$$

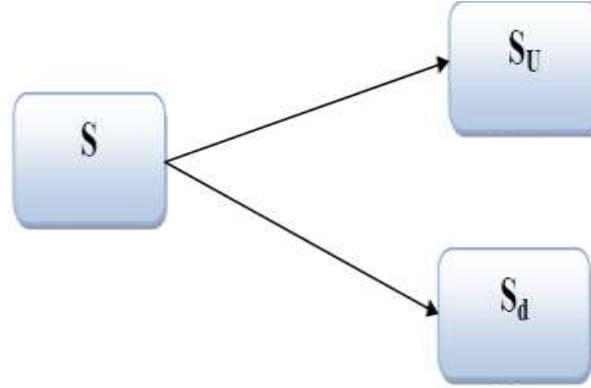
نموذج الثنائي الحد Binomial option

pricing Model:

يعتبر النموذج المنفصل أو النموذج ذو الحدين النموذج الأكثر أهمية في تسعير الخيارات الحالية من ناحية أنه يعطي مفاهيم أفضل لسيرورة الخيار، وذلك راجع لكونه يقوم على رسم بياني أو شجرة قرار تسمح بتمثيل المسارات المختلفة لسعر الأصل الضمني خلال مدة صلاحية الخيار

يبقى النموذج الذي تم اقتراحه من طرف كوكس، روس ورو بنتشاين (1979) الأكثر استخداما في تسعير الخيارات فعلى عكس نموذج بلاك والذي يعني أساسا بتسعير عقود الخيارات الأوروبية فإن النموذج الثنائي يصلح لتسعير كل من الخيارات الأوروبية والأمريكية هذا فضلا عن إمكانية استخلاصه في تسعير العقود الأكثر تعقيدا التي تتداول في الأسواق غير المنظمة والتي يتم تفصيلها حسب احتياجات طرفيها

نموذج الفترة الواحدة لسعر خيار الشراء



النموذج الثنائي

لفترتين

افترضنا في النموذج السابق أن سعر السهم سوف يتحرك لمرة واحدة خلال فترة الدراسة نحو الأعلى بنسبة u أو نحو الأسفل بنسبة d ، وتعتبر الحالة السابقة تمثيل بسيط للنموذج ثنائي الحد، كون حركة أسعار الأسهم تتميز بالحركة المستمرة خلال فترة استحقاقه.

إن عدد النتائج الممكن حدوثها سوف تزداد وهذا يعني أن مخرجات المدة الأولى سوف تكون مدخلات المدة الثانية، أي في تاريخ استحقاق الخيار إذا ارتفع سعر السهم في المدة إلى S_u ثم ارتفع ثانية في الفترة الثانية تصبح قيمة السهم



خلاصة:

من خلال تسليط الضوء على النموذجين المشهورين وهما نموذج بلاك وشولز، ونموذج تناهي الحد، حيث خلص ان نموذج تناهي الحد يقدم مفاهيم أفضل لسيرورة الخيار، وذلك راجع لكونه يقوم على رسم بياني أو شجرة قرار تسمح بتمثيل المسارات المختلفة لسعر الأصل الضمني خلال مدة صلاحية الخيار، اما نموذج بلاك وشولز فقد مكن من إيجاد سعر خيار البيع عن طريق نموذج تسعير خيار الشراء ثم استعمال مبدأ تكافؤ خيار الشراء وخيار البيع وذلك في عقد الخيار الاوروبي فقط.

ولا بد لنا هنا من القول ان النموذجين قد اضافة تحليل جيدا لعقود الخيار وطرق التسعير والاستثمار لكنها لايزالين قاصرين في الجوانب السلوكية والتي اسفرت عن مقدمة للتحليل السلوكي للاسواق المالية فيما بعد ولعل التسعير في تلك السنوات السابقة كان الكافي

الورشة الثانية

المداخلة الأولى

الملتقى الدولي الافتراضي حول المالية السلوكية بين النظرية
والتطبيق - جامعة غرداية
مخبر التطبيقات الكمية والنوعية للارتقاء الاقتصادي

De la théorie de l'efficiencia des marchés à la théorie des jeux comportementale : La rationalité théorique à l'épreuve de l'irrationalité expérimentale

Auteure: Dr. Afef TENIOU
Maître de Conférences – B
École Supérieure de Comptabilité et de Finances - Constantine

PROBLÈME

Acquérir l'argent → Finance → Gérer l'argent

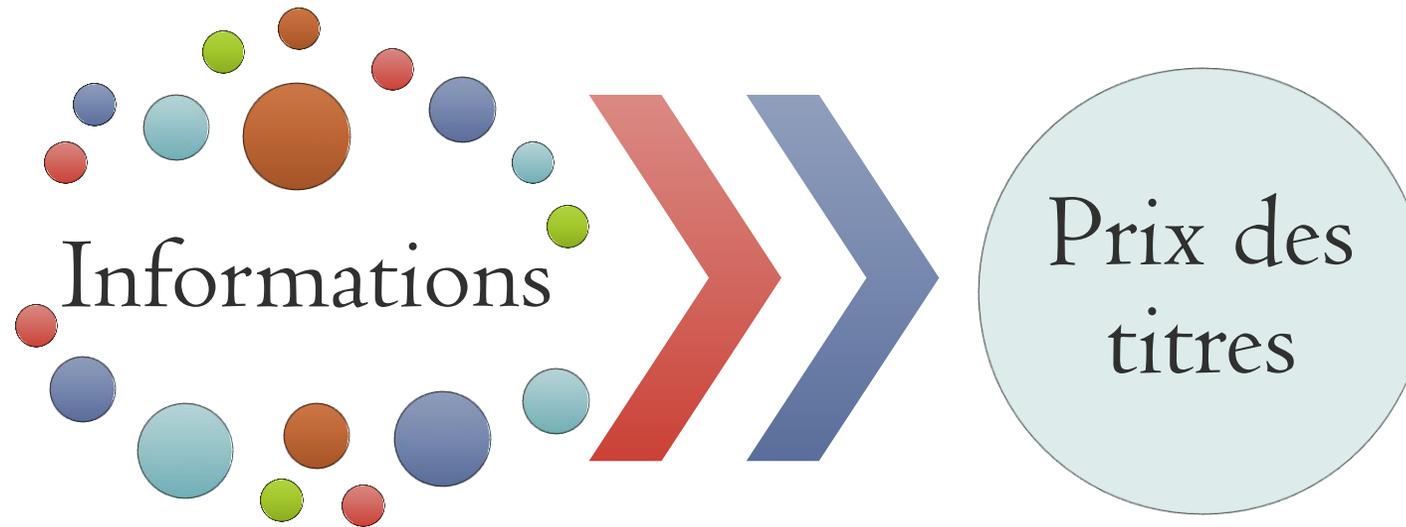
Théorie de l'utilité:

homo economicus rationnel & maximiseur

Théorie de l'efficiencia des marchés:

investisseur normatif et averse au risque

HYPOTHÈSE DES MARCHÉS FINANCIERS EFFICIENTS



Anciennes/nouvelles
Acheteur/vendeur

Performance
individu/marché

=====

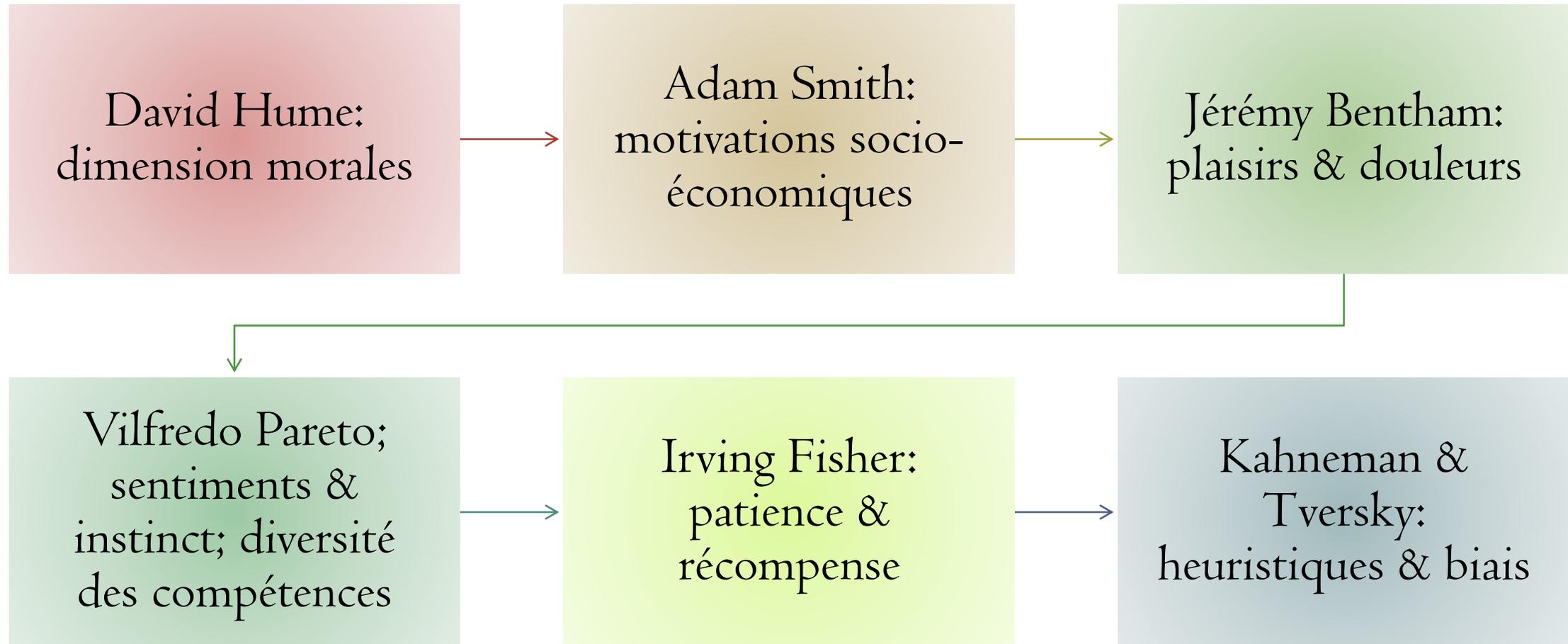
CRITIQUE DE L'HEM

- Kahneman & Tversky (1979): critique de la rationalité
- Thaler (1980): critique de la maximisation rationnelle
- Bondt & Thaler (1985): critique de l'investisseur normatif et averse au risque

FINANCE COMPORTEMENTALE

Historique, structure & outils

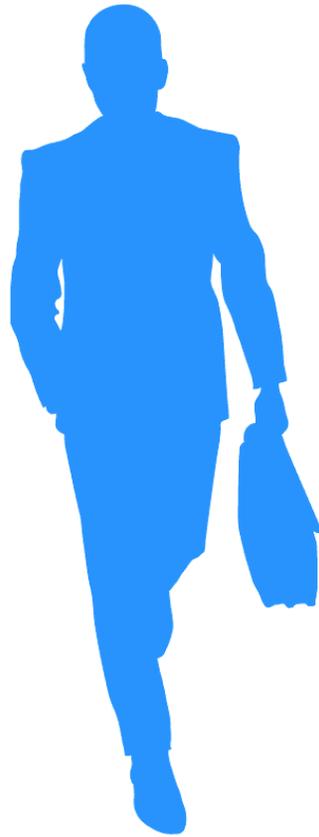
FINANCE COMPORTEMENTALE: HISTORIQUE



FINANCE COMPORTEMENTALE: STRUCTURE

Homo-Economicus

- ✓ Décideur rationnel
- ✓ Maximiseur d'utilité
- ✓ Cherche richesse & intérêts personnels



Homo-Emotionalis

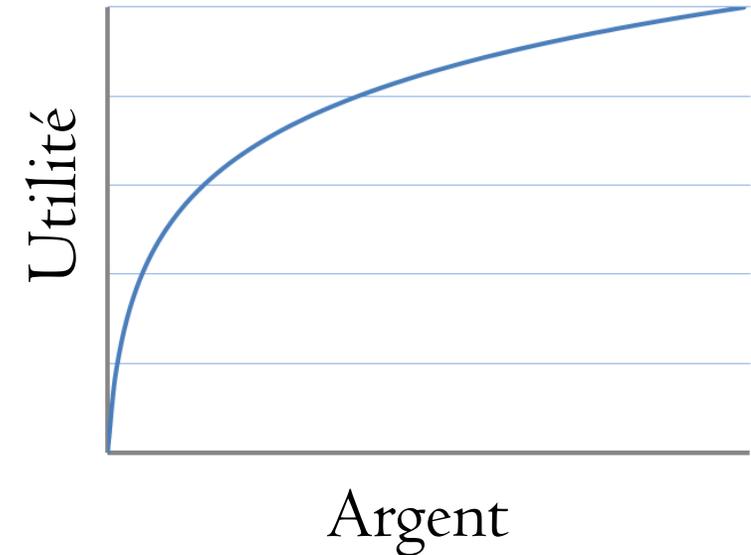
- ✓ Heuristiques
- ✓ Biais
- ✓ paradoxes

FINANCE COMPORTEMENTALE: STRUCTURE

Paradoxe de Saint-Petersbourg



$$\begin{aligned} E &= \frac{1}{2} \cdot 2 + \frac{1}{4} \cdot 4 + \frac{1}{8} \cdot 8 + \frac{1}{16} \cdot 16 + \dots \\ &= 1 + 1 + 1 + 1 + \dots \\ &= \infty. \end{aligned}$$



FINANCE COMPORTEMENTALE: STRUCTURE

Paradoxe d'Allais

Conlisk (1989):

Pari 1 : Choisir entre A ou A' :

Tirage A : 1 million de dollars avec certitude ;

Tirage A' : 1 % de chance de zéro ; 89 % de chances de gagner 1 million de dollars ; 10 % de chances de gagner 5 millions de dollars.

Pari 2 : Choisir entre B ou B' :

Loterie B : 89 % de chances de zéro ; 11 % de chances de gagner 1 million de dollars ;

Loterie B' : 90 % de chance de zéro ; 10 % de chances de gagner 5 millions de dollars.

Préférence constante : $A + B$

Réalité: choix incohérents

$AB' ; A'B \&$

$AB' > A'B$

\implies effet de certitude

FINANCE COMPORTEMENTALE: STRUCTURE

Paradoxe d'Allais – effet de certitude

Kahneman et Tversky (1989):

Pari 1 : Choisir entre A ou B

A : 33 % de chances de 2 500, 66 % de chances de 2 400 et 1 % de chances de 0 ;

B : 2 400 avec certitude.

Pari 2 : Choisir entre C ou D

C : 33 % de chances de 2 500 et 67 % de chances de 0 ;

D : 34 % de chances de 2 400 et 66 % de chances de 0.

Axiome de substitution

$A + C$ ou $B + D$

Réalité: choix incohérents

$A + D$ ou $B + C$

\implies théorie des perspectives

FINANCE COMPORTEMENTALE: OUTILS

ÉCONOMIE EXPÉRIMENTALE

THÉORIE DES JEUX

Méthodes expérimentales

Choix stratégiques

vs.

vs.

Expériences de marché

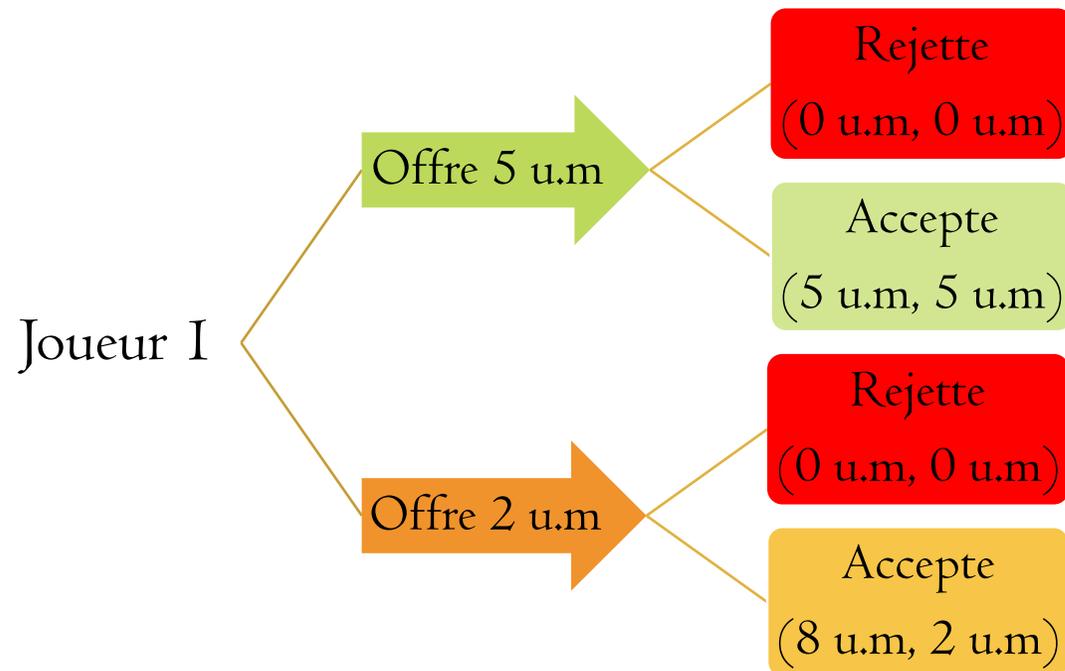
Explications des choix

THÉORIE DES JEUX COMPORTEMENTALE

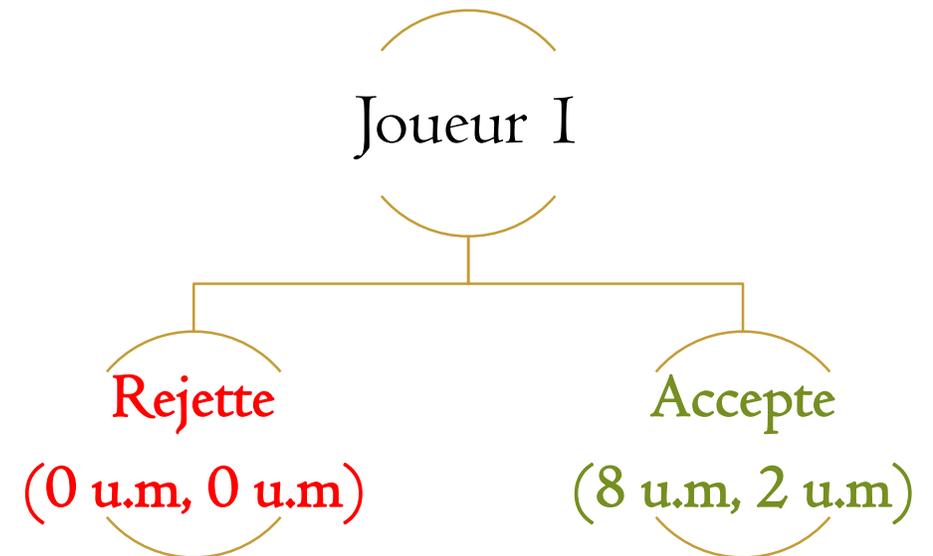
Expériences & leçons

JEU DE NÉGOCIATION SIMPLE

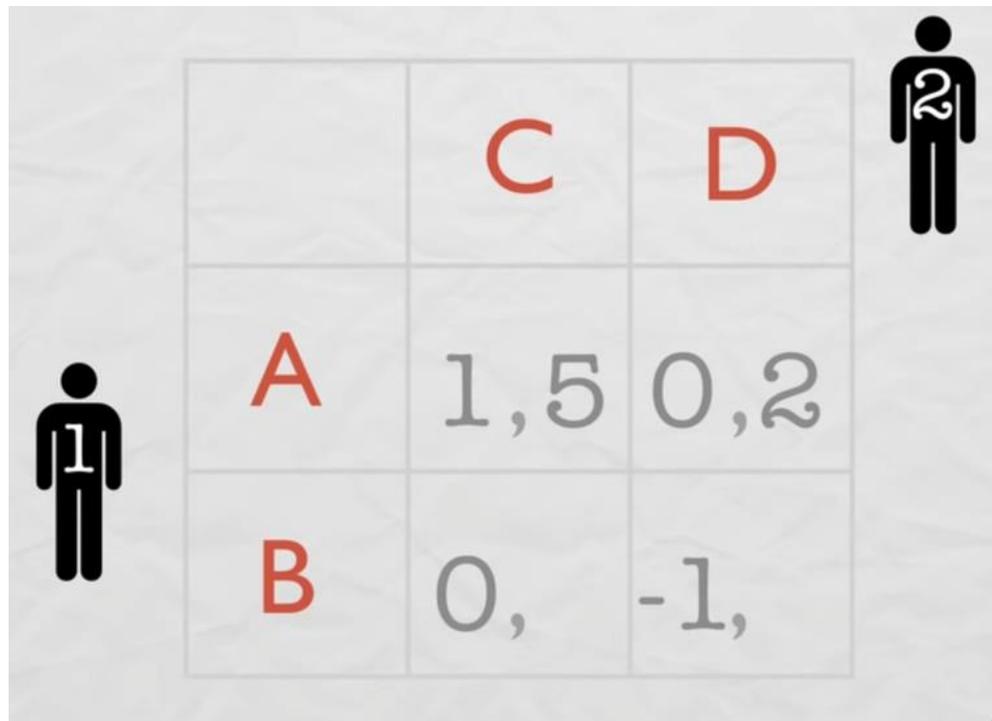
JEU DE L'ULTIMATUM



JEU DU DICTATEUR

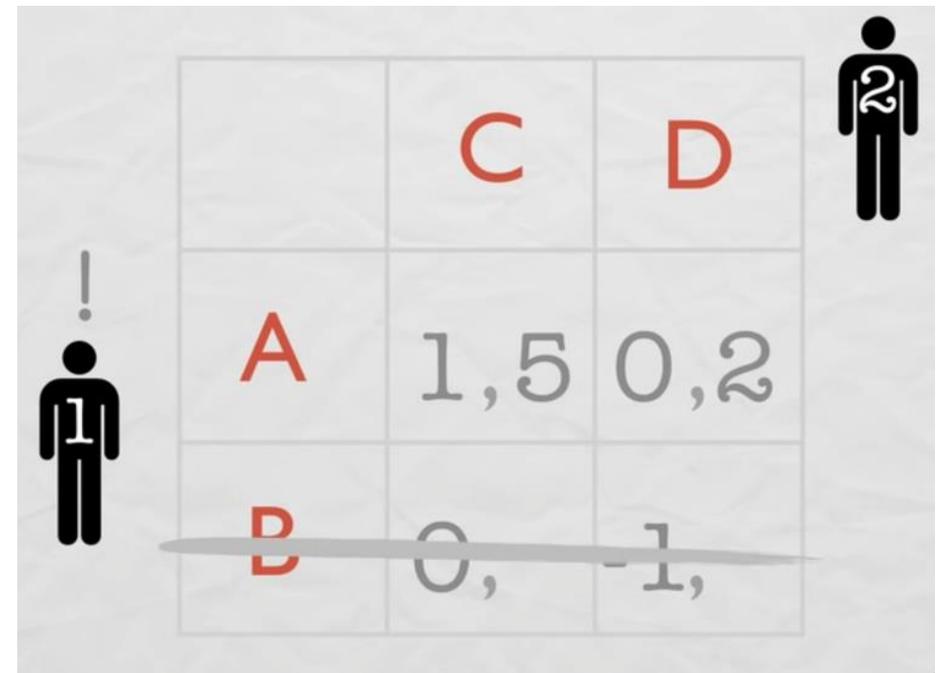


DOMINATION ITÉRÉE



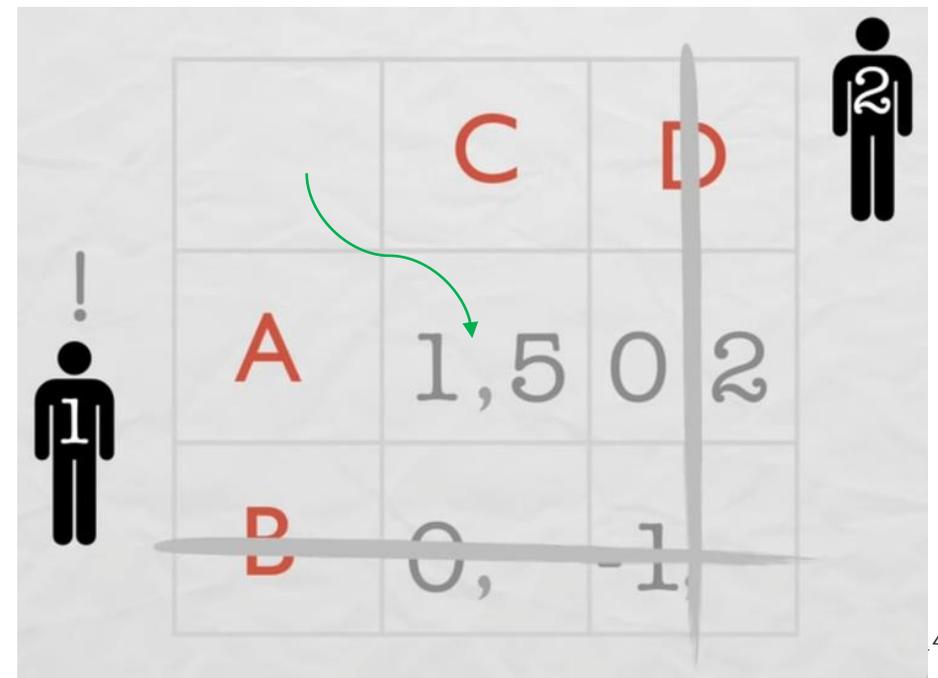
A 2x3 payoff matrix for a game between Player 1 and Player 2. Player 1's strategies are A and B, and Player 2's strategies are C and D. The payoffs are (Player 1, Player 2): (A, C) = (1, 5), (A, D) = (0, 2), (B, C) = (0, -1), (B, D) = (-1, 0). A vertical line is drawn through the D column, indicating its elimination.

	C	D
A	1,5	0,2
B	0,-	-1,



The payoff matrix after the first iteration. The D column has been eliminated, leaving only the C column. The B row is crossed out with a horizontal line, indicating its elimination because its payoff (0, -1) is dominated by the payoff (1, 5) from strategy A. A vertical line is drawn through the D column, and a horizontal line is drawn through the B row.

	C	D
A	1,5	0,2
B	0,-	-1,



The final payoff matrix after iterated domination. Only strategy A for Player 1 and strategy C for Player 2 remain. A green arrow points from the (A, C) cell to the (B, C) cell, indicating the dominance relationship. A vertical line is drawn through the D column, and a horizontal line is drawn through the B row.

	C	D
A	1,5	0,2
B	0,-	-1,

DOMINATION ITÉRÉE

Plusieurs niveaux de
dominance itérée



	D	E	F	G
A	1,1-1,2	5,0	1,1	
B	2,3	1,2	3,0	5,1
C	1,1	0,5	1,7	0,1



	D	E	F	G
A	1,1	1,2	5,0	1,1
B	2,3	1,2	3,0	5,1
C	1,1	0,5	1,7	0,1



A green circle highlights the value '2,3' in the cell for row B and column D, with a green arrow pointing to it.

MERCI POUR
VOTRE ÉCOUTE

À TOUT À L'HEURE
POUR LE DÉBAT



المداخلطة الثانية

جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية ، التجارية وعلوم التسيير

الملتقى الدولي الافتراضي حول:
المالية السلوكية
بين النظرية والتطبيق

يومي 02 و03 أفريل 2022

مداخلة بعنوان:

الفكر المالي من المنهج التقليدي إلى المنهج السلوكي

الأستاذة: راشدة عزيرو

أستاذ محاضر «ب»

جامعة ابن خلدون تيارت

مقدمة:

تناول الفكر المالي موضوع تفسير وتحليل تحركات الأسواق المالية، وأولاه أهمية بالغة، حيث اعتمدت المالية التقليدية في تفسيرها على نظرية الكفاءة وفرضية العقلانية، وقدرة عملية المراجعة، على تثبيت الأسعار العادلة للأدوات المالية، لكن مع تكرار ظهور التشوهات الحاصلة في الأسواق المالية، وعجز هذه الفرضيات عن تفسيرها،

ظهر منظور جديد يركز على فهم وتحليل سلوكيات
المستثمرين، عند اتخاذ قرارات، الشراء، البيع، و عدم
التداول. وانطلاقاً من التشكيك في مدى فعالية
نظرية الكفاءة والفرضيات التي تقوم عليها، وقصور
النماذج المالية عن تفسير الأسعار الفعلية التي يتم
تداولها، ظهرت المالية السلوكية، القائمة على
اللاعقلانية المستثمرين ومحدودية المراجعة.

وعليه تتمحور إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي
التالي:

هل نجح الفكر المالي في تفسير حركة الأسواق المالية،
وتحديد توجهات أسعار الأصول المتداولة فيها ؟

التساؤلات الفرعية: تتمثل فيما يلي:

- لماذا عجزت المالية التقليدية عن تفسير التشوّهات الحاصلة في الأسواق المالية؟
- هل نجحت المالية السلوكية في تفسير التشوّهات الحاصلة في الأسواق المالية؟
- هل نجح الفكر المالي في تحديد العناصر الرئيسية، والأكثر تأثيراً في قرارات المستثمرين، وتفسير كل انحرافات أسعار الأسهم عن قيمها الحقيقية؟

يقوم البحث على فرضية رئيسية، وهي:

يحتاج البحث في تفسير تحركات الأسواق المالية، إلى المزيد من التجارب العملية، وتطبيقات النماذج الكمية.

أهمية الدراسة

استيعاب وفهم حركة الأسواق المالية، من خلال تحديد العوامل المؤثرة على اتخاذ القرار الاستثماري وتحليلها، له دور أساسي في التنبؤ بتحركات الأسواق، وتنشيطها وتفعيل دورها في الاقتصاد، بتعبئة المدخرات وتحويلها إلى الاستثمارات، وتجنب الأزمات المالية والاقتصادية

أهداف الدراسة

- بيان أهم النظريات المالية التقليدية، والمبادئ التي بنيت على أساسها هذه النظريات، والانتقادات الموجهة لها؛

- عرض نظرية المالية السلوكية، والأسس التي تستند عليها، في تفسير مكامن العجز في النظرية المالية التقليدية؛

- التركيز على عوامل تطور المالية السلوكية،
والتحيزات النفسية الرئيسية على تؤثر على قرارات
الاستثمار؛

- التعرف على وجهات نظر المفكرين الماليين بمختلف
توجهاتهم، حول العوامل الرئيسية التي تؤثر على قرار
المستثمرين في الأسواق المالية، وتوجهات أسعار
الأدوات المالية .

منهجية الدراسة

تتطرق هذه الدراسة في جزئها الأول إلى المالية التقليدية مع عرض لأهم النظريات والافتراضات التي تقوم عليها، وكذا الانتقادات الموجهة لهذه النظرية.

بينما خصص الجزء الموالي، للمالية السلوكية من حيث تعريفها وأركانها، وأهم نظرياتها، والانتقادات الموجهة لنظرية المالية السلوكية، وفي الأخير نقدم مجموعة من النتائج والتوصيات.

أولاً. المالية التقليدية:

تستند أغلب النظريات الاقتصادية والمالية إلى فكرة أن الأفراد يتصرفون بشكل عقلائي.

وتتجلى عقلانية المستثمر في السوق المالي في سعيه الدائم لتعظيم منفعته، وبناء اعتقاداته وتوقعاته المستقبلية حول الأسعار، بشكل فوري عند ورود معلومات جديدة من جهة أخرى، وذلك باستخدام قوانين الاحتمالات

نظريات المالية التقليدية:

نظرية المحفظة

نموذج تسعير الأصول المالية

نموذج المراجعة للتسعير

كفاءة الأسواق المالية

افتراضات نظريات المالية التقليدية

جميع المستثمرين يحللون الأوراق المالية بنفس الطريقة،
ولهم تخمينات متطابقة وتوقعات متجانسة؛
جميع الأفراد عقلاء ويعظمون المنفعة المتوقعة، وبمعنى
أنهم يفضلون العائد العالي والمخاطرة المنخفضة؛
كفاءة السوق، تعني توفر المعلومات بشكل كامل،
لجميع المستثمرين، ومن نفس المصادر .

حسب المداخل المعيارية لنظريات المالية التقليدية، فإن القيمة السوقية للأسهم يجب أن تساوي القيمة الأساسية بشكل عام، وأن الأسواق المالية تستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة، والمالية التقليدية بهذا المعنى مقنعة، لأنها تستخدم أقل ما يمكن من الأدوات لبناء نظرية موحدة تحاول الإجابة عن كل الأسئلة المتعلقة بالمالية

الانتقادات الموجهة لنظرية المالية التقليدية

المراجعة تحمل العديد من المخاطر وأن عملية تصحيح اختلال التسعير في السوق، قد تكون مكلفة ونذكر منها مخاطر الضوضاء؛

عند إدارة الأموال، غالبًا ما يكون المستثمرون متوترين ويتصرفون بشكل غير عقلائي، وبالتالي فإن نظريات المالية التقليدية لا تتناسب مع العالم الحديث لصنع القرار المعقد.

عرفت أسواق المال، العديد من التшоوهات، التي أثبتت وجود ضعف وقصور في نظرية الكفاءة:

كأثر بداية ونهاية الأسبوع، أثر الحجم، أثر إضافة ورقة مالية جديدة إلى مؤشر السوق، حيث أنها لم تتمكن من تفسير هذه التшоوهات، إضافة إلى عدم قدرتها على تفسير سلوك المستثمرين

المالية السلوكية

المالية السلوكية هي فرع حديث للاقتصاد السلوكي،
الهدف الرئيسي لها، هو فهم كيفية اتخاذ المستثمرين
لقراراتهم، وكيف يتصرفون عند اتخاذ القرارات المالية.

تقسم المالية السلوكية إلى موضوعين فرعيين هما:

– المالية السلوكية الجزئية؛ حيث يختبر سلوك المستثمرين، حسب عوامل العقلانية في نظرية المالية التقليدية.

– المالية السلوكية الكلية؛ حيث تصف وتبحث في الحالات الشاذة، في فرضية كفاءة الأسواق المالية.

أركان المالية السلوكية

الجانب السيكولوجي، يشمل: الأخطاء الإدراكية، المشاعر الإنسانية، الحالة المزاجية، عدم وضوح التفضيلات، والتفاعل مع الآخرين. وتعتبر هذه العناصر هي مصادر اللاعقلانية للمستثمرين؛ حدود المراجعة، وتعني إمكانية سيطرة القرارات اللاعقلانية، على اتجاه وحركة السوق لفترات طويلة

الانتقادات الموجهة لنظرية المالية السلوكية

المالية السلوكية هي جمع للحالات الشاذة، التي يمكن تفسيرها من قبل نظرية كفاءة الأسواق المالية؛

يركز منتقدو الاقتصاد السلوكي عادة على عقلانية المتعاملين الاقتصاديين، ويؤكدون أن السلوك الملاحظ تجريبيا، هو غير قابل للتطبيق على أوضاع السوق؛

أن الأدلة التجريبية ضعيفة، بدون خلفية نظرية
متجانسة؛

تعتبر النماذج السلوكية كامتداد لنموذج تسعير الأصول
الرأسمالية، وليست بديلا له

لم يتم إجراء أي عمل بحثي من أجل تطوير أسلوب
بحث كمي، يمكنه تقدير سلوك المستثمر بشكل أفضل

النتائج

النظريات المالية التقليدية ، لها مساهمة كبيرة في البحوث المالية، لكنها عجزت على تفسير المواقف المعقدة في الحياة الواقعية، فقد تم البحث عن طريقة بديلة لفهم المواقف المعقدة في الحياة الواقعية، تمثلت في المالية السلوكية؛

تستند نظريات المالية التقليدية على افتراضات وهي
المستثمرون العقلانيون، وكفاءة السوق، انتقدت المالية
السلوكية كل الافتراضات باعتبار أن المستثمرين
طبيعيون أو غير عقلانيين، والسوق لا تتسم بالكفاءة؛

تهتم المالية السلوكية، بسلوك المستثمر وكيفية اتخاذ قراره الاستثماري، بناءً على العوامل النفسية والاجتماعية، فتجاهل سلوك المستثمرين من عملية صنع القرار، كان مكلف جداً في الأسواق المالية، ويمكن أن يؤدي إلى تشوهات في تلك الأسواق، لهذا السبب لا بد من الوعي بأهمية أخذ التحيزات السلوكية بعين الاعتبار.

التوصيات

الفهم الجيد للتحيزات السلوكية سيسمكّن كل المتعاملين في الأسواق المالية من التعرف على الأخطاء المرتكبة؛ كما يسهل فهم سيكولوجيا المستثمرين، وبالتالي اتخاذ قرارات مالية سليمة؛

المالية السلوكية لا تزال في مرحلة التطوير، وتعتبر
مجالاً متعدد التخصصات، فلا بد من إجراء التجارب
العملية، للوصول إلى نماذج كمية تبني نظرية متكاملة
المعالم، استناداً على مقومات المالية التقليدية، دون
إقصاء نتائج البحوث المتوصل لها.

المداخلة الثالثة

أَقْرَبُ وَسَمْعُهُ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
السلام عليكم ورحمة الله وبركاته





الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

بالتعاون مع مخبر التطبيقات الكمية و النوعية للارتقاء الاقتصادي

الملتقى العلمي الدولي الافتراضي webinar حول:

المالية السلوكية بين النظرية و التطبيق

يومي: 02 و 03 أفريل 2022

محور المشاركة:

الإطار المفاهيمي و النظري للمالية السلوكية

العرض

ط/د عديدو جمال / جامعة مصطفى إسطمبولي معسكر/الجزائر

مقدمة

تعتبر دراسة التغيرات الحاصلة في حركة الأصول المالية و انحرافاتهما عن مستوياتهما في الأسواق المالية من أكثر القضايا نقاشا في النظرية المالية وذلك لارتباطها بالكثير من الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي ، و لا تزال الدراسات في هذا المجال محل بحث و اهتمام 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 و التشوهات الحاصلة فيها لكونه يفترض في مضمونه أن المستثمرون عقلانيون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ، غير أن هذه النظرية لم تأخذ بعين الاعتبار التحيزات و العواطف الشخصية التي تؤثر في سلوكيات المستثمرين و رغباتهم ، الأمر الذي يدفعهم إلى التصرف بطرق غير عقلانية و هذا ما دفع إلى ظهور تيار جديد في علم المالية و هو ما يطلق عليه علم المالية السلوكية .

و في هذا السياق يمكن طرح الاشكالية التالية:

ماذا نعني بالمالية السلوكية ؟ و ماهي افتراضاتها و النماذج المفسرة لها؟

ولمعالجة هذه الإشكالية سوف

نعرف النظرية المالية السلوكية و نشأتها

المحور
الأول

مقاربات النظرية المالية السلوكية

المحور
الثاني

النماذج المفسرة لتسعير الأصول المالية وفقا للمالية السلوكية

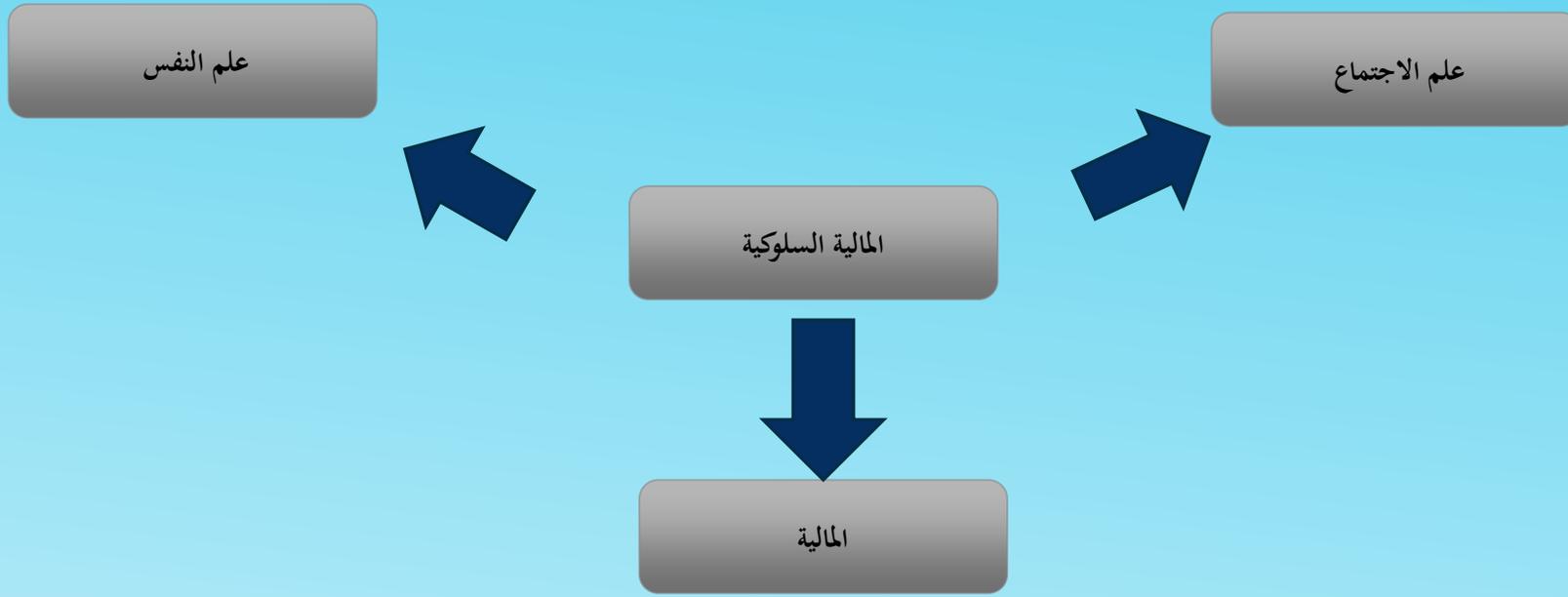
المحور
الثالث

تعريف النظرية المالية السلوكية و نشأتها

1- مفهوم نظرية المالية السلوكية:

يوجد هناك العديد من التعاريف التي قدمها الكثير من الباحثين و المختصين في المجال من أجل تحديد مفهوما للمالية السلوكية لكننا ركزنا على أهم و أدق التعاريف التي تصف المالية السلوكية و علاقتها بسلوك المستثمرين و لعل 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 و المديرين، كما تصف نتائج التفاعلات بين المستثمرين و المديرين في الأسواق المالية و الرأسمالية، وتصف أيضا السلوك الأكثر فعالية للمستثمرين و المديرين.



وعليه فإن المالية السلوكية تنطلق من ملاحظة ما يحدث في سوق المال من اختلالات، ثم تحاول تفسيرها ونمذجتها، وهذا ما يثبت بأنها نظرية براغماتية تنطلق من تفسير الواقع لبناء النظرية (نظرية تفسيرية) عكس نظرية الكفاءة التي تتصف بكونها نظرية معيارية تنطلق من البناء النظري وتحاول فرضه على الواقع.

وبالتالي توصف المالية السلوكية باشتراك الباحثون في هذا المجال بأنها حقل معرفي يقوم على توظيف نتائج أبحاث علم النفس الخاصة بالسلوك الاستثماري للأفراد، بهدف فهم و تفسير اتجاه الأسعار في الأسواق المالية.

فرضيات النظرية المالية السلوكية

علم النفس المعرفي

علم النفس يركز على كيفية صنع الأخطاء من قبل الافراد. و يهتم علم النفس الإدراكي بدراسة ادراكات و ذاكرة و تفكير الافراد، و يساعد هذا العلم على شرح و تفسير العمليات الذهنية لدى الأفراد متى ما تعاملوا مع غيرهم أو مع البيئة المحيطة بهم و المالية السلوكية ترى بأن السلوكيات و الحالات المزاجية للأفراد هي عوامل محددة في تشكيل تفضيلاتهم الاستثمارية

عدم رشادة المستثمرين

تقر المالية السلوكية بوجود ما يطلق عليهم "المستثمرون الجاهلين أو العامة" و الذين يعرفهم أوليان في مقاله بانهم أولئك المستثمرين الذين يقومون ببناء توقعاتهم بطريقة غير عقلانية سواء بالاعتماد على إشارات خاطئة أو بإتباع استراتيجيات غير عقلانية

محدودية التحكيم

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 السوق

التحيزات السلوكية المؤثرة في اتخاذ القرار لدى مستثمر



مقاربات النظرية المالية السلوكية

عامل السوق

وبشكل عام فان 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 الاستثمارية

نظرية الاحتمال

يطلق على هذه النظرية أيضاً نظرية التوقع تبحث في كيفية تشكيل الأفراد للقرارات وفق الاحتمالات، تفسر اختلاف سلوكيات صانعي القرار الذين يواجهون حالة الاختيار ما بين البدائل، كما ترى هذه النظرية أن عملية اتخاذ القرار في ظل المخاطرة عبارة عن اختيار بين التوقعات أو المقامرات

نظرية الاستدلال

الاستدلال غالباً ما يشار إليها باسم قواعد الابهام، و هي وسيلة للحد من الموارد المعرفية اللازمة لايجاد حل لمشكلة ما. فهي عبارة عن اختصارات عقلية تعمل على تبسيط الطرق المعقدة المطلوبة عادة لإصدار الأحكام. و أفضل مثال على الاستدلال أن النظر في الأداء السابق هو أفضل مؤشر لأداء المستقبل»

عامل القطيع

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.

النماذج المفسرة لتسعير الأصول المالية وفقا للمالية السلوكية.

نموذج روي 1952 ROY

يركز في طرحه على أن الفرد يجب عليه أن يحتفظ بحد أدنى للثروة والذي يسمى بالمستوى الأدنى للعائد، 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

النماذج المفسرة لتسعير الأصول المالية وفقا للمالية السلوكية.

نموذج أرزاك و باوا (1977) Arzac & Bawa:

من خلال هذا النموذج ومن أجل المفاضلة بين محفظتين فإننا نختار المحفظة ذات القيمة المرتفعة، و إذا كانت كلتا المحفظتين لهما نفس القيمة (وهي الحالة التي عجز نموذج روي عن تفسيرها)، فإننا نختار المحفظة التي لها العائد المتوقع الأكبر. 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.

النماذج المفسرة لتسعير الأصول المالية وفقا للمالية السلوكية.

نموذج " شيفرين " و " ستايتمن 2000 , Shefrin & Statman "

بناء على أعمال كل من " روي " ، " أرزاك " و " با وا " وكذا بالاعتماد على أعمال عالمة النفس "لولا لوبس (Lola Lopes, 1987) التي توصلت إلى نتيجة مفادها أن ما يتحكم أساسا في القرارات الفردية هما الخوف والأمل، قام كل من " شيفرين " و "ستايتمن " 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.

خاتمة

إن التمويل السلوكي يتناول دراسة علم نفس المستثمر ودوره في اتخاذ القرارات المالية. ويخفف هذا المجال من افتراض العقلانية الموجود في نظريات التمويل القياسية ويوضح أن المستثمرين الحقيقيين يتأثرون بتحيزاتهم النفسية. وتترجم هذه التحيزات إلى سلوك يمكن أن تتخذ بسببه قرارات دون المستوى المطلوب. وهذه القرارات ، على نطاق واسع ، يمكن أن تسبب اضطرابات في السوق وتعرف باسم شذوذ السوق. وبما أن هذه الحالات الشاذة تؤثر تأثيرا مدمرا 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 تعمقا لهذا الميدان أمر أساسي في الوقت الحالي.

شكراً على حسن

المتابعة و الإصغاء

المداخلطة الرابعة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

السلام عليكم ورحمة الله وبركاته



جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
مخبر التطبيقات الكمية والنوعية للارتقاء الاقتصادي،
الاجتماعي و البيئي بالمؤسسات الجزائرية



الملتقى الافتراضي الدولي حول: المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق

واقع المالية السلوكية بين كفاءة السوق المالي وسلوك المستثمر

د. أمينة جعني

جامعة غرداية

د. العربي قلاع الدم

جامعة غرداية

مقدمة

في ظل الأحداث والأزمات العالمية المتسارعة والتنامي الكبير للاستثمارات ولا سيما في سوق الأوراق المالية جعل بعض المستثمرين يشكون في نظرية كفاءة السوق وهذا راجع لتصرف اللاعقلاني للمستثمرين والقرارات العشوائية في العمليات الاستثمارية وانسياقهم لرغباتهم وراء الآخرين في بيع وشراء الأوراق المالية أو ما يعرف بسلوك القطيع، كل هذا ساهم في بروز المالية السلوكية ونظرياتها التي تبحت في كفاءة الأسواق المالية من خلال طرح حلول للأزمات والتذبذبات في السوق الاستثمارية، ودراسة البعد النفسي والسيكولوجي للمستثمر.

فالتخلي عن فرضية كفاءة الأسواق المالية أصبح ضروري وهذا راجع لتأثرها بتوجهات أصحاب التوجه السلوكي والتشكيكات المطروحة من قبلهم حول هذه الأسواق والمستثمرين بها، وهذا ما دفعنا لطرح التساؤل التالي:

الإشكالية الرئيسية

ما هو دور المالية السلوكية في تفسير العلاقة بين فرضية كفاءة السوق المالي وسلوك المستثمر؟



محاور البحث

01 مفاهيم حول المالية السلوكية

02 فرضية كفاءة الاسوق المالية
وعلاقتها بعلم المالية السلوكية

03 العوامل المحددة لاتجاهات المستثمرين في
السوق والتشوهات اليومية والموسمية
في سلوك الاسعار والعوائد

04 اختبار أثر بداية ونهاية السنة على تقلبات
مؤشرات أداء أسواق المال العربية

مفاهيم حول المالية السلوكية

01

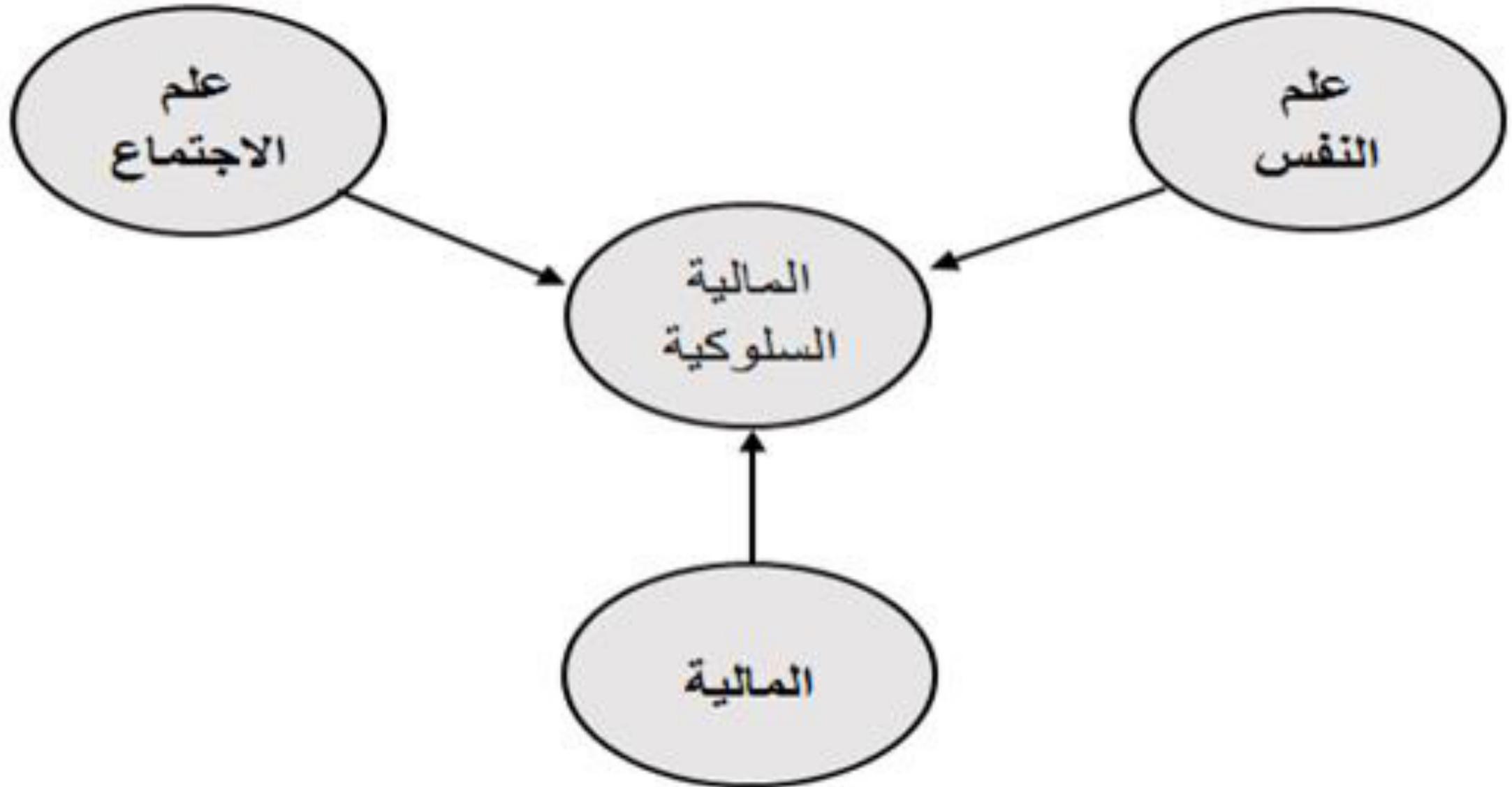
مفهوم المالية السلوكية

المالية السلوكية هي عبارة عن نظرية حديثة تعمل على دراسة تأثير علم النفس على سلوك المتعاملين في السوق المالي، ومدى تأثيره على اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث أن هذه الحرية تكون مبنية على أساس الحدس أو العاطفة..

كما عرفها Shefrin (2000) على أنها: علم سريع التطور يدرس تأثير علم النفس على سلوك المتعاملين داخل السوق المالي.

في حين يقول كل من Belsky & Gi Lovich سنة 1999 فضلا أن يطلقا بدل التمويل السلوكي مصطلح الاقتصاد السلوكي، حيث أن هذا المصطلح يجمع بين علم النفس والاقتصاد لشرح متى وكيف يتخذ المتعاملون قراراتهم التي تبدو غير عقلانية عند الاستثمار، الادخار، أو اقتراض المال .

مفهوم المالية السلوكية



فرضيات المالية السلوكية

محدودية التحكيم

يثبت أنصار الكفاءة أن عقلانية الأفراد بوجود فئة المحكمين تلغي أثر المستثمرين غير العقلانيين، إلا أن الواقع أثبت بأن سلوكيات هذا النوع الأخير ليست عشوائية، إذ عوض أن تلغي أثر بعضها البعض كما كان يعتقد، نجد أنها تتراكم في نفس الاتجاه بفعل التقليد (سلوك القطيع).

عدم رشادة المستثمرين

تقر المالية السلوكية بوجود ما يطلق عليهم المستثمرين الجاهلين أو العامة والذين يعرفهم أندري أوليان في مقاله بأنهم أولئك المستثمرين الذين يقومون ببناء توقعاتهم بطريقة غير عقلانية سواء بالاعتماد على إشارات خاطئة أو باتباع استراتيجيات غير عقلانية على غرار أصحاب التحليل الفني.

فرضية كفاءة الاسوق المالية
وعلاقتها بعلم المالية السلوكية

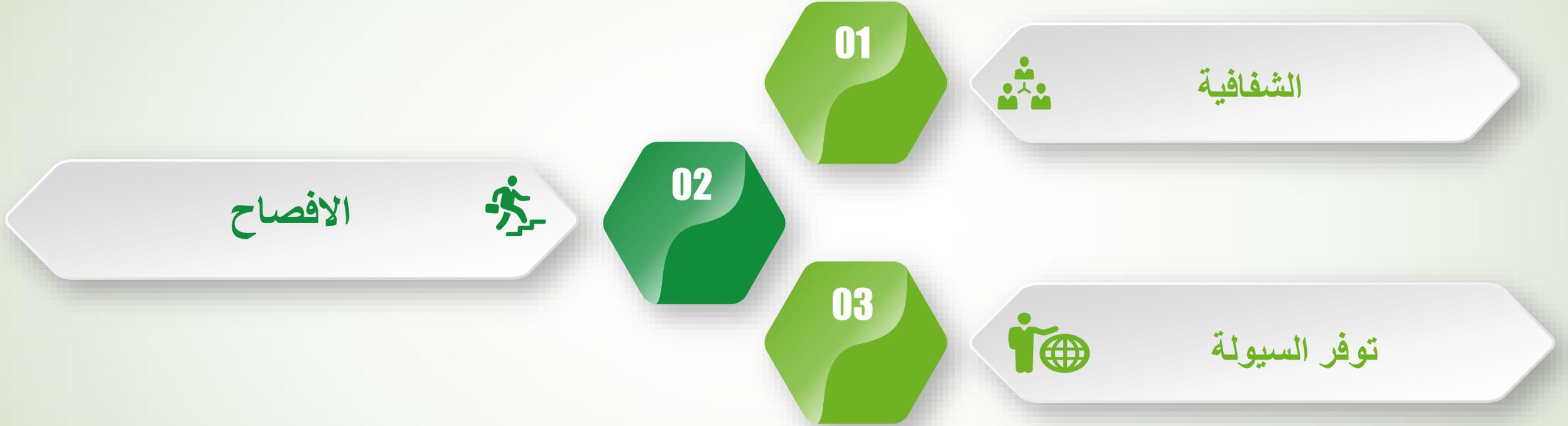
02

مفهوم كفاءة السوق المالي

يعرف Fama Eugene السوق الكفاء على أنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت الاوراق، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الاعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الاوراق المالية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على أداء الشركة والقيمة السوقية لأوراقها المالية .

ويعرف منير ابراهيم الهندي كفاءة سوق الاوراق المالية على انه ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره منشأة ما مع كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية او في معلومات تبثها عن طريق وسائل الاعلام او تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الايام، الاسبوع، السنوات الماضية او في تقارير تعبر عن الحالة الاقتصادية العامة لتلك الاوراق، ذلك ما يمنحها قيمة عادلة تعكس تماما قيمة السهم الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي للتعويض المستمر عن مخاطر الاستثمار.

خصائص السوق الكفاء



تفسير علم المال السلوكي للظواهر الشاذة الملاحظة بالأسواق المالية

تشكل علم المال السلوكي بعض ظهور أحداث شاذة تتكرر بانتظام وباستمرار داخل اسواق المال، هذا ما ادى الى الطعن في نظرية كفاءة الاسواق المالية التي تفترض توفر السلوك العقلاني والرشيد للمستثمر، وبعد ان عجزت هذه النظرية على إيجاد تفسير لهذه النقائص ظهر علم المالية السلوكية ليعمل على تفسير هذه التحيزات والتي نوجزها في الجدول التالي:

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

التحيزات السلوكية المؤثرة على
سلوك المستثمرين وعوائد
واسعار الأصول المالية

03

التحيزات السلوكية المؤثرة على سلوك المستثمرين وعوائد واسعار الاصول المالية

يوجد العديد من التحيزات السلوكية التي تؤثر على عملية صنع القرارات الاستثمارية والتي تبين كيف يمكن أن يتأثر سلوك متخذ القرار بالمؤثرات المختلفة والتي تمثل أبعاد التحيزات السلوكية والتي نذكرها كالتالي:



التحيزات العاطفية: تنتج هذه التحيزات
جاء الدوافع والحدس بالإضافة الى
المشاعر والعواطف



التحيزات الادراكية: تتشكل التحيزات
الادراكية من التفكير الخاطى وعقل
المستثمر، بالإضافة الى جهل كيفية
معالجة المعلومات وطريقة الحساب

اختبار أثر بداية ونهاية السنة
على تقلبات مؤشرات أداء
أسواق المال العربية

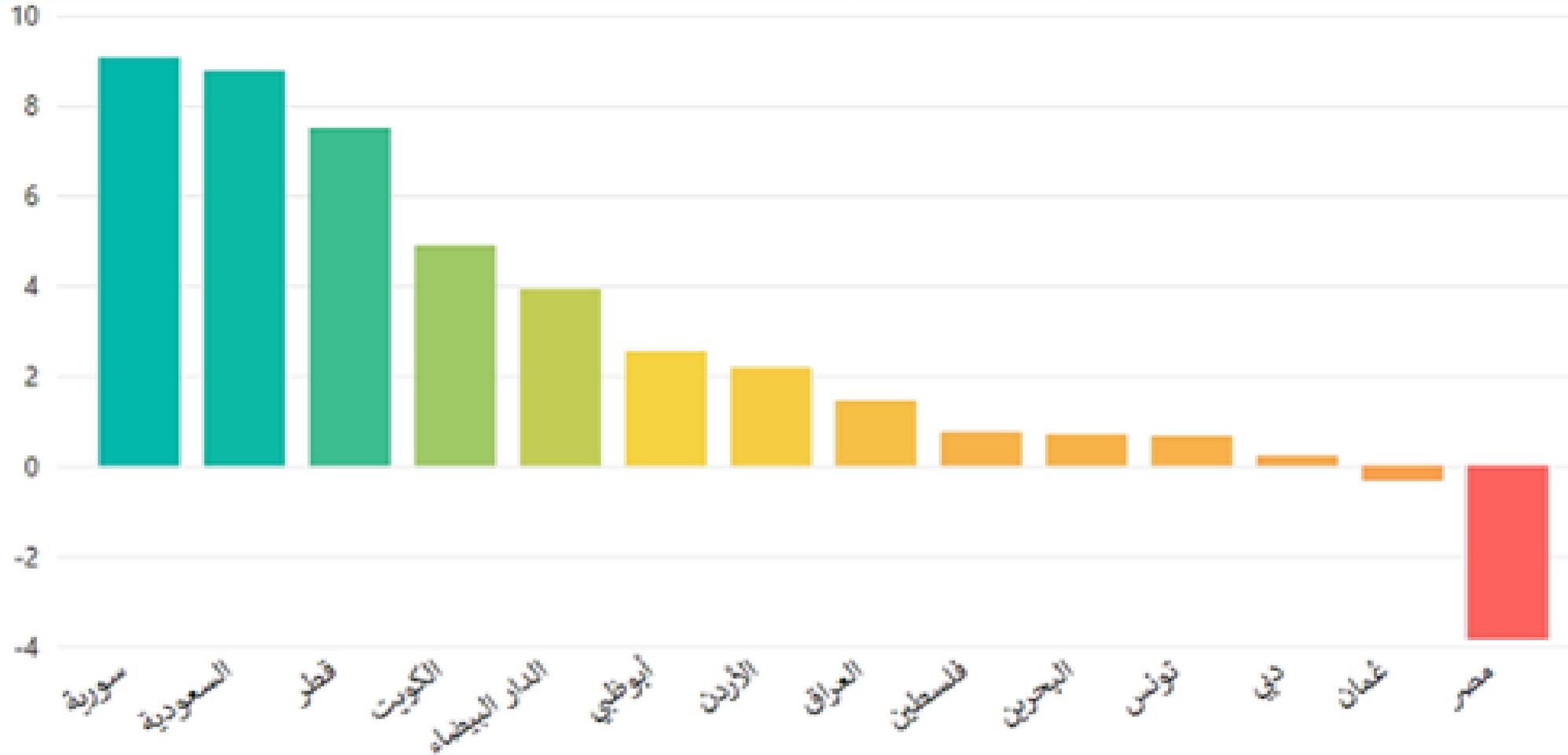
04

تطور مؤشر صندوق النقد العربي المركب لأسواق المال العربية

أداء مؤشرات أسواق راس المال العربية بين شهري ديسمبر وجانفي لسنة 2021/2022

السوق	المؤشر	قيمة المؤشر في نهاية ديسمبر 2021	قيمة المؤشر في نهاية يناير 2022	نسبة التغير (%)	اتجاه التغير الشهري
سورية	DWX	17,493.79	19,077.90	9.06	▲
السعودية	TASI	11,281.71	12,271.84	8.78	▲
قطر	QE	11,625.81	12,498.20	7.50	▲
الكويت	Premier market	7,639.11	8,012.87	4.89	▲
الدار البيضاء	MASI	13,358.32	13,883.49	3.93	▲
أبوظبي	ADI	8,488.36	8,704.26	2.54	▲
الأردن	ASE	2,118.65	2,164.92	2.18	▲
العراق	ISX	569.20	577.40	1.44	▲
فلسطين	ALQUDS	608.45	613.00	0.75	▲
البحرين	BSEX	1,797.25	1,809.82	0.70	▲
تونس	TUNINDEX	7,046.01	7,092.84	0.66	▲
دبي	DFMGI	3,195.91	3,203.08	0.22	▲
عمان	MSM30	4,129.54	4,116.00	-0.33	▼
مصر	EGX30	11,949.18	11,490.45	-3.84	▼

نسبة التغير الشهري للمؤشر (%)



من الجدول نجد أن المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للأسواق المالية العربية تعاملات شهر يناير من عام 2022 عند مستوى 698.82 نقطة، مرتفعا بنحو 0.96% أي ما يعادل 4.75 نقطة مقارنة بقيمة المؤشر المسجلة في نهاية شهر ديسمبر من عام 2021، بما يعكس ارتفاع غالبية مؤشرات أداء البورصات العربية المضمنة في المؤشر المركب، حيث عكس ارتفاع المؤشر مواصلة حركة التعافي التي تشهدها الأسواق المالية العربية منذ بداية عام 2021. في هذا الصدد، سجلت مؤشرات أداء اثنتي عشرة بورصة عربية ارتفاعا بنهاية شهر يناير من عام 2022. تصدرت سوق دمشق للأوراق المالية حركة الارتفاعات المحققة على مستوى مؤشرات أداء البورصات العربية مع تسجيل مؤشرها ارتفاعا بنسبة 9.06% بنهاية شهر يناير من عام 2022، مقارنة بنهاية ديسمبر بنسب من عام 2021. كما شهدت بورصتا قطر والسعودية ارتفاعا بلغت 7.50 و 8.78 في المائة على الترتيب. كذلك شهدت بورصات كل من الكويت والدار البيضاء وأبوظبي وعمان والعراق ارتفاعا بنسب تراوحت بين 1.44 و 4.89%. فيما سجلت بورصات كل من فلسطين والبحرين وتونس ودبي ارتفاعا بنسبة بلغت أقل من واحد في المائة. في المقابل سجلت بورصتان عربيتان تراجعاً في شهر يناير من عام 2022.

وكننتيجة لما سبق نقول أن أثر جانفي (الشهر) قد تحقق وثبت ان أسعار الاصول عرفت تحركات (ارتفاع) غير طبيعي ما بين شهر ديسمبر وشهر جانفي، وهذه التحركات يمكن التنبؤ بها وذلك ما يتعارض مع نظرية كفاءة أسواق رأس المال ويتوافق مع نظريات المالية السلوكية كما تم توضيحه سابقا. وقد نسب الاقتصاديون هذا الأثر إلى اعتبارات جبائية حيث أن المستثمرين يلجئون إلى الشراء قبل نهاية ديسمبر، وإعادة البيع في جانفي لتحقيق أكبر العوائد من أجل تقليص الوعاء الضريبي، ولقد توصلت الدراسات التي أجريت على البلدان التي لا تخضع للضرائب، إلى أن الجباية (الضرائب) لا تعد سببا رئيسيا، عكس ما تم تفسيره في نظرية الكفاءة بأن المستثمرين يعملون على تقليل الوعاء الضريبي في نهاية السنة.

الخاتمة

في ختام هذه الورقة البحثية نخلص للقول أن المالية السلوكية كاتجاه فكري جديد، ظهر كنتيجة حتمية لتصرفات الغير عقلانية للمستثمرين لدى اتخاذهم للقرارات الاستثمارية، وهذا ما أسهم في بروز فرضية عقلانية ورشادة المستثمرين في الأسواق المالية، حيث بحثت هذه الفرضية على كيفية المزاجية بين كفاءة الأسواق ورشادة وعقلانية المستثمرين من خلال دراسة سلوك الأفراد أو المستثمرين المتعاملين في السوق المالي، وابتعاد نظرية كفاءة الأسواق عن الواقع جعلها عاجزة عن تفسير التشوهات الموجودة في الأسواق المالية واهمالها لوجود عوامل خارجية أخرى (ظهور إشاعة ما، إدراج شركة جديدة، عطلة الأعياد، عطلة نهاية الأسبوع... الخ).

نشكركم على حسن الإصغاء
والمتابعة



المداخلطة الخامسة

الملتقى الدولي حول: المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق
المحور: الإطار المفاهيمي والنظري للمالية السلوكية

المدخلات حول: كفاءة السوق المالي والمالية السلوكية



د, عمي السعيد
جامعة غرداية



د, نبيل حليمي
جامعة قاصدي مرباح ورقلة
haliminabil72@gmail.com

أ.د. رشيد حفصي
جامعة قاصدي مرباح ورقلة
.....@gmail.com

أولاً

مقدمة

ثانياً

كفاءة السوق المالي

ثالثاً

المالية السلوكية

رابعاً

خاتمة



مقدمة

شهد الترويج تطورا في العصر الحديث مما ساهم في تنمية روح المنافسة في ميدان التسويق السياحي، فأغلب هذه التطورات كانت بفضل الاعتماد على تكنولوجيا المعلومات وقدرة ارتباطها بإدارة المؤسسات. هذا ما جعل تكنولوجيا المعلومات والاتصال من الأدوات الهامة التي تؤدي إلى تحسين وتوفير الخدمات الأساسية، وزيادة فرص الاستثمار وتعزيز المنافسة بين المؤسسات الاقتصادية، فإن تكنولوجيا المعلومات والاتصال هي أحد العوامل الهامة في تحقيق الاستمرارية لأنشطة الحياتية والتي بقيت مرتبطة بها، لأن ذلك بقي ظاهرا في ميدان التسويق بشكل كبير. بناءا على ما سبق تتجسد معالم إشكالية الدراسة.

ما هو السوق المالي
والمالية السلوكية



أولاً- الترويج السياحي



1- تعريف الترويج السياحي



تتبع أهمية النشاط الترويجي للسياحة من بعد المسافة والفجوة الفاصلة بين السياحة والجمهور المستهدف، ومن خلال اتساع السوق وتباين حاجاته ورغباته (الأسدي، 2017)

أولاً- الترويج السياحي

2- الأهداف :

➤ تهدف أنشطة الترويج الوصول إلى المستهلكين وإلى مشاعرهم ويقوم رجال التسويق بتذكير المستهلكين بما يرغبون فيه وما يحتاجون إليه.

➤ تقدم الوسائل الترويجية المعلومات إلى المستهلك (السائح) عن الخدمات السياحة الجديدة لتعريفهم المستهلكين بأسعارها وأحجامها والضمانات التي تقدم مع السلعة.

➤ يبني الترويج على آمال الناس وتطلعاتهم إلى حياة كريمة، بمعنى آخر يعتقد الناس أنهم يستفيدون مثل هذه التوقعات عندما يستفيدون من هذه الخدمة.

أولاً- الترويج السياحي

➤ التأثير على **منحني الطلب** يحاول رجل التسويق أن يشارك مع غيره بفكرة معينة ويشجع المستهلك (السائح) أن يتصرف بطريقة معينة.

➤ تحقيق حجم كبير من **الخدمات السياحية**، أمام عدة طرق كإعتماد على **رجال التسويق والمرشدين** السياحين **كتحفيز** المستهلكين.

➤ الإعتماد على الترويج بشتى الطرق لتقديم الخدمة **الجديدة** وتعريف المستهلكين بالمزايا التي تقدمها وبالتالي تظهر **الفرصة** أمام رجل التسويق الترويج للخدمة الجديدة .

ثانيا -تكنولوجية المعلومات والاتصال ودورها في الترويج السياحي

1- تعريف تكنولوجية المعلومات والاتصال:

مجموعة من عناصر متمثلة (الأجهزة والبرامج، الهاتف، شبكات الاتصال المحلية، الأنترنت ... الخ) تساهم في رفع من فعالية استخدام المعلومات داخل المؤسسة وذلك عن طريق **تحويل، تخزين ومعالجة** كل أنواع **المعلومات** على شكل معطيات رقمية، حيث تبت هذه المعلومات بسرعة في كل أنحاء العالم باستخدام الأنترنت؛ ويتم ترجمتها وتحويلها إلى الشكل المرغوب فيه.



ثانيا -تكنولوجية المعلومات والاتصال ودورها في الترويج السياحي

2- عناصر تكنولوجيا المعلومات والاتصال:

- أ-الأجهزة:** تتضمن كل الوسائل المادية والأدوات المستخدمة في معالجة المعلومات
- ب- البرامج:** تشمل الإجراءات والتعليمات التفصيلية المنظمة التي تسيطر على المكونات المادية للحاسوب في نظام المعلومات,
- ج- قاعدة البيانات:** هي المخزن أو الوعاء الذي يحتوي على البيانات التي تصف كل العمليات والأحداث الجارية في المنظمة.
- د- المورد البشري:** هي القوى المسؤولة عن تطبيق تكنولوجيا المعلومات بشكل يمكن من تحقيق التكنولوجيا أهدافها,
- هـ- شبكات الاتصال اللاسلكية:** وتتمثل في الوصلات الإلكترونية الممتدة عبر نسيج اتصالي كشبكة الانترنت.

ثانيا -تكنولوجية المعلومات والاتصال ودورها في الترويج السياحي

3- دور تكنولوجيا المعلومات والاتصال في الترويج السياحي:

أ- الأجهزة:

فجهاز الحاسوب ربح الوقت وكمية المعلومات المتعلقة بالترويج السياحي والتي يمكن تخزينها والحصول عليها في أي مكان وزمان، مع تكلفة الخاصة بالموارد البشرية.

ب- المورد البشري:

المسؤول عن تطبيق تكنولوجيا المعلومات بشكل الذي يمكن من تحقيق التكنولوجيا أهداف الترويج السياحي.

ج-قاعدة البيانات:

امكانية عدد هائل من البيانات تخص الترويج السياحي في النظام الآلي، حيث يقوم هذا الأخير بحويل هذه البيانات إلى معلومات هامة للمؤسسة السياحية.

ثانيا -تكنولوجيا المعلومات والاتصال ودورها في الترويج السياحي

4-الهاتف:

وسيلة أساسية في ميدان الاتصال، لها خاصية التنقل بسهولة، وشهدت هذه الوسيلة تطور كبير فيمدا العصر الحديث حتى أصبحت تلعب دور الحاسوب الاليكتروني، أكثر من ذلك.

5-استخدام الأنترنت:

فبواسطة البريد الإلكتروني نقوم بإرسال معلومات وصور عن المنتج، كما يمكن استقبال آراء وطلبات الزبائن، بما فيها الشكاوى والاعتراضات، كما نتكمن من استهداف الأسواق السياحية عن طريق البريد الإلكتروني، مع امكانية تصميم موقع للمؤسسة السياحية عبر الأنترنت من خلال انشاء صفحات خاصة بها تسمى بغرض تقديم المعلومات المطلوبة روابط الاتصال بنقاط العمل المعلومات للمستهلكين عن المؤسسة ومنتجاتها.

نتائج الدراسة

✓ بعد عرض ومناقشة النتائج خلصت الدراسة إلى مجموعة نتائج تتمثل في:

✓ تولي الوكالة السياحة أهمية كبيرة لاستخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال في تسيير الوكالة، حيث تمتلك الأجهزة اللازمة لإنجاز أعمالها بدقة واحترافية، كما تمتلك موارد بشرية مدربة في مجال استخدام أجهزة الاعلام الآلي والتعامل مع شبكة الأنترنت لكنها؛

✓ وجود علاقة بين تكنولوجيا المعلومات وتطوير الترويج السياحي؛

✓ استخدام تكنولوجيا المعلومات من الوسائل الإعلام الحديثة التي تتيح الاتصال المباشرة بالسواح؛

نتائج الدراسة

- ✓ استخدام تكنولوجيا المعلومات للاتصال بين مختلف الإدارات والعاملين داخل المؤسسة السياحية وللاتصالات بالمنشأة السياحية؛
- ✓ تقدم شبكة الانترنت حاليا العديد من الخدمات الخاصة بمجال الترويج السياحي والإعلان للوكالات السياحية وخدماتها؛
- ✓ وجود علاقة بين تكنولوجيا المعلومات والسياحة مما يسهل عملية الترويج السياحي؛
- ✓ تمتلك الوكالة صفحة وموقع على الانترنت لغرض الإعلان وعرض الخدمات؛



نتائج الدراسة

✓ تمتلك الوكالة صفحة وموقع على الانترنت لغرض الإعلان وعرض الخدمات؛

✓ تساهم تكنولوجيا والاتصال في سرعة وصول المعلومة لطالبي خدمات السياحة وفي التوقيت المناسب، مع امكانية طرح الاقتراحات لإعادة النظر فيما تم الاشهار عليه مسبقا، لغرض القيام بعملية التحسين المستمر للخدمات السياحية؛

✓ تحقيق رضا الزبائن نوعا ما في يخص الخدمات السياحية المقدمة هذا ما يساهم الجودة في ميدان الترويج السياحي وفي التحسين المستمر لتحقيق جودة الخدمات من خلال وسائل التواصل الحديثة.

توصيات

في الأخير خرجت الدراسة بمجموعة من توصيات تتمثل في:

- ❖ العمل على تكييف الطرق التقليدية للترويج السياحي مع اجراءات استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال؛
- ❖ الاستفادة من تجارب الوكالات السياحية المنافسة في مجال الترويج الإلكتروني وارساء ثقافة البحث والتطوير في مجال الترويج السياحي الإلكتروني؛
- ❖ تكثيف دورات تدريبية للمورد البشري بصفة دورية في التعامل مع المنصات الحديثة؛

توصيات

- ❖ على الوكالة السياحية تفعيل تنوع طرق الدفع الاليكتروني خاصة عبر الأنترنت واستعمال الحوالات الاليكترونية والعمل بالتجارة اليكترونية في مجال الترويج السياحي؛
- ❖ الولوج إلى منصات عالمية للترويج السياحي والاستفادة من خبراتها؛
- ❖ ضرورة الاعتماد على وسائل التواصل الاجتماعي في عملية الترويج وخاصة الفيس بوك.



المراجع

- ❖ سلام جعفر عزيز الاسدي، دور الاعلام في ترويج الاماكن الدينية سياحي، دراسة ميدانية لمدينة كربلاء المقدسة، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، المجلد 09، العدد 1، 2017، ص133.
- ❖ سلام جعفر عزيز الاسدي، ص130، بتصرف.
- ❖ شوقي ناجي جواد، مزهر شعبان العاني، أديب محمد حسن هزايمة، أثر تطبيق تكنولوجيا المعلومات على تحسين الميزة التنافسية في الشركات المساهمة العامة، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد ستة وتسعون، 2013، الأردن، ص87.
- ❖ نقيسة حجاج، أثر الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات والاتصال على الأداء المالي، دراسة حالة مؤسسة عينة من المؤسسات البترولية الجزائرية خلال الفترة من (2010-2014)، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2017، ص 5، بتصرف.
- ❖ أشرف السعيد أحمد، تكنولوجيا المعلومات في المجال الأمني، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2013، ص23.
- ❖ مرجع نفسه.
- ❖ سعيداني محد السعيد، أهمية تكنولوجيا المعلومات والاتصال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في ظل تطبيق النظام المحاسبي المالي دراسة استطلاعية لآراء عينة من المحاسبين الماليين، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 05، العدد 02، الجزائر، 2018، ص98.
- ❖ ميرزا سما ساهر انطوان، تأثير مكونات ثقافة المعلومات في إدارة علاقات الزبون، مجلة الادارة الاقتصادية، العدد 97، 2013، ص229؛ نقلا عن: نقيسة حجاج مرجع نفسه.
- ❖ عامر ابراهيم قنديلجي وعلاء الدين عبد القادر الجنابي، نظم المعلومات الإدارية، الطبعة السابعة، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2014: ص32.
- ❖ هاشم غسان علي محمد، أثر كفاءة نظم المعلومات في تحسين فاعلية عملية صنع واتخاذ القرارات، أطروحة دكتوراه، جامعة سانت كليمنتس العالمية، اليمن، 2013: ص74.
- ❖ م.م. ليث نعمان حسون، دور تكنولوجيا المعلومات المحاسبية في ترشيد القرارات الإدارية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد (07) العدد 01، العراق، 2017: ص155.
- ❖ رابحي لخضر ولكحل عائشة، الإدارة الإلكترونية كآلية من آليات التنمية الإدارية، مجلة الدراسات القانونية والسياسية، العدد30، الجزائر، 2016: ص243.



شكرا على حسن
الإصغاء والمتابعة



المداخلطة السادسة

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة غرداية

الملتقى الدولي الإفتراضي حول:

المالية السلوكية بين النظرية و التطبيق

تحليل الأزمات ما بين فرضية كفاءة

الأسواق المالية والمالية السلوكية

من إعداد :

أ.د سحنون مريم

ط. سحنون خيرة

المقدمة

إن الازمة المالية العالمية الأخيرة 2008 أدت إلى ظهور العديد من الأسئلة حول الهندسة الهيكلية للنظرية المالية ، وإنتقادات كثيرة طالت فرصية كفاءة الأسواق المالية ، مما أدى إلى إعادة صياغة أهم الأفكار التي تحكم الأسواق المالية، و تقوم هذه الأخيرة على أن أسعار الأصول المالية تعكس بسرعة ودقة كبيرتين كافة المعلومات المتاحة بحيث لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب باقي المستثمرين .Fama, (1970)

إن الأسعار في السوق المالية تعكس كافة المعلومات المتاحة وعليه لا يمكن لأي أحد أن يهزم السوق (تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين) . وحتى يتحقق هذا تفترض هذه النظرية عقلانية المستثمرين ومجانبة المعلومات وتوافرها لجميع المستثمرين ، وعليه يتصرف جميع المتعاملين بنفس السلوك ، غير أن عملية إتخاذ القرار الإستثماري هي أكثر تعقيدا من ذلك فالأوراق المالية بحد ذاتها تتباين فيما بينها من حيث العائد المحقق و درجة المخاطرة المترتبة عليها ، حيث يفضل بعض المستثمرين قبول عائد منخفض نسبيا وتفادي الإستثمارات ذات المخاطر الكبيرة ، كما يوجد مستثمرين يفضلون ركوب المخاطر من أجل تحقيق عوائد مرتفعة ، هذا بالإضافة إلى العوامل النفسية و الاجتماعية التي تؤثر على القرار الاستثماري ، استطاعت فرضية كفاءة الأسواق المالية ان تهيمن على الساحة الاقتصادية حتى الآونة الأخيرة ، وأثرت على معظم صانعي القرارات ،

الإشكالية

استطاعت فرضية كفاءة الأسواق المالية ان تهيمن على الساحة الاقتصادية حتى الآونة الأخيرة فقد حكمت الأسواق المالية لما يقارب الخمسين عاما ، وأثرت على معظم صانعي القرارات، وعليه :

□ ما مدى تأثير فرضية كفاءة الأسواق المالية واعتقادنا بوجودها فيما عرفه العالم من أزمات مالية ؟ وهل استطاعت نظرية المالية السلوكية تفسير هذه الأزمات ؟

شروط كفاءة البورصة

حسب تعريف كفاءة الأسواق المالية، السوق الكفاء يمكن أن يتواجد بوجود الشروط التالية Shleifer.A, 2000 :

- وجود أكبر عدد ممكن من المستثمرين العقلانيين الذين ينشطون في السوق.
- إذا كان هناك بعض المستثمرين غير عقلانيين ، فإن التجار الغير عقلانيين يقومون بإلغاء تأثيرات بعضهم البعض أو المراجحين العقلانيين يقضون على تأثيراتهم بدون أن يؤثروا على الأسعار .
- المعلومات غير مكلفة ومتاحة للمتعاملين في السوق تقريبا في نفس الوقت ، المستثمر يستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة ، متسببين في تعديل أسعار السوق .

التشكيك في فرضية كفاءة الأسواق المالية

منذ بداية سنوات 1980 نتائج التجريبية بدأت تشكك في فرضية كفاءة الأسواق المالية ، وهذه الملاحظات قد أهلت بعض الحالات الشاذة التي تحدث في الأسواق والتي وجد الباحثون صعوبات في تفسيرها ، مما هز ثقة الباحثين في فرضية كفاءة الأسواق ، وجعلهم يتوجهون إلى ما يسمى بالمالية السلوكية كبديل لفرضية كفاءة الأسواق المالية بغية الوصول إلى تفسير هذه الظواهر .

➤ وتعرف الحالات الشاذة على أنها أنماط لعوائد الأصول المالية غير متوقعة من قبل النظرية المركزية (OPREA 2013)



أثر الإكتتاب
في حصة
البورصة

أثر القيمة

أثر الحجم

أثر الجو

أثر نهاية
الأسبوع

أثر جانبي



مدى علاقه فرضيه كفاءة الاسواق الماليه بما

يحدث من الأزمات:

• السوق المالي كسوق عقلائي :

- فحسب فاما إن الأسعار في السوق المالي هي حقيقية بمعنى انها تعكس الواقع، وهذا راجع لعقلانية المستثمرين (إذ يستجيبون بنفس الطريقة للمعلومات الواردة، غير أننا علمنا بالمنطق أن الأسواق لا يمكن أن تكون كفئة بمعنى العقلانية حسب Grossman and Stiglitz (1980) في المقال المعنون " استحالة كفاءة المعلوماتية للأسواق المالية " وهذا لأن السوق التي تكون فيها أسعار الأوراق المالية مساوية لقيمتها الحقيقية لا تعوض تكاليف المعلومات التي قد تكشف عن انحرافات الأسعار عن قيمها الحقيقية.

• فالأزمة المالية العالمية أضعفت إدعاء أن الأسعار صحيحة بمعنى أنها تعكس الواقع، فالعديد من الأسعار كانت و بوضوح غير صحيحة وهذا ما أكده جرينسبان عندما قال في أكتوبر 2008 "إنهار الصرح الفكري بأكمله في صيف العام الماضي". لم تكن أزمة المالية العالمية الأخيرة وحدها مسرحا لأدلة تشكك في فرضية كفاءة الأسواق المالية فلقد أثارت أزمة 1929 ردود أفعال مضادة لمفهوم كفاءة أسواق المال حيث اعتبرت: " كفاءة الأسواق أكبر خطأ في تاريخ النظرية الاقتصادية "، كما أشار shelifer summers 1989 " أن الأسهم على الأقل في ظل المفهوم التقليدي لفرض السوق الكفاء، لم تقوى على مواجهة يوم الاثنين الأسود". هذه الأدلة وغيرها تجعلنا نستبعد فكرة أن السوق المالي هو كفاء وفقا لمفهوم العقلانية و الرشادة ولكن دعنا نلم بفهوم الكفاءة من جميع جوانبها..

• قدمت أزمة 1929 أكبر دليل علي عدم عقلانية المستثمرين حيث إنتشرت خلالها نظرية الأحمق الأكبر التي تفيد ان المستثمر يمكن أن يكون أحمقا إذا إشتري سهما بمئة دولار ولكنه لن يكون كذلك إذا وجد شخصا أكثر منه حماقة مستعدا لشراء السهم نفسه بسعر أعلى.

- السوق المالي كسوق لا يمكن هزمه:
- إنتقاد السوق الكفاء من هذا الجانب يتلخص في العبارة التالية "لا يوجد غداء مجاني"، أو أنه لا يمكن التغلب على السوق من حيث عامل الخطر إذا كان هناك شيء هو جيد جدا لنعتبره صحيحا، هناك احتمال أن يكون غير صحيحا، لقد عززت الأزمة المالية العالمية الأخيرة هذا لإدعاء، كل استثمار يبدأ (خطر منخفض / عائد مرتفع) تحولت إلى ذات مخاطر عالية. في الواقع يوجد أدلة أن، المستثمرين المحترفين، تماما مثل صناديق التحوط و مديري صناديق الإستثمار، هي قادرة على توليد فائض في العوائد، معوضينها بتكلفة الحصول على المعلومات، ومع ذلك فإن الجزء الأكبر من الأبحاث تظهر أن عملاء مديري الأموال، أفرادا كانوا أو مؤسسات لا يشاركون في العوائد الزائدة، وهذا ما يدل من وجهة نظر العملاء أن السوق كفى ولا يمكن مجاراته ..

- لا يمكن الجزم ان فرضية كفاءة الأسواق المالية هي السبب في الأزمات:

محاولة منا في البحث عن الإجابة على السؤال المطروح أن إعتقادنا بكفاءة الأسواق المالية كان سببا في حدوث الأزمات وجدنا آراء متضاربة فحسب Hersh Shefrin و Meir (2011) Statman) خلص في بحثهما إلى أنه من الصعب إلقاء اللوم على الأزمة كوننا نعتقد أن السوق كفئة، عندما أكثر من أربعة أو كل خمسة صناديق الإستثمار أين مديريها يرفضون الإيمان بأن الأسواق الكفئة، سواءا من جانب العقلانية أو كونها لا تهزم، ومديري صناديق الإستثمار هم مجرد مجموعة بسيطة من العديد ممن يرفضون الفكرة، بما في ذلك مديري صناديق التحوط، محليلي الأوراق المالية، والمستثمرين الأفراد الذين يحاولون تحدي السوق والفوز عليها عن طريق جمع المعلومات من المجالات والبرامج التلفزيونية.

- وبالتالي فإن عدم إيماننا بفرضية كفاءة الأسواق المالية هو ما أدى للأزمة هذا قاله Stephen J. Brown (2011)
- بإضافة إلى صعوبة التنبؤ بإنهيار الفقاعات المالية
- كما من الصعب لوم الأزمات وكوننا نؤمن بكفاءة الأسواق المالية، مع العلم أن الأزمة تحدث بانتظام منذ قرون، حتى قبل ما تتكون فرضية كفاءة الأسواق المالية في الستينات. هذا ما أشار إليه ستاتمان وشفرين وهو من المؤكد أن الأزمات لم تظهر تزامنا مع فرضية كفاءة الأسواق المالية.

- إن نموذج السوق الكفاء يشبه أي نموذج اقتصادي آخر فهو استخلاص من الواقع، ولا يتوقع أن تكون جميع المشاهدات متماشية معه، ولقد قدم العديد من الدراسات التطبيقية المصممة جيدا أدلة تؤيده و لكن لا يوجد قبول عام أو انتشار واسع لهذا النموذج. كونه يصف الحالة المثلى للسوق ولكنه يعجز أن يفسر جميع حالاته.

الأزمات من منظور المالية السلوكية

- نماذج تسعير الأصول التي تتضمن أثر الزخم هي بوضوح من نماذج المالية السلوكية وحتى نموذج فاما فرانكس يقوم على تفسير سلوكي وبقوة، أدبيات محدودة المراجعة هي أيضا مرتبطة بالمالية السلوكية، كل هذه المقاربات أثبتت جدارتها خلال فترة الأزمات ، حيث استطاعت إعطاء تفسير أوضح للحالات الشاذة الناجمة عن سلوكيات غير عقلانية للمستثمرين.

- فعلى سبيل المثال إنهيار سوق الأسهم سنة 1987 ويقدم التداول في المدى القصير كدليل على أن الأسعار تتأثر بطريقة تبدو مخالفة لفرضية كفاءة الأسواق المالية.
- أزمة 1987 "أزمة الاثنين الأسود": عرفت بورصة وول ستريت بنيويورك في 19 أكتوبر 1987 انخفاضا متتاليا في أسعار تداولاتها المالية صاحبه اندفاع المستثمرين إلى بيع أسهمهم مما أدى إلى انخفاض مؤشر داوجونز بمقدار 508 نقطة في يوم واحد، مما أثر على باقي البورصات العالمية وكانت الخسائر كبيرة، ففي بورصة نيويورك سجل انخفاض قدره 800 بليون دولار بنسبة 26 %، وإنعكس ذلك على باقي الأسواق الأخرى (وهذا كأحد الأمثل كيف تؤثر الحالة النفسية للمستثمر (الدعر) إلى سلوك غير عقلائي مشكلا بهذا أزمة مالية

- الأزمة المالية الآسيوية عام 1997 بدأت الأزمة أول الأمر في تايلندا في أعقاب انهيار عملة البات التايلندي، ثم إنتقلت إلى باقي الدول الآسيوية ، وبدأت عملات كامل جنوب شرق آسيا وكوريا الجنوبية و اليابان بالسقوط، وانخفضت أسعار البورصة المالية وكافة المنتجات، مقابل ارتفاع هائل في القروض ،سبب إنتقالها إلى باقي الأسواق إنعدام الثقة في العملات من قبل المتعاملين. (كدليل آخر على تسبب سلوك المستثمرين في الأزمات) .

- إن مناصري فرضية كفاءة الأسواق المالية كانوا دائما يعتمدون على الإتساق الموجود ما بين فرضية كفاءة الأسواق المالية و السوق الحرة، حتى أن بعض المدافعي عن فرضية الكفاءة قاموا بتطوير النظرية مما أدى إلى الفكرة أن الحكومات عليها ان تترك الأسواق المالية تعمل دون تدخلات حكومية، وهذا الدرس أعقب بإيمان تام حتى وصلنا إلى حالة تدمير شامل للإقتصاد العالمي في أواخر عام ألفين وثمانية.
- الأزمة المالية العالمية قدمت دليل إضافيا لعدم صحة فرضية كفاءة الأسواق المالية، فالأزمة الأخيرة عززت فكرة أن المعلومات ليس كليا مدمجة في أسعار الأصول المالية.
- و نظرا للنمو الكبير والربحية الضخمة في القطاع المالي في بداية سنة ألفين أصبح من الملائم التخلي عن الفرضية.

- الفقاعات المالية قتلت هذه الفرضية، فبالحديث عن أزمة الديون السيادية بأوروبا وعلى الرغم من حقيقة انه كان فشل في هذه المؤسسات ذاتها إلا أن المضاربة والفقاعات المالية ساعدت على توليدها، أي أنها كانت السبب الأول في خلق الأزمة. Quiggin2009

- تكمن المفارقة في أن الأزمات المالية بينت أخطاء كبيرة في مبادئ فرضية كفاءة الأسواق المالية غير أنه لا يمكن أن نعتبر هذه الفرضية خاطئة كلية فالعديد من ردود الأفعال التي بدرت من المستثمرين خلال فترة الأزمات كانت ردودا عقلانية للأحداث الحاصلة آن ذاك فحسب(Quiggin(2009

- هذا التباين في الأزمة المالية تشير على التوازن الصحيح ما بين النماذج السلوكية والنماذج العقلانية التي لا تزال تشكل تحد كبير للنظريات المالية على الرغم من تنامي الأبحاث في المالية السلوكية و النيوكلاسيكية

- إذا ليس فقط الاقتصاد التقليدي أو الاقتصاد السلوكي، أو علم النفس يمكنها أن تقدم لوحدها تفسيراً لهذا التسونامي المعقد (KathleenGounaris(2009)

خاتمة

- تفسر فرضية كفاءة الأسواق المالية الحالة مثالية للسوق المالي ولا يمكن تعميمه على جميع أحوال السوق، أظهرت العديد من الدراسات وجود حالات منافية لمبادئ هذه الفرضية اعتبرت حالات شاذة تعجز فرضية كفاءة الأسواق المالية عن تفسيرها وأظهرت غياب لما يعرف بعقلانية المستثمر، وهذا ما دفع إلى البحث في السلوك المالي للمستثمر باعتبار عملية اتخاذ القرار الاستثماري عملية معقدة للغاية، وبغية فهم هذا الأخير نحتاج إلى دمج العديد من العلوم كالاقتصاد والمالية وعلم النفس والاجتماع.

• هذه النظرية الجديدة يعزى إليها تفسير العديد من الحالات والوضعيات في السوق المالي لم نتمكن من تفسيرها وفقا للنظرية التقليدية. فرغم الانتقادات الموجهة إليها من قبل مدافعي فرضية كفاءة الأسواق المالية هذه الأخيرة التي تقوم على أساس نظري صلب إلا انه يصعب علينا محاكاتها بواقع السوق المالي إلا في حالته المثلى، بينما استطاعت المالية السلوكية وصف واقع الأسواق المالية .

• وهذا ما يدفعني إلى الإشارة إلى تيار آخر إعتبر بديلا لفرضية كفاءة الأسواق المالية عرف بفرضية السوق المكيف hypothesis the adaptive markets والذي يوفق ما بين النظريات التقليدية والتحيزات السلوكية. فرضية كفاءة الأسواق المالية لا يمكننا إعتبارها خاطئة ولكن غالبا ما يحكم عليها أنها غير كاملة ، إذ أن فرضية السوق المكيف ترى أن السوق تعمل عمل جيدا في غالب الأوقات ولكنها كأي إختراع بشري يمكنها أن تتعطل فهي ليست معصومة من الخطأ ويمكن أن تنهار من وقت لآخر.

الورشة الثالثة

المداخلة الأولى

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

والصلاة والسلام على أشرف المرسلين

صلى الله
عليه
وسلم

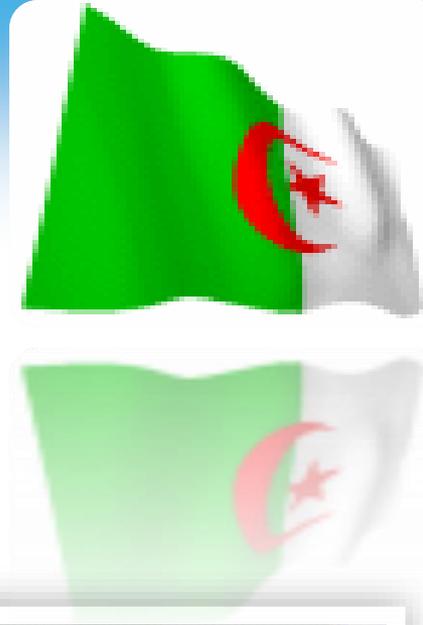
السلام عليكم ورحمة الله وبركاته





جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



بحث مقدم ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول:

المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق

ما الذي يحدد معنويات المستثمرين في سوق الأسهم؟ دراسة تأثير جائحة كورونا وتقلبات أسعار النفط على معنويات المستثمرين الأمريكيين

من إعداد :

أ.د. بن سائبة عبد الرحمان

د. نعاس صلاح الدين



❖ وما حدث خلال الآونة الأخيرة من تقلبات كبيرة وانهيارات مالية في الأسواق المالية جرّاء الانتشار الكبير لفيروس كورونا المستجد لخير دليل على وجود **تأثير لمعنويات المستثمرين** على أداء البورصات؛

❖ حضي موضوع معنويات المستثمرين في الأسواق المالية والعوامل المؤثرة فيها باهتمام كبير من قبل العديد من الباحثين، في حين حازت دراسة **العلاقة** بين صدمات أسعار النفط ومعنويات المستثمرين **القليل من الاهتمام العلمي**.

-



الإشكالية

لذلك تتمحور إشكالية هذا البحث في توضيح التأثيرات الممكنة لتقلبات أسعار النفط على معنويات المستثمرين الأمريكيين خلال فترة كوفيد19، باستخدام بيانات أسبوعية للفترة الممتدة ما بين ديسمبر 2020 إلى جانفي 2022، وباستخدام نموذج ECM وتحليل سببية جرانجر.





هدف الدراسة

- يتمثل الهدف الرئيس من هذه الدراسة في البحث عن أثر تقلبات سعر النفط الخام على معنويات المستثمرين الأمريكيين في ظل انتشار فيروس كورونا المستجد

الهدف





قصد دراسة وتحليل هذا الموضوع ومحاولة الإجابة على الإشكالية،
ارتأينا تقسيم البحث على النحو التالي:

- التعريفات الإجرائية للدراسة
- طرق قياس معنويات المستثمرين
- الدراسات السابقة في الموضوع

أولاً: الإطار النظري

- نتائج اختبار استقرارية بيانات الدراسة
- اختبار التكامل المشترك لجوهانسن
- نموذج تصحيح الخطأ **ECM**
- السببية بين متغيرات الدراسة
- آثار الصدمات وتحليل دالة الاستجابة

ثانياً: دراسة قياسية



معنويات المستثمرين وطرق قياسها

□ تعتبر معنويات المستثمرين أو معنويات السوق من بين الافتراضات الأساسية التي انطلقت منها نظرية المالية السلوكية، وحاول العديد من الباحثين تقديم تعريفات لمعنويات المستثمرين، حيث عرّف كل من *Baker and Wurgler (2006)* معنويات المستثمرين بأنها **الاعتقاد الكامن** للمستثمر بشأن التدفقات النقدية المستقبلية *future cash flow* ومخاطر الاستثمار *investment risks* الذي لا تدعمه النظريات التقليدية بصورة أساسية،

□ فيما أشار *Ling et al (2010)* إلى أن معنويات المستثمرين هي عبارة عن مكونات **غير عقلانية في توقعات المستثمرين**،

□ في حين عرف كل من *Brown and Cliff (2004)* معنويات المستثمرين بأنها **التفاؤل والتشاؤم** المفرط لدى المستثمر بشأن **التوقعات المستقبلية لعوائد** أصل معين في الأسواق المالية.



طرق قياس المعنويات

واستخدمت الأدبيات عند قياس معنويات المستثمرين في أسواق رأس المال ثلاثة مناهج أساسية:

- يستند إلى **طريقة الاستقصاء** لاستجابة المستثمرين الأفراد عن حالتهم المعنوية حيال تحركات الأسواق والأوضاع الاقتصادية المستقبلية؛

المنهج الأول

- يعتمد على استخدام **متغيرات موضوعية** التي تشير ضمناً إلى معنويات المستثمرين *simplicit sentiment proxies* كأحجام التداول، اكتتابات الأولية، تحركات الأسعار

المنهج الثاني

- يجمع بين وكلاء معنويات المستثمرين الضمنية والصريحة *implicit and explicit sentiment proxies* والتي تشكل وكيل المشاعر المركب .

المنهج الثالث

قياس المعنويات

قياس المعنويات	الدراسة
مؤشر المستثمر الذكي.	Lee et al. (2002)
نسبة الأسهم المرتفعة إلى الأسهم المنخفضة، نسبة الارتفاع إلى الانخفاض، هامش القروض، البيع على المكشوف، معدل الفائدة قصيرة الأجل، نسبة خيارات الشراء، تدفقات صناديق المشتركة، الاكتتابات الأولية، عوائد الاكتتابات الأولية في يوم الأول، خصومات صناديق المغلقة، التوقعات الشهرية لعوائد أسواق السلع، نسبة التقلب المتوقع إلى التقلب الحالي.	Brown and Cliff (2004)
نسبة حجم تداول خيارات الشراء، نسبة الفائدة لخيارات الشراء، مؤشر ARMS، بيانات مسح الخاصة بالجمعية الأمريكية للمستثمرين الأفراد، مؤشر ذكاء المستثمرين.	Wang et al. (2006)
مؤشر ثقة المستهلك.	Schmeling (2009)
نفس المؤشرات المستخدمة في دراسة Baker and Wurgler.	Kurov (2010)
حجم التداول.	Chuang et al. (2010)
نسبة السعر إلى العائد PER، حجم التداول، معدل الدوران، خصم صناديق المغلقة، مبالغ حسابية الجديدة، مؤشر VIX.	Zhu (2012)
نسبة الأسهم المتقدمة إلى الأسهم المنخفضة، نسبة عدم توازن الشراء والبيع، توزيعات الأرباح، نسبة الحقوق الملكية إلى الديون، تدفق الأموال، التغيير في هامش القروض، عدد الاكتتابات الأولية، نسبة حجم تداول خيارات الشراء، حجم التداول، تقلبات حجم التداول.	Kumari and Mahakud (2015)
نسبة الأسهم المتقدمة إلى الأسهم المنخفضة، نسبة خيارات الشراء، عدد الاكتتابات الأولية، PER، معدل الدوران، حجم التداول، صافي تدفق صناديق الاستثمارية المشتركة.	Pramod and Puja (2016)





دراسة قياسية

أثر جائحة كورونا وتقلبات أسعار النفط على
معنويات المستثمرين الأمريكيين خلال الفترة 2020-2022





متغيرات الدراسة

المتغيرات المستقلة

- خام غرب تكساس WTI
- متغير كوفيد 19 (الإصابات الجديدة)

المتغير التابع

معنويات المستثمرين:

- المعنويات الصاعدة والهابطة الصادرة عن الرابطة الأمريكية للمستثمرين الأفراد AAI

للفترة الممتدة ما بين 2020-01-01 إلى 2022-01-21.



■ اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

حسب اختباري دكي فولر المطور وفيلبس بيرون ، اتضحت النتائج أن السلاسل الزمنية للمتغيرات ليست مستقرة عند المستوى وتحتوي على جذر وحدوي وبالتالي فهي غير متكاملة من الدرجة (0)، وبإجراء فروقاتها من الدرجة الأولى ، أشارت النتائج إلى وجود استقرارية لجميع المتغيرات محل الدراسة.

□ نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسن

Date: 01/29/22 Time: 17:48
Sample (adjusted): 6 109
Included observations: 104 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: SENTBULLISH OIL COVID-19
Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.199303	35.25303	29.79707	0.0106
At most 1	0.086950	12.13661	15.49471	0.1505
At most 2	0.025406	2.676336	3.841466	0.1018

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.199303	23.11642	21.13162	0.0260
At most 1	0.086950	9.460273	14.26460	0.2498
At most 2	0.025406	2.676336	3.841466	0.1018

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values



تقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM

✓ تظهر نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ، أن معامل تصحيح الخطأ الذي يعبر عن قوة جذب نحو التوازن في المدى الطويل **سالبة ومعنوية**، وهذا ما يفسر صلاحية نموذج ECM في تفسيره للعلاقة وتأكيده لنتائج اختبار جوهانس، وبناء على ذلك فإن الانحراف الفعلي لمعنويات المستثمرين الأمريكيين في المدى القصير في الفترة $t-1$ عن العلاقة التوازنية في المدى الطويل يصحح شهريا بمقدار 9%

D(sent)	Error Correction
-0.0934**	CointEq1
-0.1522**	D(sent(-1))
0.0134**	D(oil(-1))
-0.0403**	D(covid19(-1))
-0.0026***	C
0.1296	R-squared
89182.	F-statistic



اختبار السببية بين متغيرات الدراسة

أسفرت نتائج السببية 
VEC Granger Causality/Block Exogeneity
Wald Tests

وجود علاقة سببية ذات اتجاهين بين كل من خام غرب
تكساس ومؤشر معنويات المستثمرين الأمريكيين

توجد علاقة سببية من جانب واحد تتجه من
الحالات الجديدة للكوفيد19 إلى المعنويات



آثار الصدمات وتحليل دالة الاستجابة

- ❖ يترتب عن حدوث صدمة هيكلية موجبة في سعر النفط أثر موجب في المعنويات خلال كامل فترة الاستجابة، وذلك يعني أن الزيادة في أسعار الخام تكساس بمقدار 1% يؤدي إلى ارتفاع في معنويات المستثمرين الأمريكيين بمقدار 0.05% في الفترة الثانية،
- ❖ وفيما يخص الحالات الجديدة للكوفيد 19، فإن حدوث صدمة موجبة فيها يترتب عليها أثر سالب في المعنويات خلال فترة الاستجابة، أي أن الزيادة في الحالات المؤكدة لفيروس كورونا يؤدي إلى انخفاض في معنويات المستثمرين الأمريكيين.



الختامة:

ومن النتائج السابقة لاختبار العلاقة بين سعر النفط والحالات الجديدة لكوفيد19 ومعنويات المستثمرين الأمريكيين، يتضح ثبوت تلك العلاقة (أي صحة فرضية الدراسة) في الأجلين الطويل والقصير. أي أن انتشار فيروس كورونا المستجد وتقلبات سعر النفط الخام كان لهم دوراً أساسياً في معنويات المستثمرين الأمريكيين من خلال التأثير على ثقة المستثمرين في أساسيات الاقتصاد المحلي والبيئة الاقتصادية الدولية.



نتائج الدراسة



- ❖ وجود علاقة تكامل مشترك بين معنويات المستثمرين وسعر النفط والحالات الجديدة لكوفيد19، مما يعني أن المتغيرات تتحرك معاً في المدى الطويل؛
- ❖ تظهر نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ، وجود أثر سلبي لحالات الجديدة المؤكدة على المعنويات المستثمرين في الأجل القصير، بينما توجد علاقة ايجابية بين مؤشر ثقة المستثمرين وسعر النفط؛
- ❖ بينت نتائج اختبار سببية جرانجر لنموذج VAR وجود علاقة سببية تبادلية بين كل من مؤشر معنويات المستثمرين وسعر النفط، ووجود علاقة سببية في اتجاه واحد من الحالات الجديدة لكوفيد 19 إلى معنويات المستثمرين؛
- ❖ إن حدوث صدمة هيكلية موجبة في سعر النفط له أثر موجب في المعنويات خلال كامل فترة الاستجابة، بينما حدوث صدمة موجبة في عدد حالات كوفيد 19 يترتب عنها أثر سالب في المعنويات خلال فترة الاستجابة





❖ بناء على النتائج السابقة للدراسة نوصي بالاهتمام بسلوك المستثمر بصفة خاصة وبالمالية السلوكية بصفة عامة، الأمر الذي يحسن أداء البورصات والذي بدوره ينعكس إيجاباً على الاقتصاديات، وكذا ضرورة القيام بحملات **التثقيف المالي** من قبل هيئات الإشراف على البورصات وصانعي السياسات. هذا بالتركيز أكثر على تأثير تقلبات وصددمات أسعار النفط على معنويات المستثمرين، من خلال اتخاذ تدابير مختلفة **وتبني سياسات** تساعد في التعامل مع مخاطر ارتفاع وانخفاض أسعار النفط على المدى الطويل وال المدى القصير.



شاكرين حسن اصغائكم

Merci Pour Votre Attention

Thank You For Your Attention

المدخلات الثانية

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

عنوان المداخلة

تأثير الذكاء العاطفي على اتخاذ القرار المالي

الملتقى العلمي الدولي الافتراضي حول: المالية السلوكية بين
النظرية والتطبيق - 02-03 أفريل 2022

من إعداد: د / تارزي آمنة

المقدمة

تميل نظرية التمويل التقليدية إلى تجاهل تأثيرات العواطف لأنها تفترض أن الناس يتصرفون دائما بعقلانية، بينما تظهر الأبحاث التجريبية الناشئة في التمويل السلوكي أن المشاعر تلعب دورا في اتخاذ قرارات المستثمرين وأن علم النفس الفردي يؤثر على تسعير الأصول، تبحث هذه الورقة في دور العواطف في صنع القرار للوكلاء الاقتصاديين مع تحليل دور تعزيز العواطف في قرارات الاستثمار، باستخدام نهج توضيحي نوعي، كما تنظر الدراسة في ارتباط العواطف بمفاهيم التمويل السلوكي، مثل تأثير التصرف أو تحيز التعلق، وتناقش كيف تساهم المشاعر في تفسير هذه السلوكيات غير العقلانية التي لوحظت في الدراسات التجريبية للأسواق المالية

من خلال ماسبق جاءت هذه الورقة البحثية لتعالج الإشكالية التالية:

الإشكالية

كيف يؤثر الذكاء العاطفي على اتخاذ القرار
المالي؟

أهداف الدراسة: نسعى من خلال هذه الدراسة الى تحقيق جملة من
الأهداف نذكر أهمها فيما يلي:

-تحليل مفهوم الذكاء العاطفي باعتباره مفهوم حديث نسبيا؛

-تحليل دور العواطف في تفسير السلوك المالي؛

هيكل الدراسة

المحور الأول: التأسيس النظري للذكاء العاطفي؛

المحور الثاني: نماذج الذكاء العاطفي؛

المحور الثالث: أهمية الذكاء العاطفي في صناعة

القرارات المالية؛

المحور الرابع: دور الذكاء العاطفي في اتخاذ القرار

المالي؛

1. التأسيس النظري للذكاء العاطفي

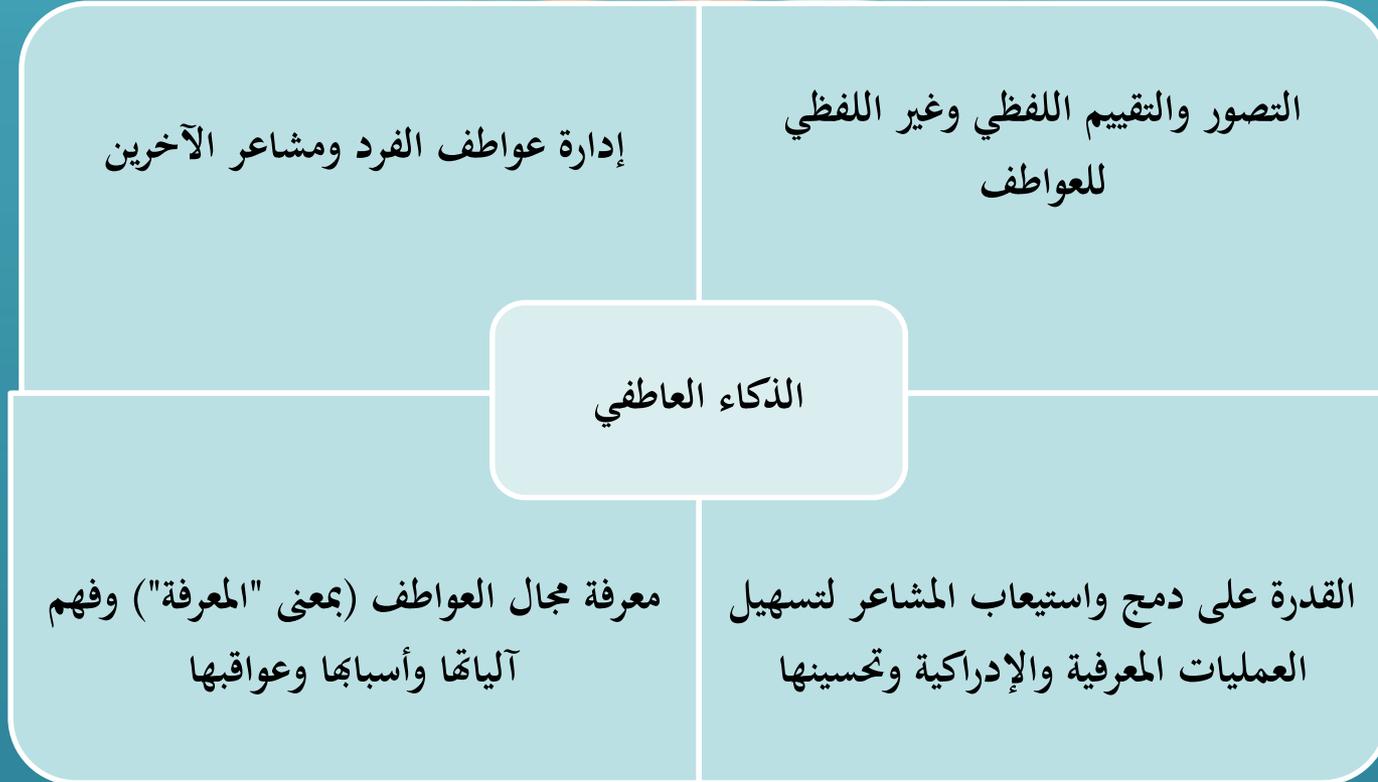
-ويعد الذكاء العاطفي نقطة تقاطع الإدراك والعواطف، حيث أن الأفراد يختلفون في قدرتهم على معالجة المعلومات ذات الطبيعة العاطفية وقدرتهم على ربط هذه المعالجة العاطفية بالإدراك العام، وقد تضمن نموذج ماير وسالوفي ثلاث عمليات عقلية رئيسية هي:

*تقييم والتعبير عن العواطف(مشاعر الفرد وتلك الخاصة بالآخرين)،

*القدرة على تنظيمها،

*معرفة كيفية استخدامها لتسهيل العمليات المعرفية.

مفهوم الذكاء العاطفي عند Mayer et Salovey



2. نماذج الذكاء العاطفي

1.2. نموذج "ماير وسالوفي" للذكاء العاطفي

الإدارة العاطفية	الفهم العاطفي	الاستيعاب العاطفي	الإدراك العاطفي
<ul style="list-style-type: none">• ثم تتطور الأفكار والقدرات التي تؤدي إلى نموذج القدرة العاطفية والذهنية والفكرية للفرد مما يؤدي إلى نمو ذلك الفرد الشخصي,	<ul style="list-style-type: none">• تتم الإشارة إلى أن الفرد قد استوعب الإشارات العاطفية المتعلقة بفهم العلاقات بين المشاعر وتطبيقاتها,	<ul style="list-style-type: none">• تدخل المشاعر النظام الذهني والإدراكي للفرد كمؤشر على تأثيرهما على قدراته الذهنية والإدراكية,	<ul style="list-style-type: none">• يتم إدراك المشاعر والتعبير عنها في تلك المرحلة
<ul style="list-style-type: none">• ثم يأتي دور تشجيع الإدارة العاطفية ذلك الفرد أن يكون لكل المشاعر	<ul style="list-style-type: none">• ثم بعد ذلك ينتقل إلى مرحلة تطبيق المشاعر العاطفية	<ul style="list-style-type: none">• ثم بعد ذلك يقوم الفرد بإدراك المشاعر العاطفية والمعلومات المتصلة به	<ul style="list-style-type: none">• ثم يبدأ الفرد في الإحساس بتلك المشاعر وتبدأ في التأثير على الإدراك

2. نماذج الذكاء العاطفي

□ 2.2. نموذج بار أون للذكاء العاطفي

المكونات الفرعية	الأبعاد
الاهتمام والوعي العاطفي بالنفس، التوكيدية، الاستقلالية، الواقعية، إدراك الفرد لقدراته و(تحقيق الذات) لإمكاناته واقعيا	الذكاء الشخصي
التعاطف مع الآخرين، المسؤولية الاجتماعية، العلاقات القائمة بين الفرد والآخرين في المجتمع	الذكاء البين-شخصي
دراسة الواقع والظروف البيئية، المرونة في التعامل مع الآخرين، حل المشكلات بمنطقية ومهارة	القابلية للتكيف
التسامح والتحكم في رد الفعل وضبط الاندفاع	إدارة الضغوط
التفاؤل والسعادة	الحالة المزاجية العامة

2. نماذج الذكاء العاطفي

3.2. نموذج دانيال جولمان للذكاء العاطفي

الكفاءات الاجتماعية	الكفاءات الشخصية	الأبعاد
الوعي الاجتماعي، التعاطف (التفهم)، وتلبية المطالب والخدمات، الوعي التنظيمي، وتوجيه الخدمة	الوعي بالذات، ويشمل الوعي العاطفي بالذات، التقييم الشخصي الواقعي لها، الثقة بالنفس	الإدراك
إدارة العلاقات (المهارات الاجتماعية) وتشمل: التأثير على الآخرين، التواصل، إدارة الصراع، أساليب القيادة، إدارة التغيير، بناء العلاقات، العمل الجماعي والتعاون	إدارة الذات، وتشمل: ضبط الذات والتحكم فيها، وكون الفرد جديرا بالثقة، التكيف مع الظروف، العمل على تحقيق الأهداف، القدرة الإبداعية، والإنجاز والمبادرة	الضبط

3. أهمية الذكاء العاطفي في صناعة القرارات المالية

1.3. أثر علاقة الذكاء العاطفي بالسلوك المالي

2.2. المتغيرات المؤثرة على جودة اتخاذ القرار المالي



3. أهمية الذكاء العاطفي في صناعة القرارات المالية

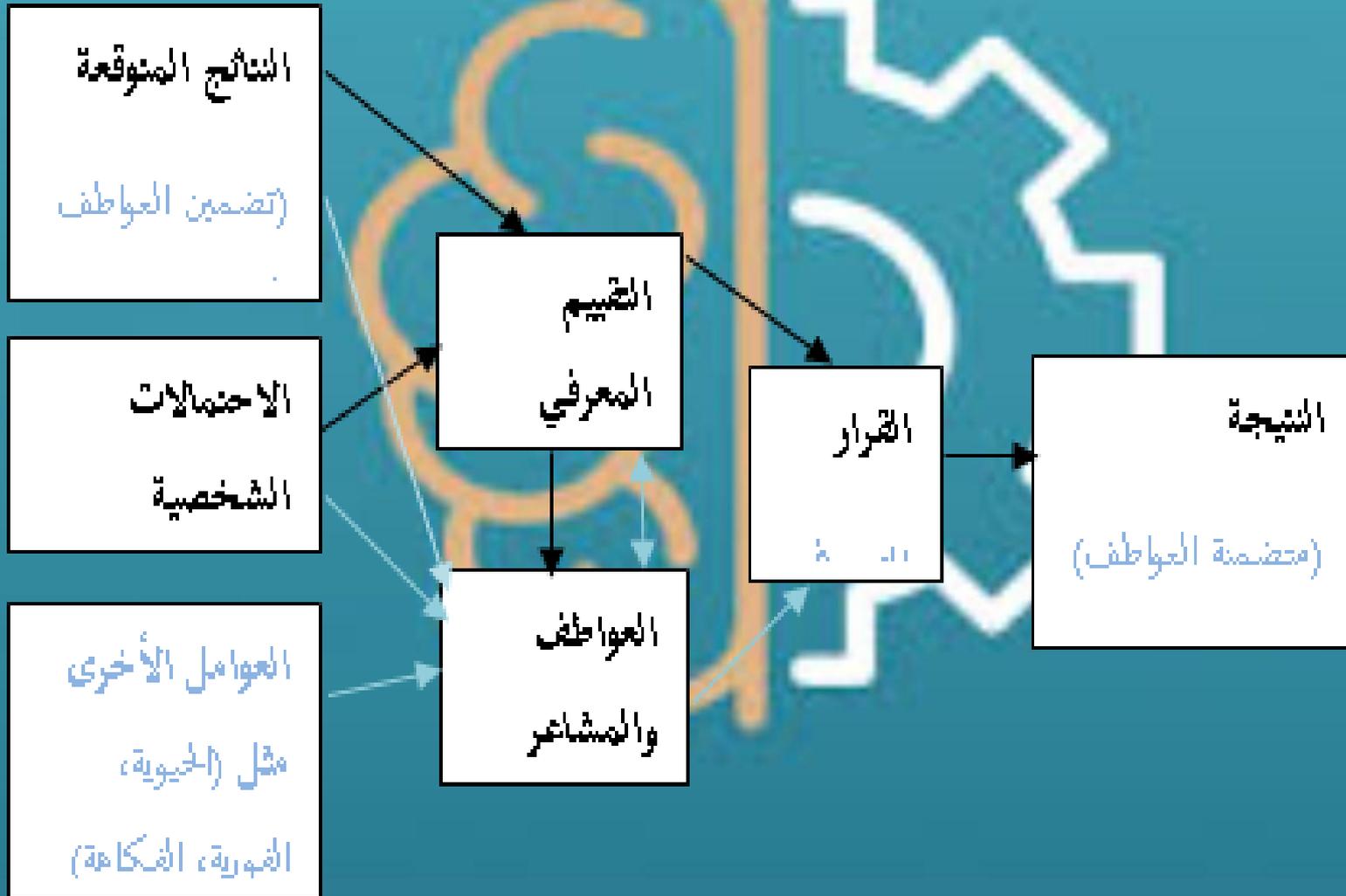
2.3. اختبار الكفاءة والسلوك المالي

2.2. المتغيرات المؤثرة على جودة اتخاذ القرار المالي



4. دور الذكاء العاطفي في اتخاذ القرار المالي

تأثير الذكاء العاطفي على اتخاذ القرار المالي



الخاتمة

خلصت الدراسة إلى أن تقاطع الذكاء العاطفي واتخاذ القرارات المالية أمر بالغ الأهمية لمعالجة اتخاذ القرارات المالية المناسبة وانطلاقاً من تحليل المالية السلوكية والذكاء العاطفي توصلنا إلى مجموعة من النتائج نذكرها كما يلي :

- يتميز مفهوم الذكاء العاطفي بالحدثة النسبية؛
- تصميم عدد كبير من نماذج الذكاء العاطفي ساهمت إبراز أهميته ودمجه في مختلف المجالات؛
- الذكاء العاطفي هو الكفاءة الرئيسية لمعظم الأدوار في صناعة الخدمات المالية، ولكن الأمر يستغرق وقتاً لتضمينه في ثقافة الشركة؛
- يتطلب الذكاء العاطفي تدريباً، نظرياً وعملياً، ويجب تعزيزه بقيم الشركة ومراجعة درجة وسلوكيات الشركة، ومع ذلك، فإن الفوائد تستحق العناء على المدى الطويل؛
- أن ردود الفعل العاطفية لا يتم التعبير عنها دائماً ، خاصة وأن الشهادات تقع في نهاية قرار التمويل؛
- تأثر الخصائص الوظيفية المختلفة مثل مستوى الخبرة، والتدريب والوصول إلى الأدوات على عمليات صنع القرار؛
- العواطف هي مصدر العديد من التحيزات التي تؤثر على عملية صنع القرار المالي؛
- لا تستطيع العقلانية الآلية وحدها أن تفسر اختيارات المستثمرين ، لأنها تتجاهل دور العواطف والقيم؛
- لا يمتلك الأفراد فهماً كافياً لمفاهيم احتمالية المخاطر ويميلون إلى التقليل من تعرضهم لها؛
- يفشل المستثمرون المفرطون في التفاؤل في اتخاذ الخطوات اللازمة لتقليل المخاطر؛
- يلتبس الغموض كيفية توظيف الذكاء العاطفي في القطاع المالي وخصوصاً عند عملية اتخاذ القرارات المالية الهامة مما يجعل الاعتماد عليه يثير بعض المخاوف من عدم النجاح

التوصيات

- ضرورة توظيف فريق مالي يتمتع بأفضل مزيج من المهارات والقدرات، بما في ذلك الذكاء التحليلي والعاطفي؛

- يمكن للمخطط المالي جعل العملاء على دراية بأسوأ سيناريو من أجل أن يكون قادرا على تحقيق التوازن بين رؤيته المفرطة في الحماس؛

- تزويد العملاء بإحصائيات واقعية أو دراسات حالة قريبة من الواقع، مما يؤدي ذلك إلى تحريكهم من خلال الوعي؛

- ضرورة اعتماد منهجا موحدًا للطريقة التي يمكن أن تؤثر بها ردود الفعل العاطفية على قرارات المستثمر عن طريق الإعلان عن تأثير الإقناع وعبر نظام مزدوج لاتخاذ القرار، سواء تم تشغيلها عن طريق تفعيل القيم أم من خلال الحالة المزاجية؛

التوصيات

-تركيز الانتباه تباعا على كل نموذج ومفهوم ونظرية مقدمة من أجل التحقق من مزايا تطبيقها على الحالة المحددة في التمويل السلوكي ويمكن أن يعتمد هذا العمل التأكيدي على البيانات النوعية من المقابلات مع صناع الخدمات المالية كذلك من أجل زيادة صلاحيتها الخارجية. يمكن إجراء هذه المقابلات في وقت جمع التبرعات وتعبئة الأدوات لقياس ردود الفعل العاطفية النفسية.

شكراً على حسن

الإصغاء والمتابعة

المداخلة الثالثة

جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
الملتقى الدولي حول:
المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق
يوم: 2 و 3 أفريل 2022

مداخلة بعنوان:

نقد فرضية كفاءة الأسواق المالية في ضوء نظرية المالية السلوكية.

د. بلقاسم كحلولي احلام

جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة

د. سلامات عقيلة

جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة

مقدمة:

ركزت النظرية المالية النيوكلاسيكية على تحليل ودراسة نشاط الأسواق المالية بناء على نماذج تنطلق من الإيمان المطلق بعقلانية الأعوان الاقتصاديين، ووفق هذا المنظور فإن هؤلاء الأعوان قادرون على اتخاذ القرارات انطلاقا من تحليل المعلومات الواردة إليهم بشكل صحيح، من خلال القيام بحسابات رياضية دقيقة ومعقدة، حيث يعد التحليل الرياضي للظواهر الاقتصادية ركيزة أساسية للنظرية الاقتصادية النيوكلاسيكية، والنظرية المالية الحديثة على وجه الخصوص.

بناء على ذلك شهد نشاط الأسواق المالية توسعا كبيرا وتطورا هائلا في أساليب الإبداع والتجديد المالي في ظل مجموعة من الثوابت والمسلمات المالية، حيث شكلت فرضية كفاءة الأسواق المالية جوهر هذه المسلمات، وحجر الزاوية في نشاط الاسواق.

لكن الطابع الدوري والغير مستقر للأسواق المالية، وردود الفعل اللاعقلانية للمستثمرين اتجاه قوى السوق، و عدم قدرة الاقتصاد على امتصاص الصدمات الخارجية، أدى إلى التراكم المزمّن للاختلالات و حدوث تشوهات عميقة للنظام المالي وأصبحت الفقاعة المالية تمثل الطابع الدائم للنظام، وقد انتهت بالانفجار مما أعطى ضربة قاتلة لشرعية القاعدة النظرية القائمة على فرضية الكفاءة .

الإشكالية:

شكلت هذه التشوهات التي عرفتها الأسواق المالية، والتي أدى تراكمها إلى انفجار أزمات عميقة في كثير من الأحيان، منطلقاً لرواد نظرية المالية السلوكية لنقد وإثبات خطأ ثوابت ومسلمات النظرية المالية الحديثة، بما في ذلك فرضية كفاءة الأسواق المالية.

بناء على ذلك، نطرح الإشكالية الآتية:

ماهي الدلائل النظرية التي قدمتها نظرية المالية السلوكية لإثبات عدم واقعية فرضية كفاءة الأسواق المالية؟

أولاً- فرضية كفاءة الأسواق المالية في جوهر النظرية المالية الحديثة

1- مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

يقصد بكفاءة السوق المالي مدى استجابة الأصول المالية في السوق المالي على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين على مستوى السوق من شأنها تغيير نظرتهم عن الجهة المصدرة لهذه الأصول المالية وكذلك حول أسعارها.

المقومات الرئيسية للكفاءة المعلوماتية :

- تطابق أسعار الأصول المالية مع قيمتها الأساسية،
- عدم القدرة على التنبؤ بالعوائد ،
- إهمال التشوهات المفترضة.

2- مستويات كفاءة الأسواق المالية:

أ - الصيغة الضعيفة للكفاءة : ويقصد بها أن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما حدث من تغيرات على سعر الأصل المالي وعلى حجم المعاملات التي جرت في الماضي لها انعكاساتها على الأسعار الحالية، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار أي أن دراسة الماضي للتنبؤ بالمستقبل هي عملية عديمة الجدوى.

ب - الصيغة المتوسطة للكفاءة : تشير إلى أن الأسعار الحالية للأصول المالية لا تعكس كافة المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور ولا التوقعات التي بنيت على أساس هذه المعلومات، و منه فإن القيام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات لن يساعد المستثمر على تحقيق أرباح غير عادية إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لبقية المتعاملين .

ج - الصيغة القوية للكفاءة : وتعني أن تعكس الأسعار الحالية وبصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة، وبالتالي لن يحصل أي مستثمر على ميزة تحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية .

ليكون السوق كفاء يجب أخذ بعين الاعتبار :

• سرعة الحصول على المعلومات الجديدة (إعلان عمليات اندماج ، إصدار أسهم جديدة ،

ارتفاع أرباح الأسهم..... الخ) .

• القدرة على تعديل الأسعار السوقية بناء على المعلومات الجديدة .

ويستلزم هذا التسلسل شرطين هما :

• القدرة على عزل الحدث المتمثل في انتشار المعلومات الموجهة وتأثيرها على الأعوان

الاقتصادية،

• معرفة التاريخ الدقيق الذي يتم فيه إعلان المعلومات الجديدة على مستوى السوق .

2- نتائج كفاءة الأسواق المالية:

- السوق ليس له ذاكرة: أظهرت الدراسات العلمية أن السوق يعاني من مرض فقدان الذاكرة بمعنى آخر فإن تحليل الأسعار الماضية لا يسمح بإعطاء نظرة عما ستكون عليه الأسعار المستقبلية،
- الثقة الكاملة في السوق: نظرا لكون المعلومات المتوفرة تدخل بشكل كامل في تكوين الأسعار فإن المستثمرين مجبرين على وضع ثقة كاملة في السوق من أجل التقييم الجيد لمختلف الأسهم التي تصدرها المؤسسات،
- غياب الوهم المالي: يستثني نموذج الكفاءة أي تأثير يمكن أن ينعكس على سلوك المستثمرين أو المعطيات المحاسبية (تسيير النتائج)، أو بعض العمليات المالية (إعادة شراء الأسهم، توزيع الأسهم المجانية غير المكتتبة....الخ) والتي لا تؤدي إلى خلق القيمة حيث لا يأخذ المستثمرون في تقييم المؤسسة بعين الاعتبار إلا التدفقات النقدية المستقبلية فقط).

- غياب علاوة التحكيم : هناك عدد من العلاوات لا يمكن أن تتواجد على مستوى السوق الكفاء مثل (علاوة المردودية ، علاوة المديونية ، علاوة الرفع المالي)، من جهة فان السوق يفضل نموذج المؤسسة الصافية " La firme pure " أي غير المتنوعة النشاطات، وبالتالي هي قادرة على توفير أفضل مردودية، ومن جهة أخرى ترشيد الاستدانة واستعمال تقنية الرفع في ظل غياب الميزة الجبائية في استعمال الديون كمصدر للتمويل،
- قابلية الإحلال التام بين الأسهم : بما أن السوق يدمج المعلومة بشكل كامل في تكوين الأسعار، وبما أن المستثمر يأخذ بعين الاعتبار الثنائية (مردودية - خطر) فان سعر السهم لابد أن يعدل انطلاقا من وجود علاوة الخطر (وليس على أساس التوازن بين العرض و الطلب)، هذا الطلب الذي يتميز بمرونة كبيرة جدا بالنسبة للأسهم بحيث أنه في حالة بيع كميات كبيرة لا يحدث انخفاض في قيمتها على مستوى السوق،

- أولوية المعلومة المالية بالمقارنة مع المعلومة المحاسبية: على مستوى السوق المالي حيث يتم الإدماج الكامل للمعلومة فان الأسعار السوقية بصفة خاصة وكل المعطيات التي ينتجها السوق بصفة عامة (معدلات الفائدة، معدل الصرف، خيارات، مستقبليات الخ) تمثل أفضل المؤشرات التي يتم استعمالها في اتخاذ قرار معين بشأن مستقبل المؤسسات و هنا تبرز أولوية المعلومة المالية (تغيرات أسعار الأسهم والسندات) مقارنة بالمعلومة المحاسبية لأن القيمة السوقية لا يدخل في تكوينها المعطيات المحاسبية فقط بل مجموعة من المتغيرات الخارجية بالنسبة للمؤسسة (تغير معدلات الفائدة ، معدلات الصرف ، أسعار المواد الأولية الخ

ثانيا- المالية السلوكية ونقد فرضية الكفاءة في النظرية المالية الحديثة

1- مبادئ نظرية المالية السلوكية:

تركز نظرية " المالية السلوكية " على نقد الفرضيات التي قامت عليها النظرية المالية الحديثة وخاصة فرضية الكفاءة القائمة على أساس تماثل المعلومة لدى جميع المستثمرين و السلوك العقلاني للأعوان الاقتصادية، حيث أظهر الواقع وجود تأثير لا يمكن إغاؤه لعدد كبير من المستثمرين غير العقلانيين، بالإضافة إلى الطابع المخطر لعملية التحكيم وعدم قابلية الإحلال الكامل بين المحافظ المالية، وهذا ما يغذي التقلبات التي تعرفها معدلات المردودية، و تعكس وجود عدد كبير من المؤثرات المستقلة التي تشكل خطر السوق وتؤثر على مردودية الأصول المالية، وعلى هذا الأساس فإن المالية السلوكية تقوم على فرضيتين أساسيتين:

الفرضية الأولى : بعض المستثمرين لا يتمتعون بالسلوك العقلاني حيث يتأثر طلبهم على الأصول المالية بالتخمينات والتصورات الفردية التي لا تقوم بالضرورة على الأسس الاقتصادية الموجودة .

الفرضية الثانية: حتى النشاطات التي تقوم بها المجموعة الصغيرة من المستثمرين العقلانيين لا يمكن أن تخلو من الخطر، وبالتالي تكون هذه النشاطات ضعيفة الكفاءة.

2- دلائل عدم واقعية فرضية كفاءة الاسواق المالية حسب نظرية المالية السلوكية:

فرضية التوقعات العقلانية:

تنص فرضية التوقعات العقلانية على وجود نوع من التوافق بين الأعوان الاقتصادية حول المحددات الأساسية لقيمة السلعة محل التداول، حيث أنه نظرا لتوفر شروط تنظيمية جماعية فإن الأسعار التي تتحدد على مستوى السوق تعكس القيمة الحقيقية للسلع المتداولة، وبما أن توقعات الأعوان الاقتصادية هي توقعات عقلانية فإن السعر الملاحظ لا يشكل أحسن تقدير ممكن لقيمة السلعة فقط، بل أن هذا السعر لا يمكن أن يتأثر بأي تغيرات محتملة والتي تلغي بعضها البعض.

لكن التجربة الميدانية أظهرت وجود مجموعة من المستثمرين يطلق عليهم مجازا اسم "المستثمرين المشاغبين noise traders" لأن توقعاتهم لا تقوم على أي اعتبارات منطقية وتعتمد فقط على الشائعات، وهو ما يؤدي إلى تفاقم التصرفات غير العقلانية للأفراد و التي تحكمها ثلاث قواعد رئيسية هي:

- الاستدلال بالتمثيل L' heuristique de représentativité : كلما كان (أ) يمثل (ب) كلما أدى ذلك إلى ارتفاع الاحتمال المشترك بينهما، والذي يتم وضعه من طرف الأفراد،
- الاستدلال بالترسيخ L' heuristique d'ancrage : يميل الأفراد إلى بناء تقديراتهم انطلاقاً من قيمة ابتدائية يتم تعديلها من خلال اتخاذ القرارات النهائية،
- الاستدلال بالوفرة L' heuristique de disponibilité : حيث يقوم الأفراد انطلاقاً من هذا المبدأ بتقييم الاحتمال المشترك لوقوع حدث معين على أساس تصور خاص موجود في أذهانهم .

التحليل الاقتصادي لتشوهات الأسعار والأرباح والسلاسل الزمنية :

تمكنت الدراسات من حصر مجموعة من التشوهات الاقتصادية التي تؤثر على الكفاءة ومنها:

• **أثر الشركات الصغيرة :** فرغم ارتفاع معدلات المردودية للشركات الصغيرة مقارنة بالشركات الكبرى، إلا أن هذه الميزة لا يتم استغلالها حيث ترتفع تكلفة المعاملات المرتبطة بعمليات البيع و الشراء بسبب ضعف الرسملة .

• **الآثار الموسمية :** تفسر هذه الآثار الاختلاف الواضح بين العوائد اليومية والأسبوعية و الشهرية والسنوية.

• **التسيير بالمؤشرات وعدم قابلية الإحلال الكامل بين الأسهم :** تعتبر معظم المؤشرات الكبرى (CAC40 ,Dow Jones , S&P) جد حساسة لميولات و توجهات المستثمرين والأطراف التي تقوم بتسيير المحافظ المالية، مما يؤثر على إعادة إنتاج ربحية هذه المؤشرات،

• **تأثير الدخول إلى البورصة :** إن تقييم أصل معين بأقل من قيمته أثناء الدخول في البورصة ينعكس على ارتفاع معدل المردودية قصير الأجل على مستوى السوق، أما على المدى الطويل فتصبح هذه الأسهم أقل ربحية مقارنة بالسوق .

• **تنامي تقلبات الأسواق المالية :** الناجم السلوك غير العقلاني للسوق، وهذا ما يعكس التباين بين الأسعار السوقية والقيمة الأساسية للأسهم.

تأثير العوامل النفسية على استقرار القيم المالية :

جاءت النظرية السلوكية لتشرح تأثير العوامل النفسية والاجتماعية على سلوكيات المستثمرين من خلال دراسة كيفية اتخاذ المستثمرين لقراراتهم وتأثير ذلك على السوق المالي،

تتميز أسعار الأسهم بحساسية عالية تبعا لسلوك الأعوان الاقتصادية الذين يتأثرون بتغيرات معدلات المدودية و علاوة الخطر، وذلك مهما كانت هذه التغيرات بسيطة. إذا كان سعر السهم (P) ، ومعدل المدودية (r) وقيمة القسط (D) ومعدل نمو طويل

$$r = \frac{D}{P} + g$$

المدى (g) تكون العلاقة بين هذه المتغيرات كما يلي:

بافتراض أن معدل المدودية الخالي من الخطر هو 9% و علاوة الخطر 2% و من المتوقع أن يكون معدل النمو 7% ، وقيمة القسط 4 أورو للسهم فإننا نحصل على سعر السهم $P = 100€$.

في حالة ما تغير معدل المدودية إلى 10.5% ، و طلب السوق المالي علاوة خطر 2.5% فان القيمة الأساسية للسهم سوف تنخفض لتصبح $P = 66.7€$.

يتبين لنا من المثال السابق أن الأسعار السوقية تعرف تغيرات جد معتبرة استجابة لتغيرات جد ضئيلة، و بالتالي فان سلوك الأعوان الاقتصادية هو بعيد على أن يكون سلوك عقلاني ، كما أن معدل النمو (g) ليس مضمون على المدى الطويل

التناقض بين الطابع القصير المدى للأسواق والأهداف الاستثمارية طويلة المدى:

يفضل كل من المدخرين و مسيري المحافظ المالية الحصول على المعلومات المالية والاقتصادية والمحاسبية بسرعة وبصورة منتظمة، ويعد هذا الأمر من أهم الانشغالات التي تواجهها المؤسسات المصدرة للأصول المالية، كما أنها تمثل جوهر مهمة هيئات السوق المالي التي تطلب من المصدرين إعلان كل المستجدات المهمة في أقصر وقت ممكن، وانطلاقاً من ذلك تظهر من جهة إشكالية السلوك القصير المدى " Le court termisme " الذي يفرض ضغوطاً على استراتيجية المؤسسة بضرورة الاتصال بصورة دائمة و متواترة خاصة فيما يتعلق بإعلان النتائج، و من جهة أخرى تتعرض المؤسسة لضغوط موازية تتعلق بضرورة القيام باستثمارات طويلة المدى لا تظهر نتائجها إلا بعد مدة طويلة . وهو ما يعكس في غالب الأحيان وجود فراغ استراتيجي و غياب عناصر الاتصال و تفضيل أساليب التسيير الغامضة و المعقدة، بحجة الاختباء وراء المدى الطويل أو وراء سر الأعمال، و هو ما نتج عنه سلسلة من الفضائح التي عرفتها أكبر المؤسسات الاقتصادية و المالية مثل: "Worldcom, Enron, Vivendi...."

الطابع الدوري للقيمة الأساسية:

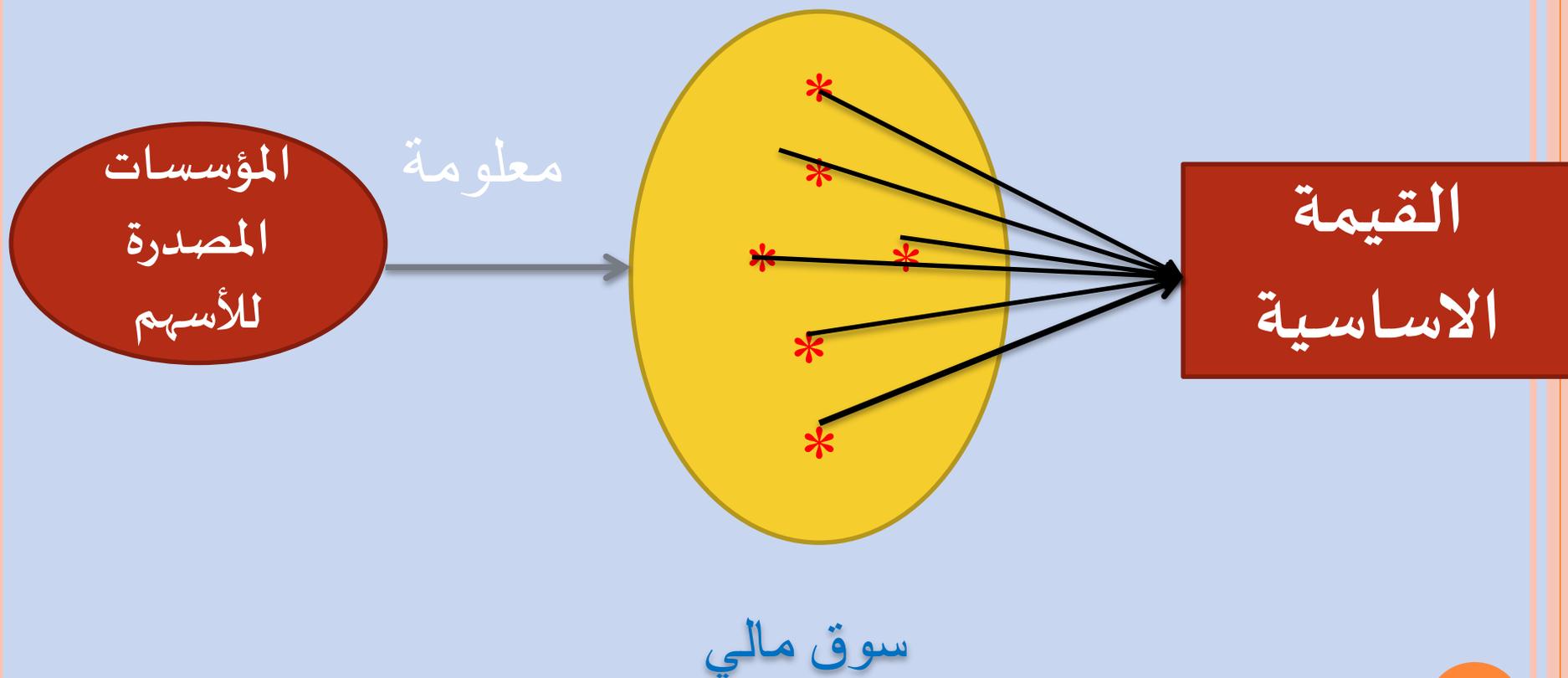
فأثناء فترات الأزمة يتم تقييم الأصول المالية بشكل سيء للغاية نظرا لصعوبة الحصول على المعلومة بسبب غموض الاتصال المالي بين المؤسسات، إضافة إلى الشك المرتبط بتعقيد المنتجات المالية في السنوات الأخيرة، و عليه فإن تحديد القيمة الأساسية لهذه الأصول لا يمكن أن يتم بشكل واضح و ملموس، وبالتالي فإن تحديد هذه القيمة خلال فترات الأزمة يتميز بصعوبة بالغة نظرا لاستحالة الرجوع إلى القيم السوقية التي لا تتمتع بالمصدقية اللازمة (إحلال mark to market محل mark to model) ، و لذلك يجب أن تؤخذ كل المعايير السوقية بعين الاعتبار في تحديد القيمة الأساسية وخاصة خطر السيولة الذي يصعب تقييمه في فترات الأزمة.

ثالثا- آلية تشكل الفقاعة المضاربة من منظور المالية السلوكية:

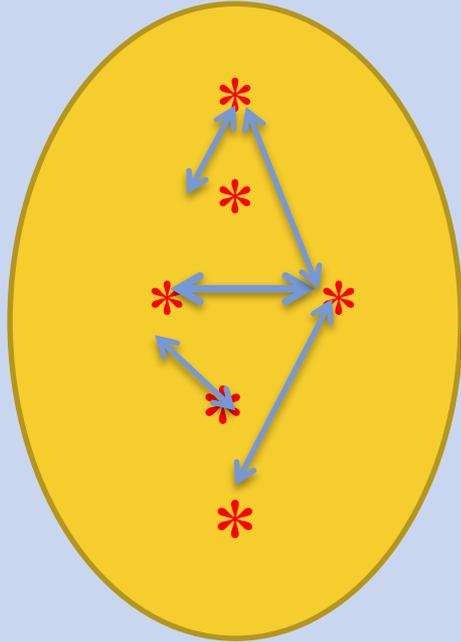
تقوم فرضية الكفاءة على قدرة السوق المالي على التوفيق بين التوقعات بالارتفاع والتوقعات بالانخفاض بشكل يمكن من الاقتراب من القيمة الأساسية " La valeur fondamentale " ، حيث يتلقى كل متعامل معلومة تمكنه من وضع تقدير فردي لقيمة السهم ويفترض أنه يبني تقديراته على المعلومة الخاصة المقدمة إليه فقط دون الاهتمام بالظروف الأخرى، أي أن المتعامل يكون داخليا في ترجمة عوامل الخطر. السوق

المالي

القيمة الأساسية



تفكير جماعي محض



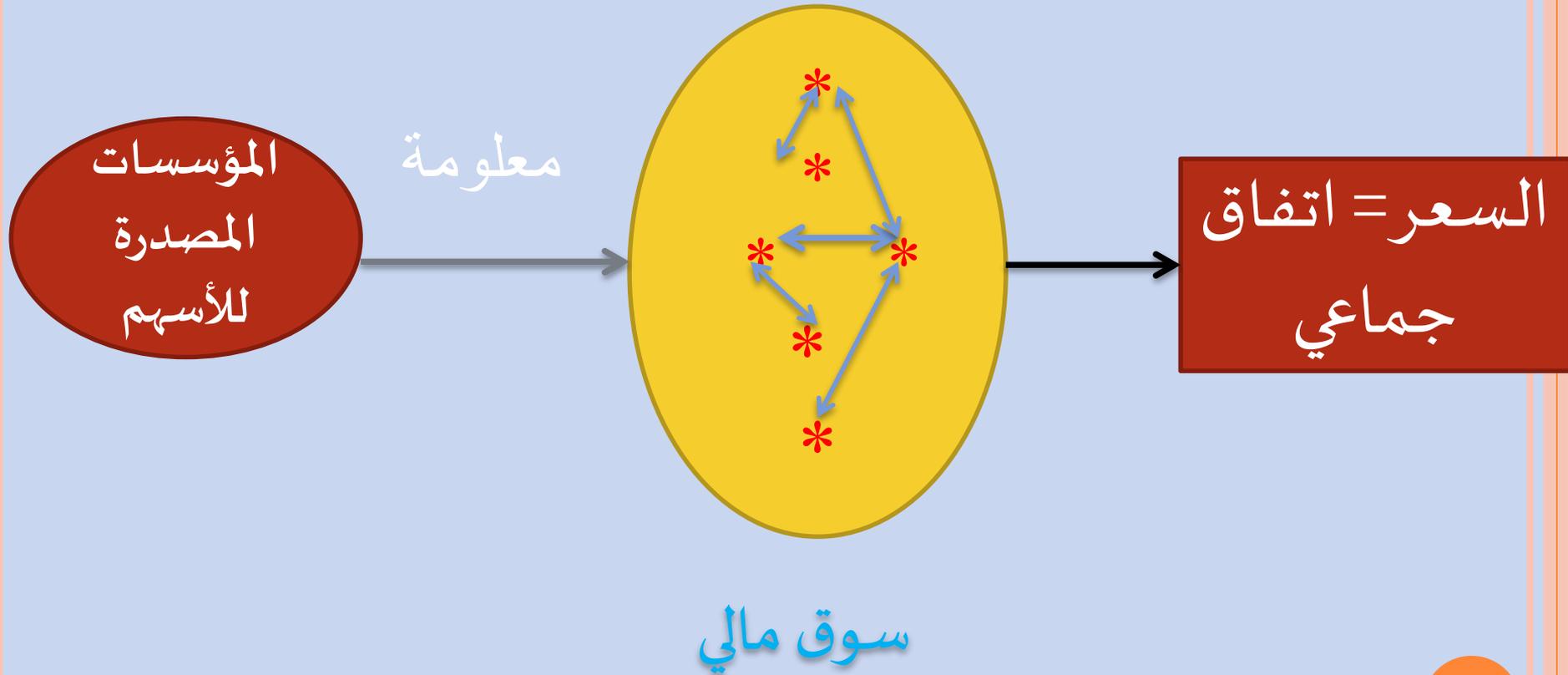
سوق مالي



السعر =
اتفاق جماعي



معلومة غير كافية وتفاعل بين آراء المتعاملين



خاتمة:

تؤكد النظرية السلوكية على أن الأمور في عالم الاسواق المالية لا تسير على أرض الواقع كما تصورته النماذج الكلاسيكية، حيث تسبب الاعتقاد الخاطئ بكفاءة الأسواق المالية و بعقلانية تصرفات الأعوان الاقتصادية في حدوث تشوهات و انحرافات عميقة و غير متوقعة في النظام المالي بسبب السلوك الإيمائي و القصير للمتعاملين الماليين و الاستعمال المكثف للمنتجات المعقدة وتقنيات الرفع المالي ما أدى إلى تزايد حدة التقلبات و ارتفاع مستوى الأخطار، من خلال تغذية التضخم المالي و اتساع حجم الفقاعة المضاربة، و قد أدت هذه التراكمات إلى انفجار أزمات مالية عنيفة هزت كيان النظام المالي العالمي، وتعد الازمة المالية العالمية لسنة 2008 دليلا واضحا على ذلك. وقد أثبت النظرية المالية السلوكية أن مقارنة فعالية الأسواق المالية التي تركز على فرضية التوقعات العقلانية غير صحيحة إلا في حالة السوق الكامل الذي يعبر عن حالة نظرية محضة لا يمكن أن تتحقق على أرض الواقع إلا بدرجات متفاوتة، وقد نجم عن ذلك:

- فشل العقيدة المالية القائمة على " كفاءة السوق " ما تسبب في تشويه المهمة الأصلية للسوق كوسيط في خدمة انتظارات الاقتصاد فيما يتعلق بتعبئة التمويل، وهو ما هيا الظروف لتراكم معتبر لوضعيات الخطر المؤدية للازمات؛
- ثقة عمياء في كفاءة الأسواق المالية في غياب نظام مالي متناسق ما تسبب في خلق وهم تحقيق الأرباح دون التعرض للأخطار و ترجم ذلك في شكل نشاطات مالية مضاربية ؛
- أدت السلوكيات الفردية السيئة ذات الطابع الإيمائي والقصير المدى تحت الاعتقاد بكفاءة السوق إلى تحقيق عدد كبير من المتعاملين معدلات مردودية متكونة من رقمين في حين أن معدل النمو الاقتصادي لم يتجاوز سقف الرقم الواحد؛
- يقوم الاستثمار في الأصول المالية على الثنائية (المردودية – الخطر)، لكن الإيمان المطلق بكفاءة السوق أدى إلى مضاعفة المردودية و إهمال المكونة الثانية ما تسبب بمضاعفة الأخطار المرافقة و التي بقيت مخفية و غير ظاهرة.

المداخلطة الرابعة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

السَّلَامُ عَلَيْكُمْ وَرَحْمَةُ اللَّهِ وَبَرَكَاتُهُ

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الملتقى الدولي الافتراضي الخاص بـ "المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق"

مدخل نظري إلى دور المالية السلوكية في إدارة المخاطر

من إعداد:

د. عمر حميدات

ط.د. حجربوة إلهام

ظهرت نظرية المالية السلوكية وتزامنت مع حدوث الأزمات المالية العنيفة والتشوهات والانحرافات في الأسواق المالية، فهي جانب حديث من العلوم المالية، يهتم بالأفراد وكيفية تجميعها للمعلومات وآلية استخدامها، ويهدف للفهم والتنبؤ بحركة الأسواق المالية بالاعتماد على الجوانب التطبيقية والنفسية والمتضمنة في قرارات الأفراد.

كما تعتبر نهجا جديدا ظهر حديثا في الأسواق المالية، جاءت ردا على الصعوبات التي واجهتها النماذج التقليدية من جهة، وإعادة تحديد المفهوم الدقيق والصحيح لسلوك الفرد العقلاني من خلال إدخال متغيرات جديدة تتعلق بالقضايا الاجتماعية، الإدراكية والعاطفية في فهم القرارات المالية والاقتصادية التي توصل إليها المستثمرون من جهة أخرى، لأنها تعتبر أن سلوكيات المستثمرين في الأسواق المالية هي سلوكيات طبيعية، وذلك على عكس النماذج التقليدية التي ترى بأن المستثمرين يتمتعون بالعقلانية.

وانطلقت المالية السلوكية في بناء نظريتها من انتقاد المبادئ التي كانت تعتمدها النماذج التقليدية، ثم قامت بإعادة صياغتها معتمدة على الجانب النفسي للمستثمرين، وباعتبار أن سلوك المستثمر هو محور عمل هذه النظرية فقد قدمت نماذج ونظريات تتأقلم مع مختلف سلوكيات المستثمرين، محاولة من وراء ذلك تحقيق المنفعة التي يريدها المستثمر، من خلال لعبها للدور الكبير في اتخاذ قراراته للموازنة بين رغباته والأحداث الواقعية وبالتالي مجارة المخاطر التي قد يتعرض إليها، فالأكيد أن الموازنة بين إدارة المخاطر وتحقيق أهدافه من خلال القرارات التي يتخذها يعزز من المكانة المالية لديه.

ونظرا لأهمية موضوع المالية السلوكية في إدارة المخاطر، وانطلاقا مما سبق تندرج إشكالية ورقتنا البحثية في السؤال التالي:

هل تؤثر التحيزات السلوكية للمستثمرين في قراراتهم بشأن إدارة مخاطر أصولهم المالية؟

مقدمة

المحور الأول: ماهية المالية السلوكية

المحور الثاني: نظريات المالية السلوكية

المحور الثالث: استخدام المالية السلوكية في إدارة المخاطر

خاتمة

مقدمة

المحور الأول: ماهية المالية السلوكية

المحور الثاني: نظريات المالية السلوكية

المحور الثالث: استخدام المالية السلوكية في إدارة المخاطر

خاتمة

1.

نشأة المالية السلوكية: كفرع من علم النفس الاجتماعي الذي يبحث في الجانب الإنساني لعملية اتخاذ القرار، بدأ البحث في هذا المجال في القرن الثامن عشر بأعمال مهمة مثل نظرية المشاعر الأخلاقية (1759)، ثروة الأمم (1776) لآدم سميث، في الستينات والسبعينات وجد علماء النفس العديد من التحيزات والقيود على الموارد المعرفية، وبدأ العديد منهم بفحص القرارات الاقتصادية، فدرس Slovic (1969-1972) سماسة الأسهم والمستثمرين، وقام Tversky و Kahnema في 1974 بتفصيل التحيزات التي تحدث عند اتخاذ القرارات في ظل عدم اليقين، وفي 1984 عقدت جمعية التمويل الأمريكية أول جلسة للمالية السلوكية في اجتماعها السنوي، لينشر Thaler و DeBondt في العام الموالي ورقة تستند إلى السلوكيات حول رد فعل المستثمرين المبالغ فيه على الأخبار. وطور Shefrin و Statman (1994) يسمى نموذج تسعير الأصول السلوكية (BAPM)، وفي سنة 1999 طور الباحثان أيضا بديلا لنظرية محفظة Markowitz، سميت باسم نظرية المحفظة السلوكية (BPT)، في سنة 2000 تم طرح نهج آخر بديل لدراسة الأسواق المالية على يد Andrei Shleifer و Robert Shiller، يقر الباحث الأول على أنه في الأسواق المالية الفعلية يتاجر المستثمرون غير العقلانيين ضد المراجعين الذين تكون مواردهم محدودة بسبب النفور من المخاطرة، الآفاق القصيرة، ومشاكل الوكالة، ويقدم نماذج سلوكية تشرح العديد من الحالات الشاذة في السوق.

مقدمة

2. تعريف المالية السلوكية:

تعرف المالية السلوكية على أنها "هي فرع من المالية يدرس كيفية تأثير سلوك الوكلاء في الأسواق المالية بالعناصر النفسية والآثار الناتجة على صنع القرار عندما يقوموا بالبيع أو الشراء ومن ثم التأثير على الأسعار". (ميثم و فارس، 2014، صفحة 90)

المحور الأول: ماهية المالية السلوكية

المحور الثاني: نظريات المالية السلوكية

المحور الثالث: استخدام المالية السلوكية في إدارة المخاطر

خاتمة

عرف Shefrin سنة 2000 المالية السلوكية على أنها "علم سريع التطور يدرس تأثير علم النفس على سلوك المتعاملين داخل السوق المالي" (برارمة، 2018/2019، صفحة 59)

كما عرفها (Jahanzeb) سنة 2012 على أنها: "فرع من المالية يسعى لفهم وتوضيح الآثار المترتبة على عمليات القرار النفسي في السوق المالي، حيث يستخدم المعرفة من علم النفس المعرفي والعلوم الاجتماعية والانثروبولوجيا لشرح سلوك المستثمرين غير العقلاني" (رمضان، دون ذكر السنة، صفحة 128)

مقدمة

3. فرضيات المالية السلوكية

تقوم المالية السلوكية على فرضيتين رئيسيتين هما:

عدم رشادة
المستثمرين

محدودية التحكيم

المحور الأول: ماهية المالية السلوكية

المحور الثاني: نظريات المالية
السلوكية

المحور الثالث: استخدام المالية
السلوكية في إدارة المخاطر

خاتمة

مقدمة

4. العناصر الأساسية للمالية السلوكية



المحور الأول: ماهية المالية السلوكية

المحور الثاني: نظريات المالية السلوكية

المحور الثالث: استخدام المالية السلوكية في إدارة المخاطر

خاتمة

مقدمة

1. نظرية الاحتمال

تعتبر هذه النظرية بمثابة نقد لنظرية المنفعة المتوقعة وبدليل لها، إذ تقترح هذه النظرية إطارا وصفيا لطريقة اتخاذ الناس القرارات في ظل ظروف المخاطرة وعدم اليقين، كما وتجسد ثراء المجال السلوكي عن نظرية المنفعة التي تكمن وراء العديد من النماذج الاقتصادية.

تعد نظرية الاحتمال الجانب الرياضي المتعلق بنظرية تعظيم المنفعة، فنظرية المنفعة تعطي صورة واضحة حول السلوك الرشيد الحقيقي في ظل اليقين، ووفقا لهذه النظرية فإن المستثمر كاره للمخاطرة، ودرجة الكره للمخاطرة تكون مساوية للتقعر في دالة المنفعة، هذا يعني انخفاض المنفعة الحدية للثروة، أو بصيغة أخرى كل وحدة مضافة من الثروة مقيمة بأقل من الزيادة في الثروة المتوقعة، وعلى الرغم من جاذبية نظرية المنفعة المتوقعة، فإنها لم تستطع التنبؤ بسلوك الأفراد.

إن نظرية الاحتمال ترى أن الاختيارات ضمن التوقع في ظروف المخاطرة تبين نتائج دخيلة متعددة لا تتوافق مع أساسيات نظرية المنفعة المتوقعة، على وجه الخصوص ينقص الناس النتائج التي هي مجرد احتمال مقارنة مع النتائج التي يحصلون عليها عن طريق اليقين، وهذه النزعة تسمى آثار اليقين، إذ تساهم في الخوف من المخاطرة في الاختيارات التي تشمل أرباح مؤكدة، والمخاطرة في البحث عن الاختيارات التي تشمل خسائر أكيدة بالإضافة أيضا، الناس عموما يرمون جانبا المكونات المشتركة بكل الإمكانات المأخوذة بعين الاعتبار، هذه النزعة تسمى أثر العزل، إذ تؤدي إلى اختيارات غير دائمة عندما يكون نفس الاختيار عرض بطرق مختلفة.

المحور الأول: ماهية المالية السلوكية

المحور الثاني: نظريات المالية السلوكية

المحور الثالث: استخدام المالية السلوكية في إدارة المخاطر

خاتمة

2. نظرية المحفظة السلوكية

تبلورت بشكل تدريجي بالاعتماد على جميع الأعمال والنماذج السابقة، خصوصا منها نموذج ROY الذي أخذ منه مفهوم المستوى الأدنى للعائد، ونموذج لوبي الذي أخذ منه مفهوم تشويه الاحتمالات، وتقوم هذه النظرية على ثلاثة أسس محورية هي:

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

– تشويه الإحتمالات: يقوم النموذج BPT هي تشويه الاحتمالات، إذ تمت ملاحظة أن الأفراد يبالغون في تقدير بعض الاحداث ضعيفة الاحتمالات ولايقومون بتقدير صحيح للأحداث الأخرى، وهذا مايفسر انتشار ونجاح المنتجات المالية التي تعتمد عوائدها على الحظ والمغامرة كاليانصيب، وهذا المناخ غير قابل للتفسير في نظرية المنفعة المتوقعة التي تفترض أن الجميع يخشى الخطر.

– المحاسبة الذهنية: وهي النقطة التي حددت نجاح BPT، وهذا المفهوم قدمه THALER سنة 1980، حيث لاحظ أن الأفراد يقسمون ثروتهم على حسابات مختلفة يقومون بتسييرها بشكل مستقل ولكل منها هدف مستقل، ولهذا يتم إهمال الارتباط الذي يوجد بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة، هذا السلوك يتماشى تماما مع ملاحظة كل من Fridman & Savage سنة 1948، حيث لاحظا قيام الأفراد بشراء عقود التأمين وفي الوقت ذاته المقامرة بشراء أوراق اليانصيب، فعقد التأمين ينتمي إلى الحساب الذي يهدف إلى ضمان حد أدنى من الثروة، في حين أن ورقة اليانصيب تنتمي إلى حساب يهدف إلى تحقيق مستوى مرتفع من الثروة.

مقدمة

المحور الأول: ماهية المالية السلوكية

المحور الثاني: نظريات المالية السلوكية

المحور الثالث: استخدام المالية السلوكية في إدارة المخاطر

خاتمة

مقدمة

2. نظرية الاستدلال

يقصد بالاستدلال مجموعة القواعد المعتمد عليها في اتخاذ القرارات المناسبة في ضوء المعطيات المتوفرة، ويقوم المستثمرون باستخدام الاستدلال لمعالجة البيانات لاتخاذ القرار بناء على معطيات سابقة، مثل توقع تغير أسعار الأسهم وفقا لأسعار سابقة لها، كان قد قدم Tversky وKahneman في 1974 مجموعة من الأساليب الاستدلالية يتم استخدامها لاتخاذ القرار في ظل عدم اليقين هي: التمثيل والتوافر والتثبيت والتعديل.

كما وأشار Tversky وSlovic وKahneman سنة 1982 إلى أن الاستدلال يساعد في اتخاذ القرارات في حالات التردد والمعلومات الناقصة وتعقد المواضيع، ويساعده الاستدلال في اتخاذ قرارات مهمة خاصة في ظل المخاطرة وعدم اليقين، نظرا لأن المستثمر يواجه مجموعة كبيرة من المعلومات ووقتا ضيقا لفهمها وتحليلها، وقد تكون تلك المعلومات غير كافية أو احصاءات احتمالية، ومنه يتم اللجوء إلى ما يعرف بـ "قواعد الإبهام" التي تحوز على مكانة كبيرة في عملية اتخاذ القرار، فلكل منا مكتسبات معرفية سابقة، نستخدمها لاحقا في المساعدة على اتخاذ القرار وتخفيض التكلفة الزمنية، لكن فيما يخص القرارات المالية غالبا ما تؤدي لقرارات سيئة لا و إلى التحيز، فتعقيدات الموضوع، وسداجة المستثمرين ومحدودية قراراتهم الحسابية واستبعادهم لتلاعبات الآخرين، تجعلهم يركزون فقط على المعلومات البارزة ما يؤدي بالمستثمر لأخطاء استثمارية

المحور الأول: ماهية المالية السلوكية

المحور الثاني: نظريات المالية السلوكية

المحور الثالث: استخدام المالية السلوكية في إدارة المخاطر

خاتمة

1. ماهية إدارة المخاطر

أ. تعريف إدارة المخاطر: قدمت عدة تعاريف لإدارة المخاطر منها:

إدارة المخاطر حسب طارق عبد العال حماد هي: "منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطرة، بتوقع المخاطر المحتملة وتصميم الإجراءات التي من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى".

وحسب Heinz وWilliams: "تقليل الآثار السلبية للمخاطر إلى الحد الأدنى وبأقل تكلفة ممكنة من خلال التعرف عليها وقياسها والسيطرة عليها"

وعرفت إدارة المخاطر من طرف سمير عبد الحميد رضوان بأنها: "عملية تحديد وتقويم المخاطر، واختيار وإدارة تقنيات للتكيف مع المخاطر التي يمكن التعرض لها"

ب. أنواع المخاطر بالسوق المالية: قدمت عدة تصنيفات للمخاطر بالأسواق المالية، فصنفت إلى مخاطر نظامية وغير نظامية، كما صنفت إلى:

- مخاطر أسعار الفائدة
- مخاطر أسعار الأسهم ومؤشرات البورصة
- مخاطر سعر الصرف
- مخاطر أسعار السلع
- مخاطر الإئتمان

مقدمة

المحور الأول: ماهية المالية السلوكية

المحور الثاني: نظريات المالية السلوكية

المحور الثالث: استخدام المالية السلوكية في إدارة المخاطر

خاتمة

2. نماذج إدارة المخاطر

يتم إدارة المخاطر وفق النماذج التالية

- أسعار الأصول تتخذ مسارا عشوائيا وغير متوقع، وأنه لا يمكن التنبؤ بالأسعار وفقا للخلفية النظرية الملاحظة.

السير العشوائي

- أسعار الأصول تتطور باستمرار في الوقت المناسب

الحركة البراونية

- سعر السوق الأساسي يحدد عند تقييم المشتقات المالية على الأصول المتداولة في السوق

الحركة البراونية الهندسية

- إبطال سلسلة العوائد المرصودة بقيمة تنبؤ مناسبة

التقلب العشوائي في إدارة المخاطر

مقدمة

المحور الأول: ماهية المالية السلوكية

المحور الثاني: نظريات المالية السلوكية

المحور الثالث: استخدام المالية السلوكية في إدارة المخاطر

خاتمة

3. التحيزات السلوكية وإدارة المخاطر

مقدمة

المحور الأول: ماهية المالية السلوكية

المحور الثاني: نظريات المالية السلوكية

المحور الثالث: استخدام المالية السلوكية في إدارة المخاطر

خاتمة

لطالما حركت العوامل النفسية قرارات إدارة المخاطر أكثر من النماذج الرياضية، فكثيرا ما حاول المتعاملون تعويض خساراتهم السابقة بطرق غير سليمة ليخسروا ملايين الدولارات مجددا، ووفقا للنظرية التقليدية فإن المستثمرون يتصرفون بعقلانية في ظل مختلف الظروف المحاطة بالمخاطر، وأن أغلب قراراتهم الاستثمارية مبنية على تفضيلاتهم لمستوى معين من المخاطرة، بينما تفترض المالية السلوكية أن جانبا من القرار الاستثماري المتخذ تتحكم فيه عوامل ذاتية للمخاطر المتوقعة، وبالاعتراف بأن المقاييس التقليدية لتصوير المخاطر لا بد من أن تتحكم فيها الطبيعة الذاتية للفرد لتوسع الفهم العام للحكم على المخاطر، فوفقا لداعمي المالية السلوكية وخبراء الاستثمار، فإنهم يدركون أن الكيفية التي ينظر بها الأفراد إلى المخاطر قد تؤثر على أسعار الأسهم.

تمت دراسة سلوك المخاطرة والمخاطر المتصورة على وجه التحديد في أنواع مختلفة من الأوراق المالية من قبل باحثي التمويل السلوكي المشهورين Weber and Olsen and Troughton, Berry, Slovic, Milliman MacGregor وغيرهم، في 2001 وصف Olsen في عمله حول إدراك المخاطر، أن المخاطر متعددة السمات في الطبيعة وهي تنطوي على عناصر كالشعور بالسيطرة والرغبة والمعرفة، وأن تصورات الفرد للمخاطر يتأثر بالعوامل الاجتماعية والثقافية، بالتالي فالمخاطرة تقوم على البعد العاطفي كذلك، كما أنها تتأثر كذلك بآثار الاستدلال، والقلق من الخسائر الكارثية وغيرها، بالتالي فالمستثمرون يديرون المخاطر المحتملة لأصولهم المالية وفقا لمعايير ذاتية.

3. التحيزات السلوكية وإدارة المخاطر

مقدمة

المحور الأول: ماهية المالية السلوكية

المحور الثاني: نظريات المالية السلوكية

المحور الثالث: استخدام المالية السلوكية في إدارة المخاطر

خاتمة

ذكر Reichenstein وFarrelly في دراسته سنة 1984، أن تصور الأفراد للمخاطر وردود فعلهم عليها في النهاية هو الذي يؤثر على سعر السهم، وأن المخاطر الفعلية ليست الجانب الوحيد لقياس المخاطر، خلال أواخر السبعينيات، اقترح كولي سنة 1977 أن الأبحاث حول المخاطر يجب أن تركز على صانع القرار الفردي بغية فهم أفضل لعملية التقييم، من أجل اكتساب فهم أفضل لعملية التقييم. قدم فرانكفورتر وماكجون وتشيانج سنة 2002 وجهة نظر جديدة بالملاحظة للمخاطر، وفقهم تم النظر إلى المخاطر بعمق أكبر ووجدوا أن المواقف تجاه المخاطر ليست منطقية، فعادة ما يتعين على الأفراد الحقيقيين معالجة المخاطر في المواقف التي لم يسبق لهم مواجهتها من قبل ولن يواجهوها أبدا مرة أخرى، حيث لا تكون التقنيات الإحصائية ذات صلة إلى حد كبير.

بالنسبة للمالية السلوكية، فإن النظر للمخاطر تم بوجهة نظر مختلفة، حسب كانيمان وسلوفيتش ونفرسكي سنة 1982، كانيمان ونفرسكي سنة 2000، و سلوفيك سنة 2000، فإنه تم الكشف عن مجموعة واسعة من التحيزات المعرفية التي تحول الآفاق الموضوعية إلى عوامل ذاتية. مثالا على ذلك ماجاء به روسكوفسكي سنة 2001، حيث لاحظ أن الاحتمالات الموضوعية يتم تخفيضها أو زيادتها اعتمادا على تجارب الشخص، والميل نحو المخاطرة، والظروف الخاصة المحيطة بموقف معين، في حين وصف صالتو وكووبر سنة 1990 المخاطر الذاتية بأنها تصور سمات المخاطر الموضوعية، والتي قد يكون الإدراك بها غير كامل وتتأثر بالعديد من الاختيارات.

في المالية التقليدية لا تؤخذ عوامل الخطر الذاتية في عملية صنع القرار لتقييم المخاطر لمختلف الأدوات المالية والخدمات الاستثمارية، إلا أنه وفقا للمالية السلوكية فإن المخاطر الذاتية تؤثر في عملية صنع القرار كون أن المخاطر المتصورة هي إجراء مسبق قد يعتمد على العوائد السابقة

النتائج التوصيات

قامت المالية السلوكية على القصور الذي يعترى المالية التقليدية، بالتالي فهي تحاول دمج الواقع العملي للأسواق المالية بالنظريات المالية السابقة؛

تتحكم التحيزات السلوكية في القرارات الاستثمارية للفرد؛

المخاطر الفعلية لا تكفي لقياس المخاطر ثم إدارتها وفق نظريات المالية السلوكية، بل تتطلب الأخذ بعين الاعتبار التحيزات السلوكية للمستثمرين

الأفراد عادة ما يتخذون قرارات لإدارة مخاطر لم يواجهوها قبلا ولن يواجهوها مستقبلا بالتالي الخبرة والمكتسبات المعرفية لن تجدي نفعا، وفي هذه الحالة قراراتهم تحكمها عوامل ذاتية؛

القرارات المحفوفة بالمخاطر التي لا يمكن قياسها بوضوح سببها تصورات غير موضوعية للمستثمر.

مقدمة

المحور الأول: ماهية المالية السلوكية

المحور الثاني: نظريات المالية السلوكية

المحور الثالث: استخدام المالية السلوكية في إدارة المخاطر

خاتمة

التوصيات

النتائج

نظريات المالية السلوكية تحتاج فعلا إلى دراسات تجريبية أكثر، ورصد خلفيات القرارات الاستثمارية بناء على تجارب فعلية على المستثمرين بالسوق المالي، كما لا بد من الأخذ بالنظريات المالية التقليدية والحديثة معا في دراسة سلوك المستثمرين.

مقدمة

المحور الأول: مفاهيم
أساسية حول التكنولوجيا المالية

المحور الثاني: واقع التعامل
بمنتجات التكنولوجيا المالية في
القطاع المصرفي الجزائري

خاتمة

شكر على حسن الإصغاء والمتابعة



Success

Solution

Business Strategy

- Innovation
- Strategic
- Solution
- Marketing
- Analysis
- Ideas
- Success
- Management

المداخلطة الخامسة

الملتقى الدولي الافتراضي WEBINAR حول الماتية السلوكية بين النظرية و التطبيق
(يومي 02-03 أفريل 2022)

الشبكات العصبية الاضطناعية وآية عملها (نظرة شاملة)

من اعداد: مسرة زهوانسي
فستوي

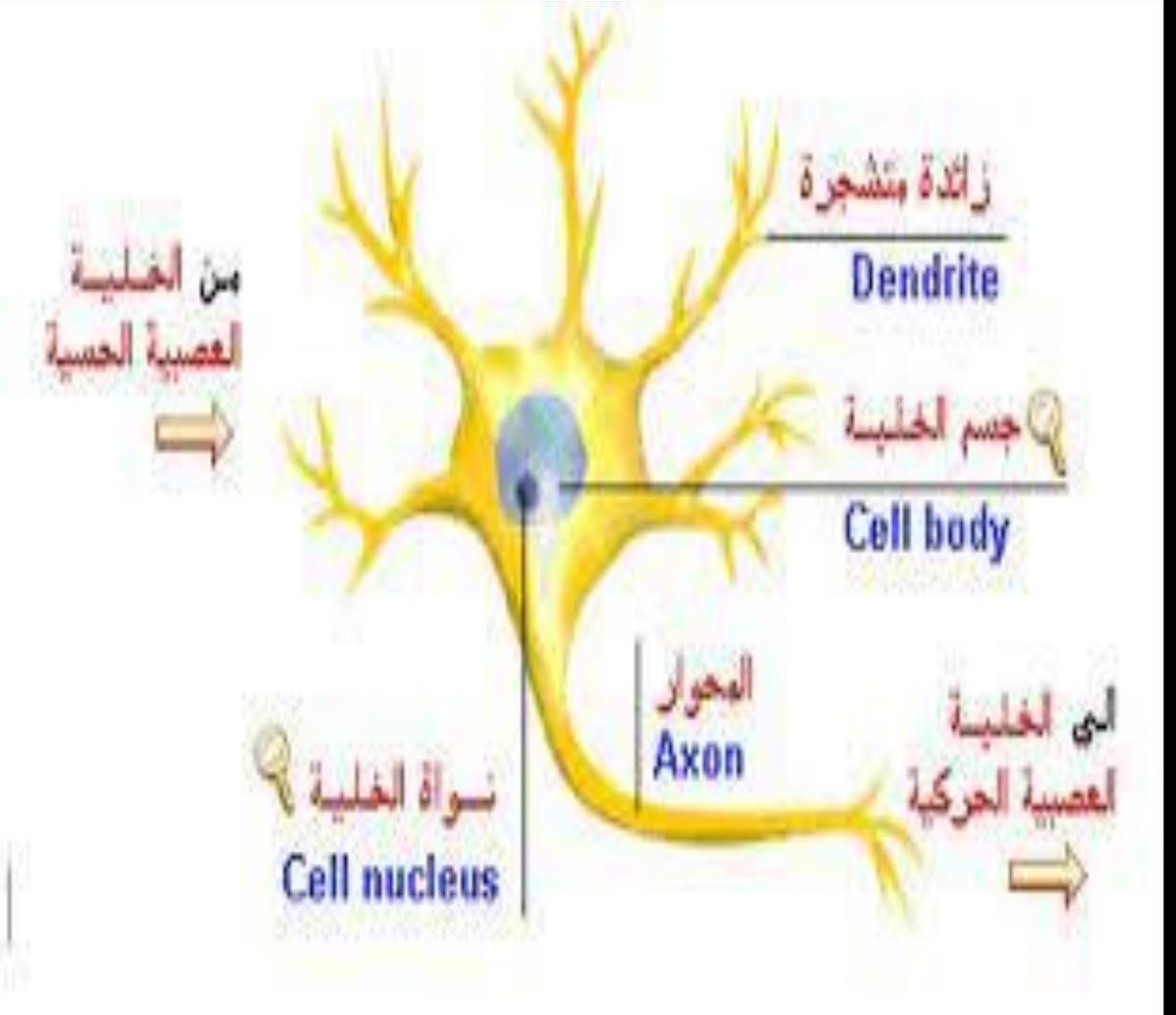
مقدمة

• على مدار العقدين الماضيين حاول العلماء جاهدين جعل أجهزتهم تبدو أشبه بالأدمغة البشرية، بمساعدة الشبكات العصبية وبرامج الكمبيوتر التي تم تجميعها من مئات أو آلاف أو ملايين خلايا الدماغ الاصطناعية التي تتعلم وتتصرف بطريقة مشابهة بشكل ملحوظ للعقول البشرية. فتعتبر الشبكات العصبية الاصطناعية أحد أشهر نماذج تطبيقات الذكاء الاصطناعي، وهي الأكثر شيوعاً وسهولة الاستخدام في جميع المجالات، لأنها مستوحاة من الهندسة البيولوجية للدماغ البشري، وتمثل وظيفتها بالمساعدة في إيجاد الحلول البديلة للمسائل المعقدة. وبناء على ما سبق نطرح الاشكالية التالية:

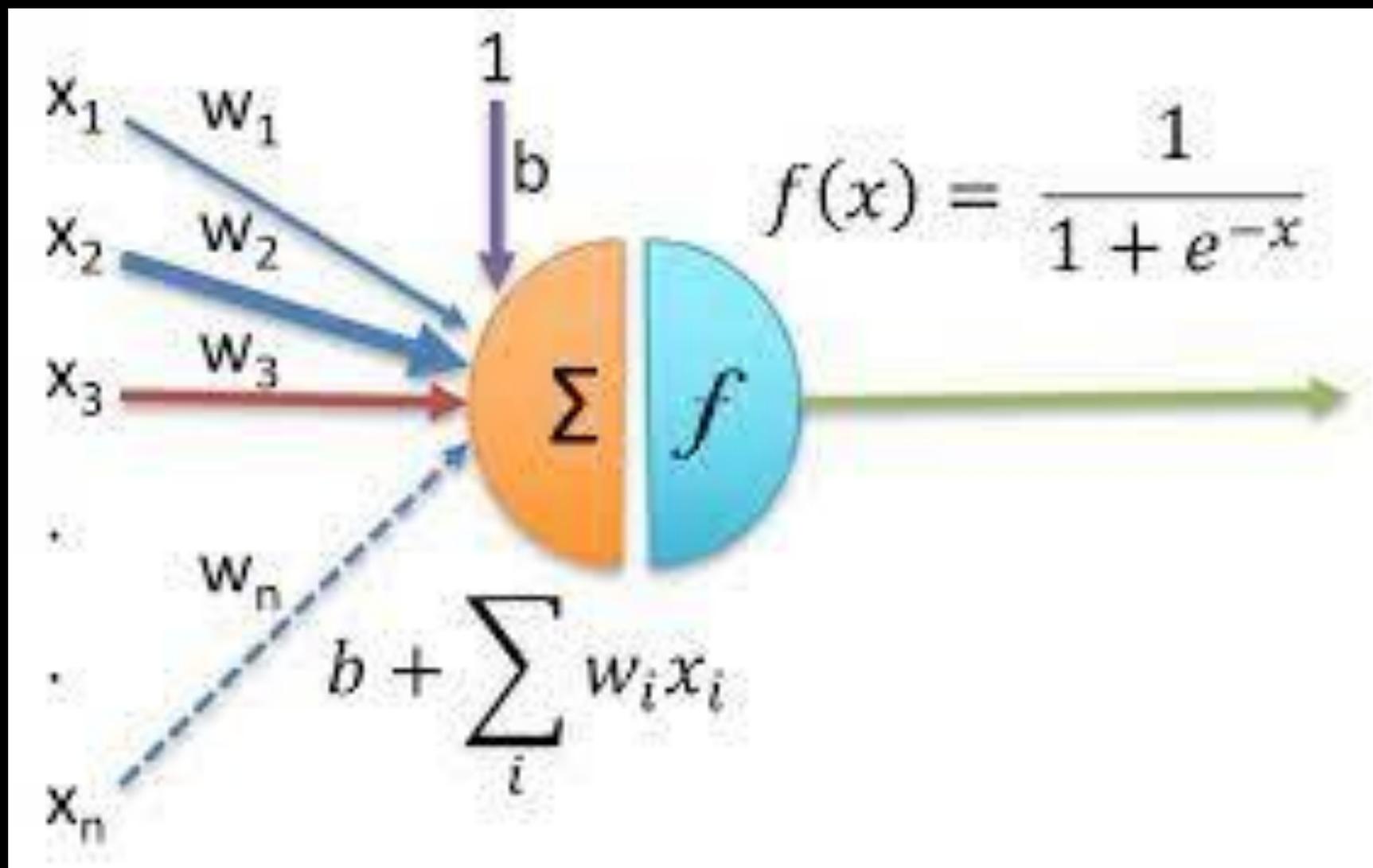
فيما تتمثل الشبكات العصبية الاصطناعية؟ وكيف تتم آلية عملها؟

1- الشبكات العصبية البيولوجية والشبكات العصبية الاصطناعية

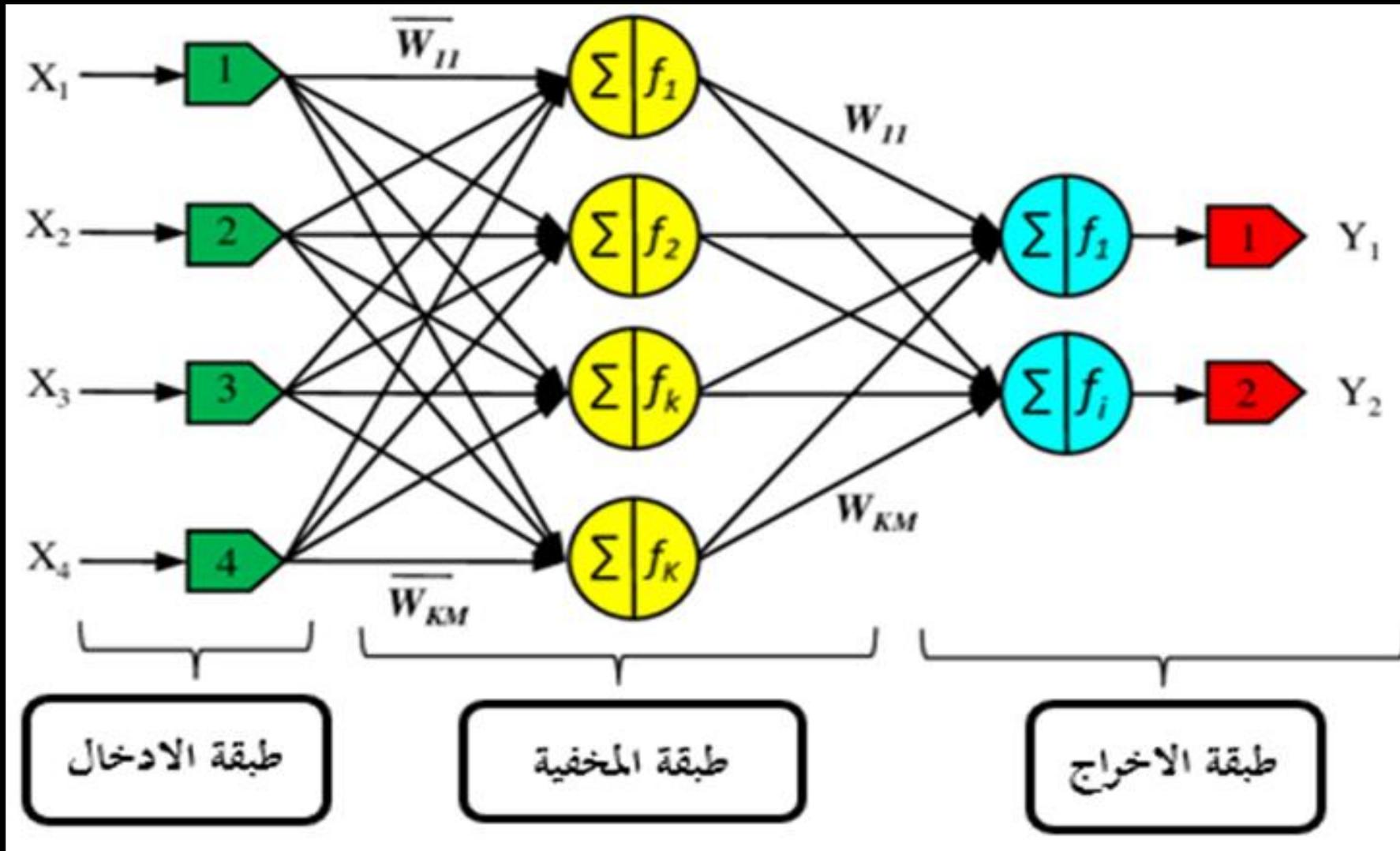
1-1 تعريف الشبكة العصبية البيولوجية



2-1 تعريف الشبكات العصبية الاصطناعية

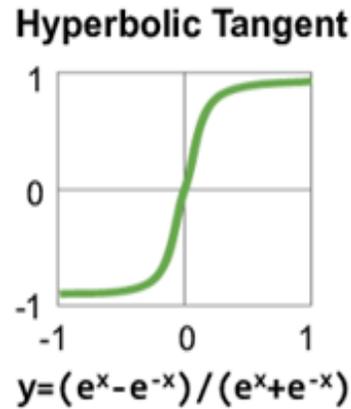
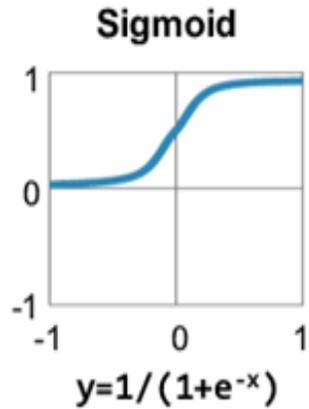


2- معمارية ومكونات الشبكات العصبية الاصطناعية

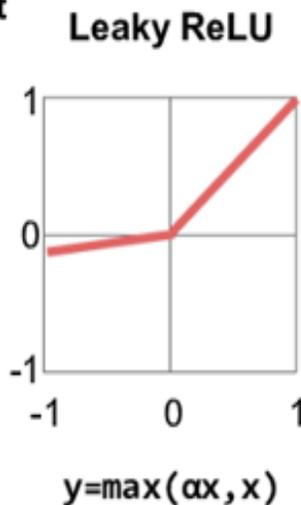
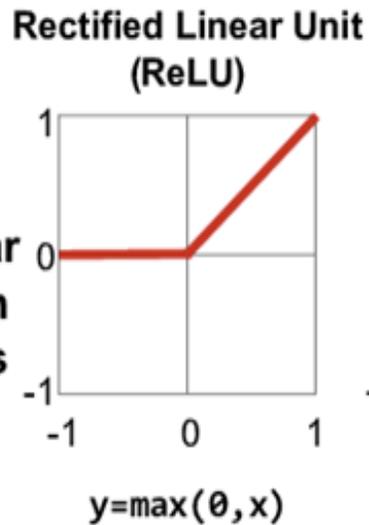


أنواع دوال التنشيط المستخدمة في الشبكات العصبونية الاصطناعية

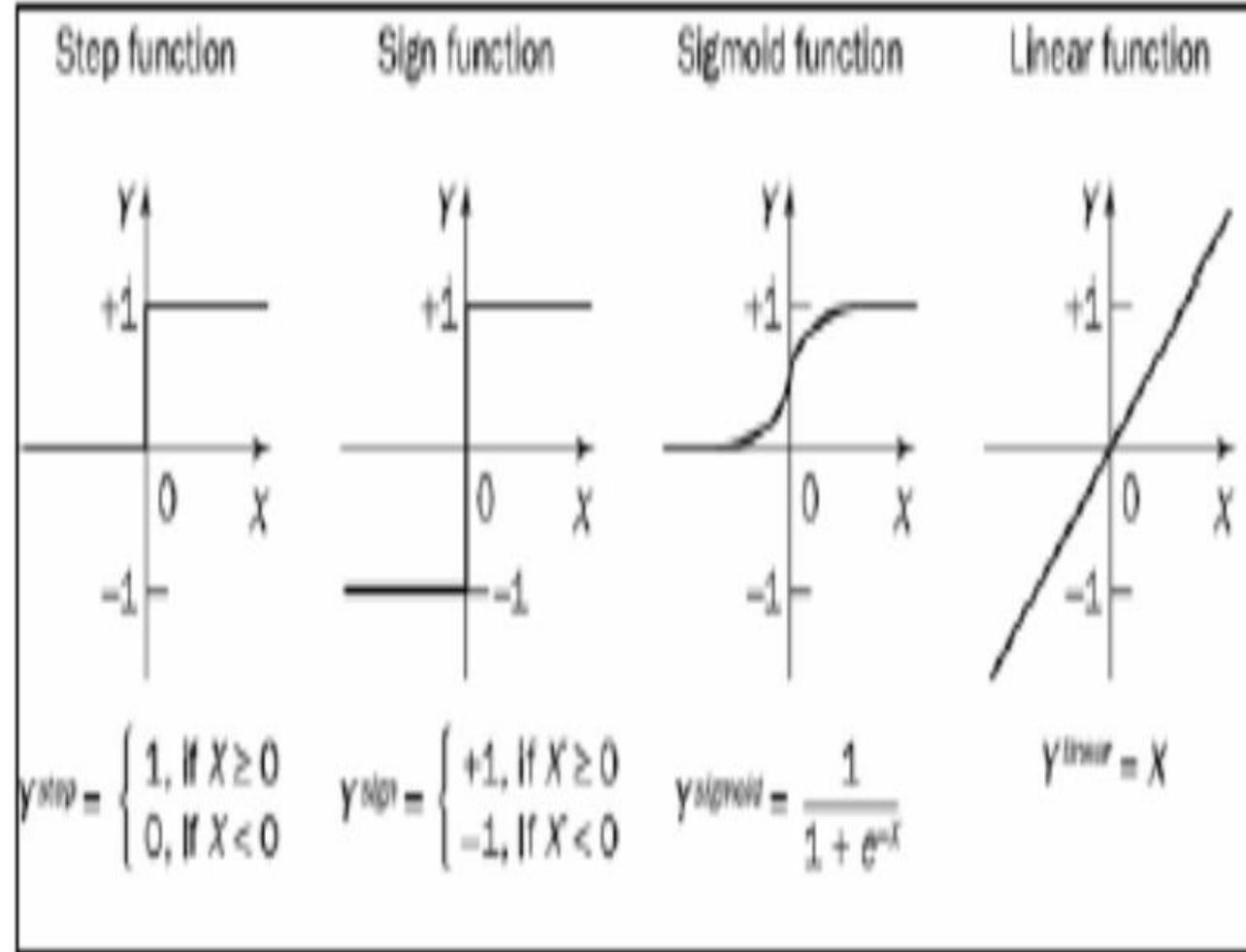
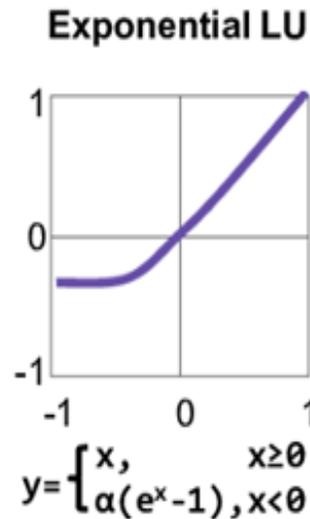
Traditional Non-Linear Activation Functions



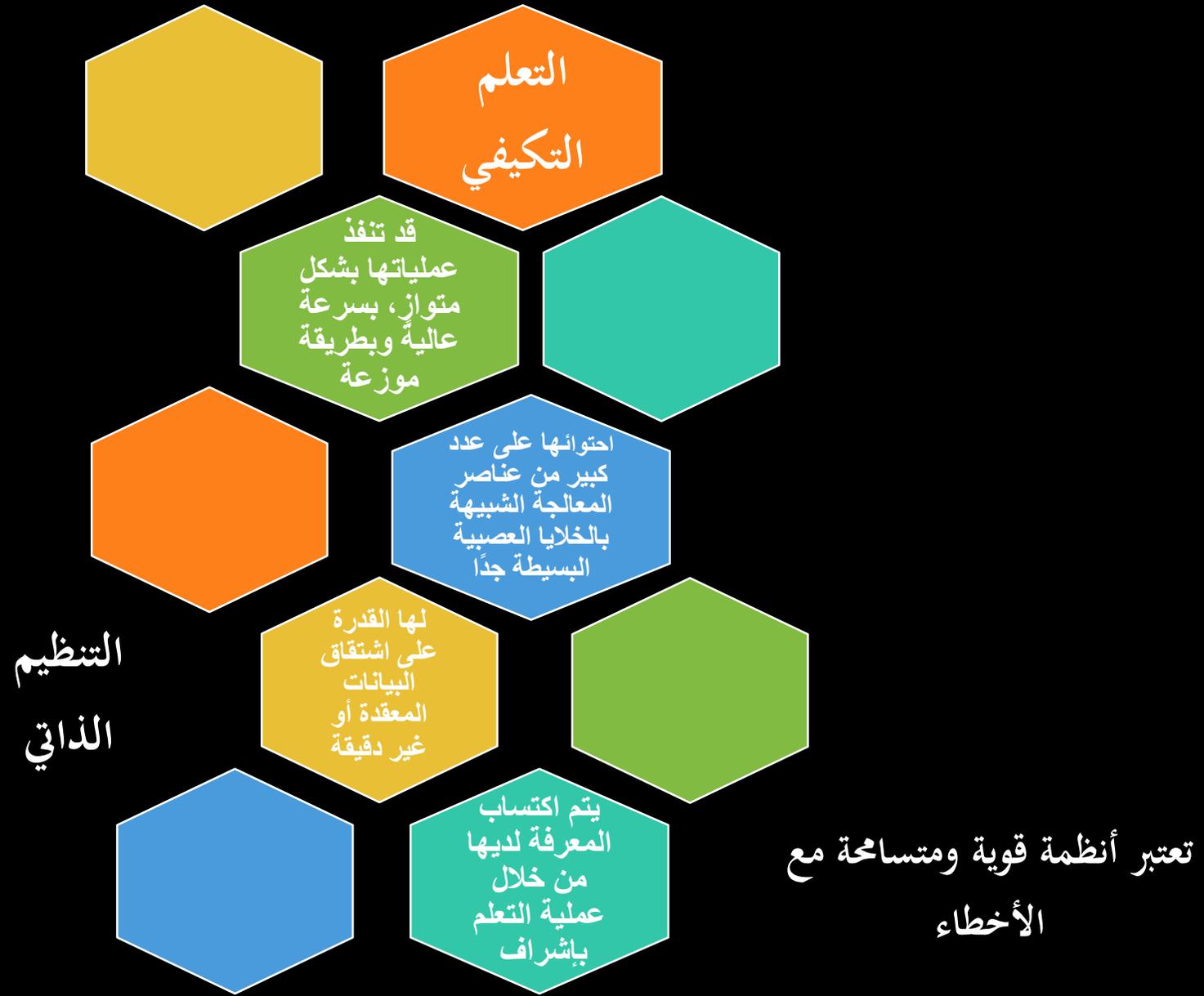
Modern Non-Linear Activation Functions



$\alpha = \text{small const. (e.g. 0.1)}$

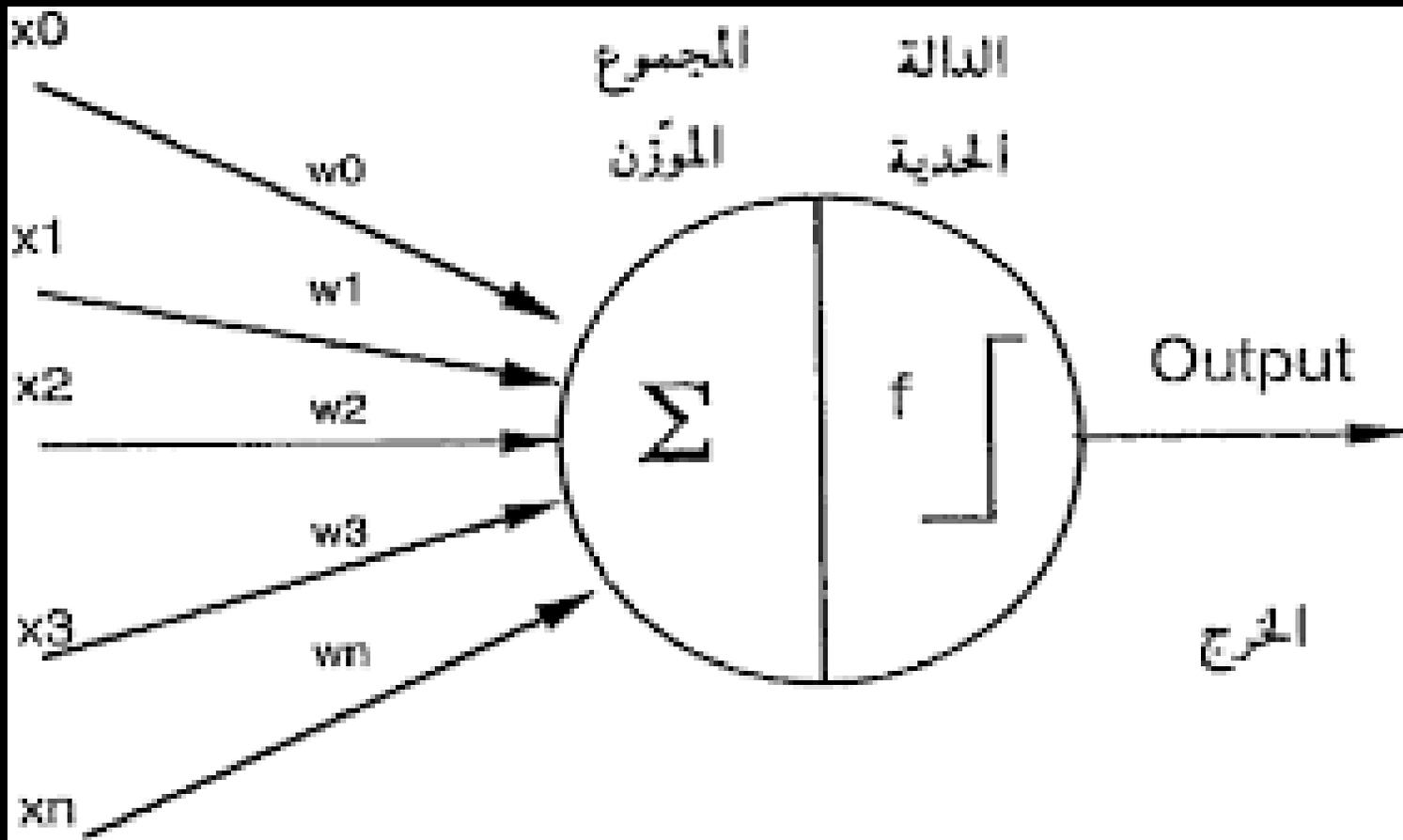


1-4 خصائص الشبكات العصبية الاصطناعية

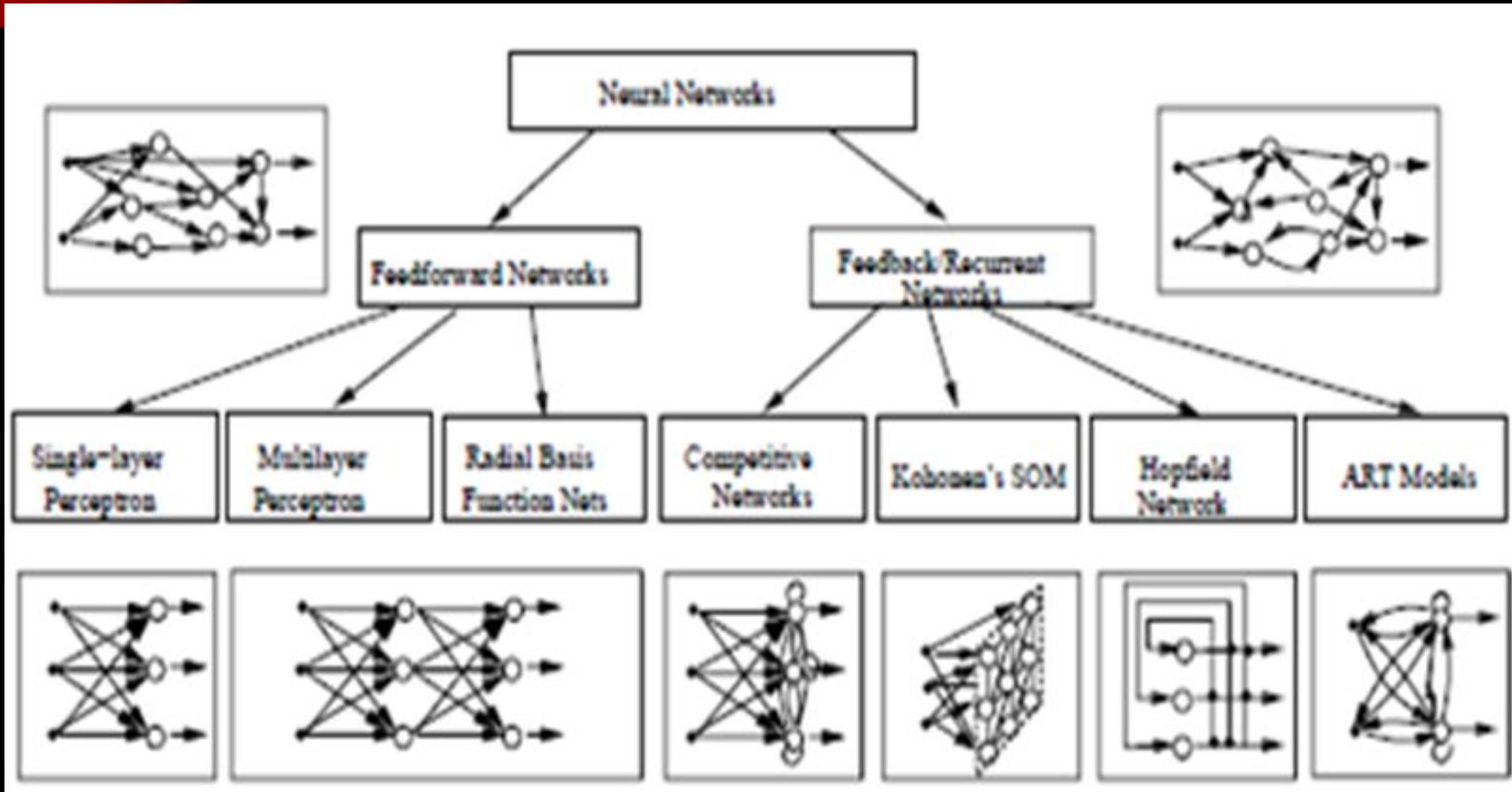


2-4 أنواع الشبكات العصبية الاصطناعية

- شبكات أحادية الطبقة (A single-layer ANN)

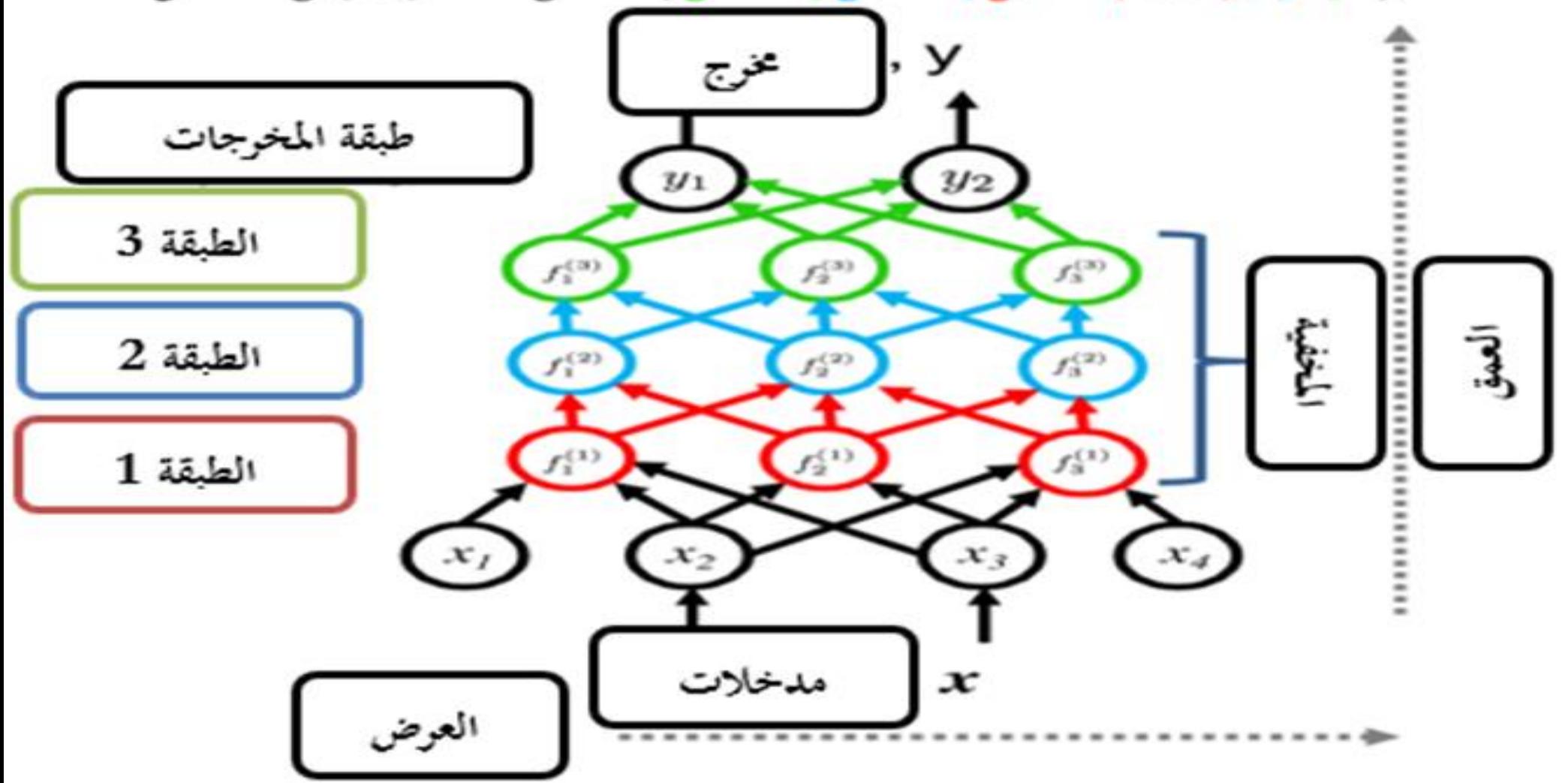


• أنواع أخرى خاصة بالشبكات العصبية البسيطة

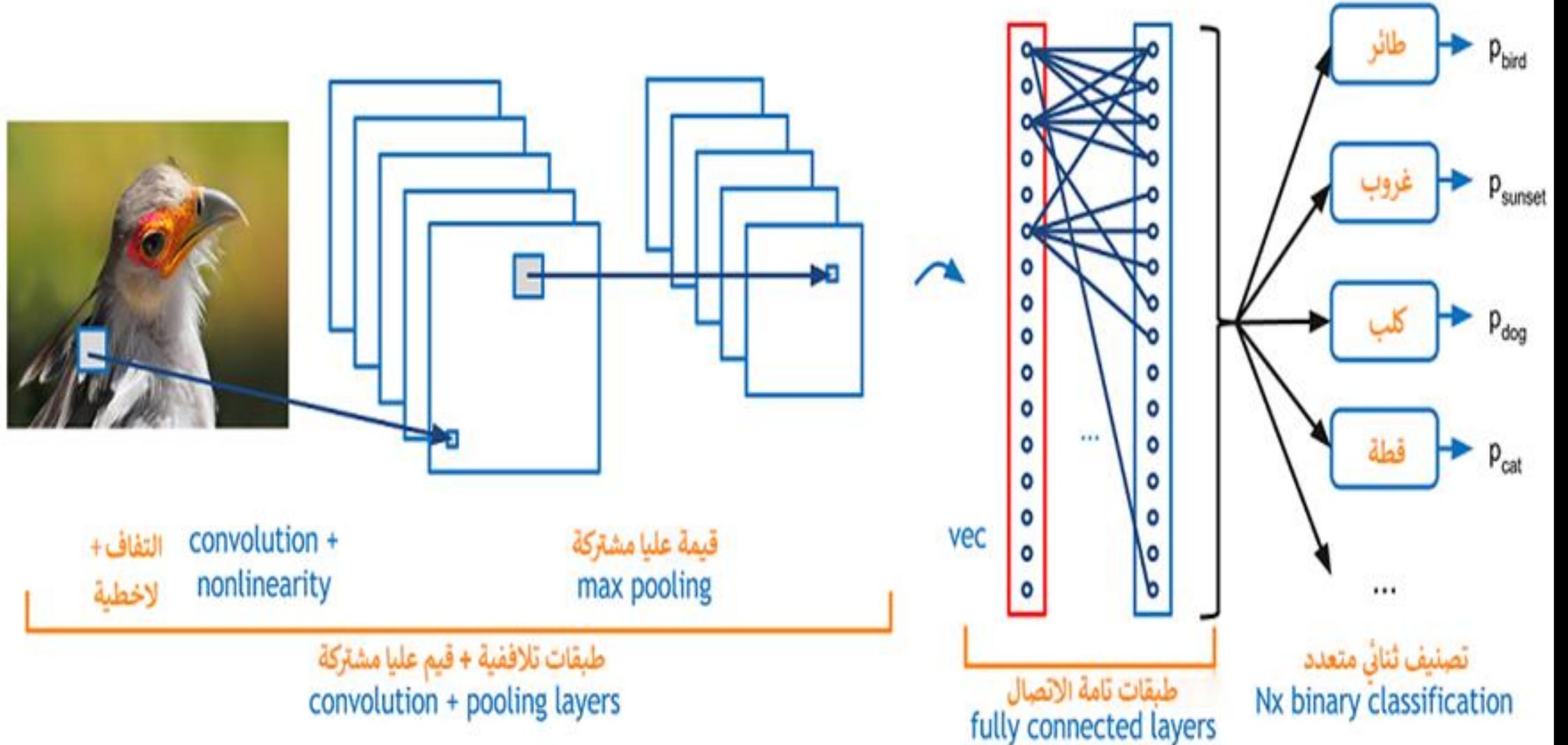


• الشبكات العصبية العميقة

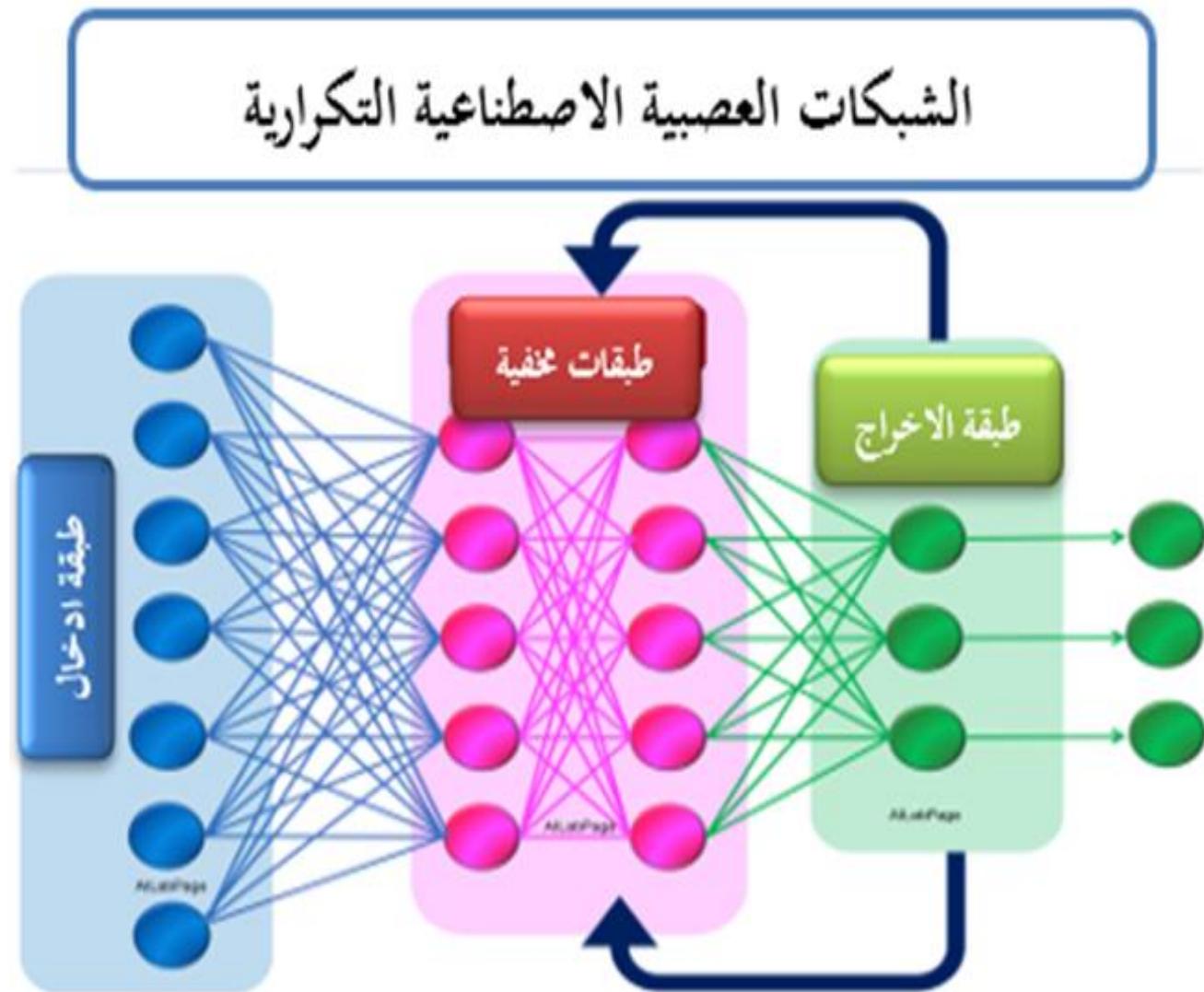
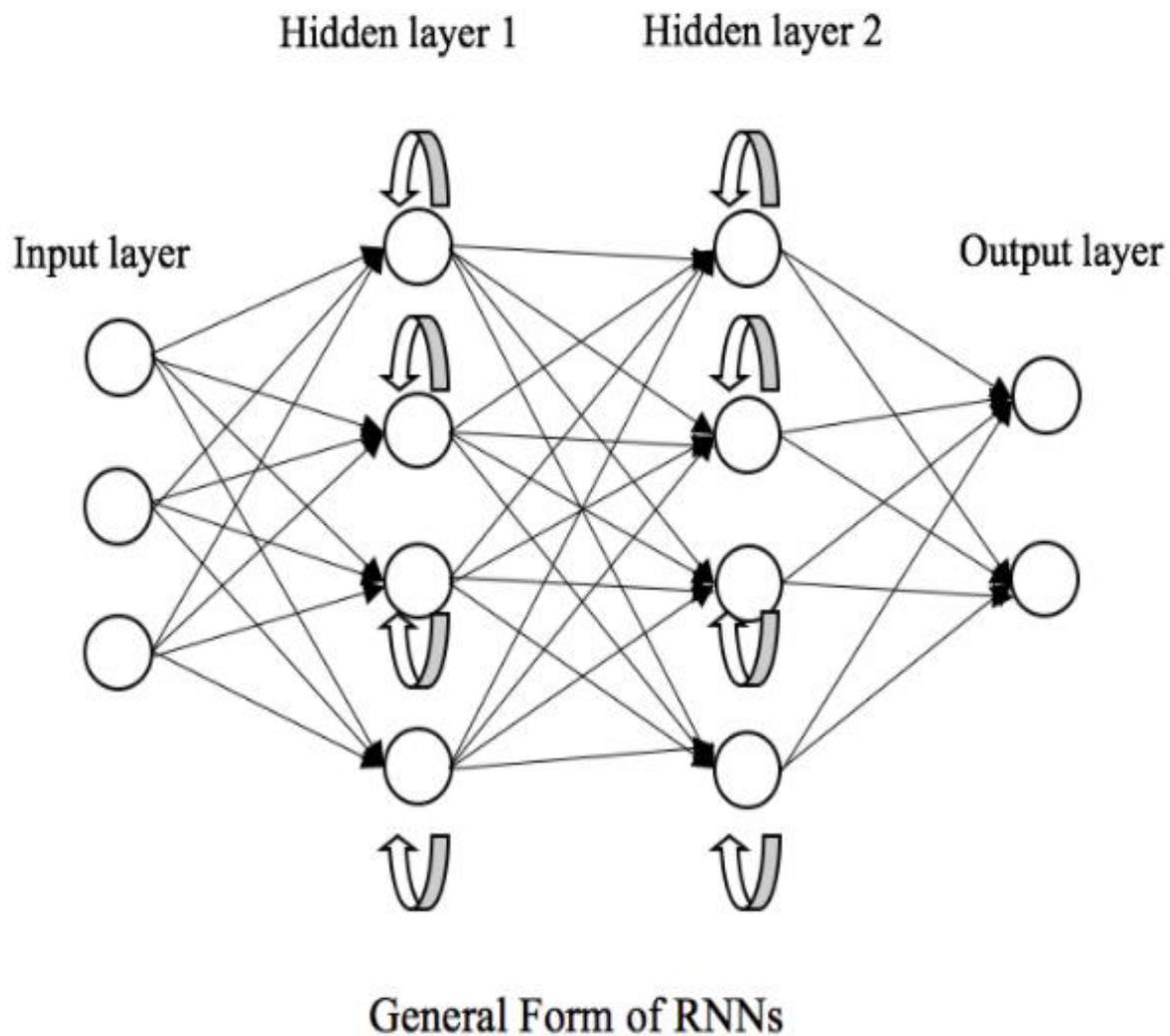
$$y = f(x) = f^{(4)}(f^{(3)}(f^{(2)}(f^{(1)}(x))))$$



• الشبكات التلافيفية CNN

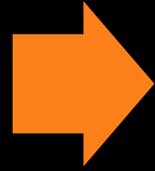


• الشبكات التكرارية RNN

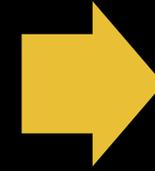


3-4 استخدامات الشبكات العصبية في مجال المالية

التصنيف
Classification



التنبؤ
Prediction



التجميع
Clustering



أبحاث كثيرة أثبتت نجاعة التحليل العصبي
في التنبؤ مقارنة مع الطرق الإحصائية
الكلاسيكية

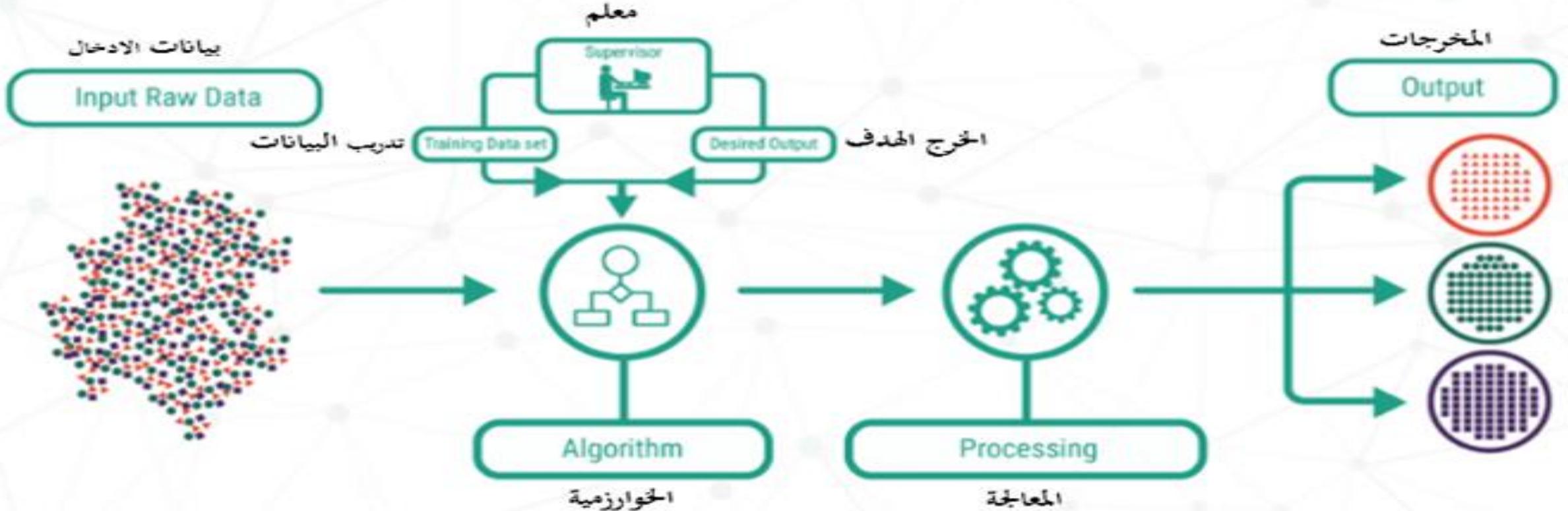


مجال تسيير المحافظ المالية

5- طرق تعلم الشبكات العصبية الاصطناعية

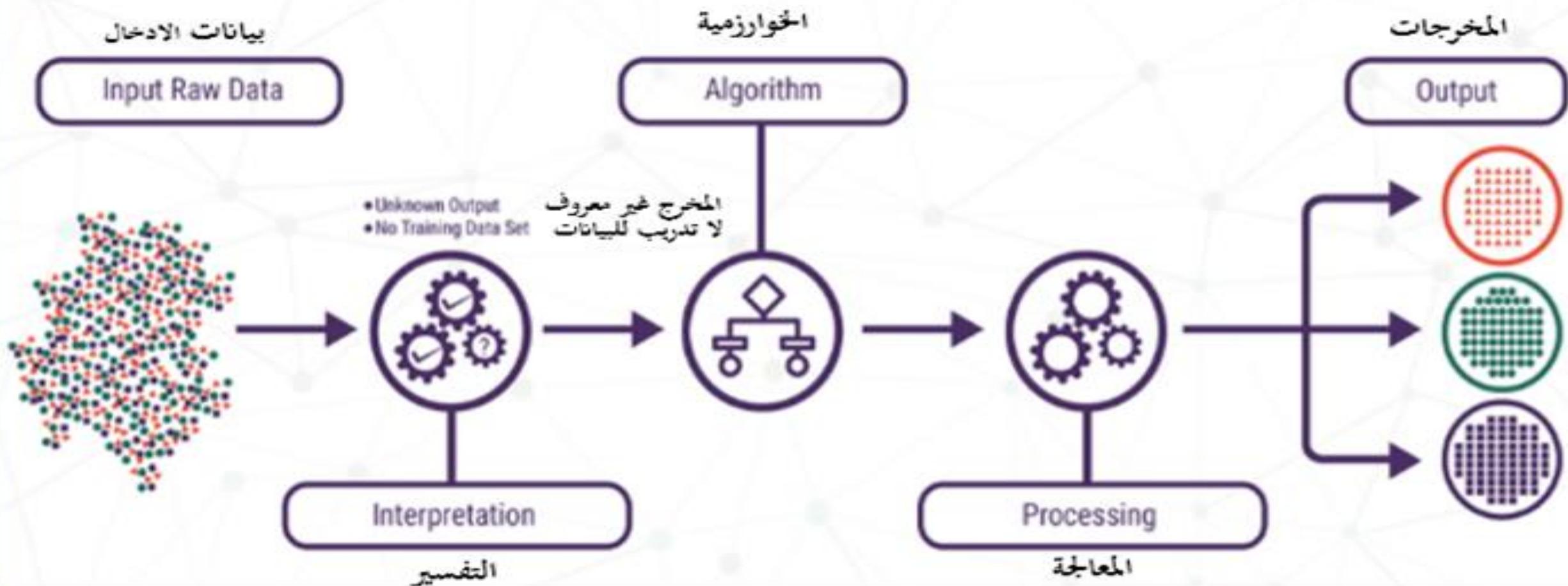
التعلم تحت إشراف

SUPERVISED LEARNING



التعلم بدون إشراف

UNSUPERVISED LEARNING



التعلم المعزز

REINFORCEMENT LEARNING



6-التقييم والعوامل المؤثرة على كفاءة الشبكات العصبية الاصطناعية



تقنيا تتمثل في عدم استغلال
خاصية الموازاة في المعالجة

العيوب

تعيين وتخصيص هندسة
النموذج المثالية

التحويلات الكثيرة على
المتغيرات

العلبة السوداء
Black Box



خاتمة

• قد يبدو فهم ما يحدث داخل الشبكة العصبية الاصطناعية أمراً معقداً وشفاقاً في البداية، لكننا حاولنا من خلال هذه الدراسة إعطاء نظرة عامة عن فكرة الشبكات العصبية الاصطناعية وآلية عملها، التي تعتبر أحد النماذج القوية لتطبيقات الذكاء الاصطناعي ويمكن تطبيقها في العديد من السيناريوهات.

حيث تم التركيز على أهم المصطلحات المتعلقة بها والتفرقة بينها وبين الشبكات البيولوجية وإن قدرة الشبكات على التعلم بإشراف والتعرف على الأنماط، عادةً ما يتم تقديمها على أنها أنظمة مترابطة التي يمكنها حساب قيمها من المدخلات عن طريق تغذية المعلومات عبر الشبكة، هذا ما يجعلها مرنة وقوية للغاية.

• **النتائج:** على ضوء ما سبق، تم التوصل إلى بعض النتائج وهي أن:

- هناك أنواع متعددة من الشبكات العصبية الاصطناعية، التي هي في تطور مستمر عبر الزمن بالتجارب والابتكارات؛

- كل عالم خُص بابتكار نوع معين منها، وكل تطور فيها جاء ليتدارك نقائص سابقتها؛

- الشبكات العصبية هي من أكثر النماذج شيوعاً واستخداماً في جميع الميادين وذلك لسهولة وبساطة فهمها وتطبيقها، ولما فيها من ميزات مقارنة بعيوبها والعوامل المؤثرة فيها، واستخداماتها في المجال المالي.

• **التوصيات:** بناء على النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه الورقة يمكن اقتراح التوصيات التالية:

- ضرورة تبني ومواكبة التقنيات الحديثة في المؤسسات المالية وغير المالية بدلا من الكلاسيكية التقليدية؛

- التعمق في البحث والتفصيل في كل نوع على حدى، فالشبكات العصبية البسيطة ما هي إلا نقطة من محيط الشبكات العصبية؛

- عدم الاقتصار على نموذج الشبكات العصبية الاصطناعية في المجال المالي، لان نماذج الذكاء الاصطناعي لا حصر لها، ففي كل مرة اكتشاف جديد.

شُكْرًا لِأَحْسَنِ
الْأَصْغَاءِ

المداخلطة السادسة



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
السَّلَامُ عَلَيْكُمْ
وَرَحْمَةُ اللَّهِ وَبَرَكَاتُهُ



جامعة غرداية

Université de Ghardaia

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



الملتقى الدولي الافتراضي المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق
يومي 02 و 03 أفريل 2022

إدارة المحافظ المالية في ظل التطورات المالية السلوكية
دراسة حالة سوق التأمين الجزائري للفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2019

من إعداد:

د/ أولاد سالم نذير

د/ حجاج مراد

مقدمة

إن نشاط شركات التأمين يقوم على إبرام مختلف عقود التأمين مع المؤمن لهم من أجل تغطية الأخطار التي يواجهها ويتم ذلك بإصدار وثائق التأمين التي تتضمن قيمة القسط أو الاشتراك الذي يدفعه المؤمن لهم مقابل التغطية التي يتحصلون عليها، في حين تلتزم شركات التأمين بالتعويض لهم في حالة تحقق الأخطار المؤمن عليها، ونجد أن نشاط التأمين قد ولد لدى شركات التأمين نشاطا آخر مكملا له ألا وهو النشاط المالي الذي جعل من شركات التأمين منشآت مالية فاعلة في النظام المالي، حيث تقوم هذه الأخيرة بتجميع الأقساط من المؤمن لهم ثم توظيفها في أوجه الاستثمار المالية المختلفة بحيث لا تتركها مجمدة في حساباتها.

بالنسبة للجزائر فالتحول الذي يشهده قطاع التأمين في مختلف جوانبه التنظيمية والهيكلية والتشريعية، مما أدى إلى حدوث تطورا ملحوظا خاصة بعد الإصلاحات التي طرأت عليه، من خلال تنوع في تسوق المنتجات التأمينية، وأدى ذلك إلى جلب الشركات الأجنبية، هذا مما يجعل شركات التأمين الجزائرية وقوف على مستوى أدائها ومعرفة المخاطر التي قد تتعرض لها وذلك بدراستها وتقييمها ومحاولة التنبؤ بها، قصد التخلص أو التخفيف من آثارها إن أمكن ذلك.

مشكلة وفرضيات الدراسة

بغية الإلمام بحيثيات هذا الموضوع والخوض فيه بصفة مفصلة، تمت صياغة الإشكالية الرئيسية للبحث على النحو التالي :

ما هو واقع تسيير المحافظ المالية في شركات التأمين في الجزائر؟
لمعالجة هذه الإشكالية يجب الإجابة على الأسئلة الفرعية التالية :

1- ما طبيعة المحافظ المالية في شركات التأمين في السوق التأمين الجزائري ؟

2 - ما مدى قدرة شركات التأمين على إدارة المحافظ المالية من أجل مواجهة المخاطر المالية ؟

الفرضيات :

- تمارس شركات التأمين النشاط الاستثماري، حيث تقوم بتوظيف أموالها لدى خزائن الدولة ومؤسساتها المالية (كالبنوك)، من أجل توفير السيولة وتحاول أن تتعدد مصادرها من أجل مواجهة المخاطر التقنية.

- تعمل شركات التأمين على تأمين المخاطر المالية التي قد تتعرض لها، وذلك من خلال استثمارها في المحافظ المالية المتاحة في السوق المالي، من أجل ضمان البقاء والاستثمار في النمو والتطور.

أهمية وأهداف الدراسة

أهمية الدراسة:

يمكن التأشير على الأهمية في مستويين :

- الجانب النظري : وذلك من خلال عرض شركات التأمين والمحافظ المالية والمخاطر المالية.

- الجانب التطبيقي : تستمد هذه الدراسة على شرح كيفية تسيير المحافظ المالية في سوق التأمين الجزائري.

أهداف الدراسة:

- فهم طبيعة شركات التأمين والمخاطر المالية.

- محاولة عرض وتحليل واقع تسيير المحافظ المالية في سوق التأمين لمواجهة المخاطر المحتملة.

- إسقاط الجانب النظري من الدراسة على سوق التأمين و التعرف على حقيقة إدارة المحافظ المالية .

أولاً: مفاهيم عامة حول شركات التأمين

❖ **تعريف التأمين:** " هو عبارة عن خدمة تقدمها شركة التأمين إلى المؤمن له وهذه الخدمة تحصر في تغطية الخطر المادي المعرض له مقابل أن يدفع مبلغاً معيناً إلى شركة التأمين التي تتعهد له بسداد القيمة المادية للخطر المغطى.

❖ أقسام التأمين :

هناك تقسيمات عديدة لتأمين وتختلف باختلاف التطور الاقتصادي والاجتماعي ونذكر منها نوعين رئيسيين هما: التأمين على الحياة والتأمينات العامة. ويدخل في كل منهما كل نشاط يعتبر في العرف والعادة من أعمال التأمين.

❖ خصائص شركات التأمين :

- التأمين التجاري وتمارسه شركات التأمين وإعادة التأمين
 - التأمين الحكومي وتعتبر نوعاً من التأمين الاجتماعي
 - تأمين التكافل الاجتماعي مثل صناديق الزمالة والصناديق الخاصة.
- وستساعدنا دراسة خصائص شركات التأمين في فهم طبيعة النشاط وأهم استثمارات شركات التأمين.

❖ المحافظ المالية في شركات التأمين:

يتجمع لدى شركات التأمين الكثير من الأموال الناتجة عن الأقساط المقبوضة ، إضافة إلى أموالها الخاصة المؤلفة من رأس المال والاحتياطيات، إن المبلغ المتجمع هذا لا تتركه شركات التأمين مجمدا في خزائنها لذلك تلجأ إلى تشكيل محفظة مالية بأوجه مختلفة من الاستثمارات.

❖ مجالات استثمار أموال شركات التأمين

تتنوع استثمارات شركات التأمين تبعا لتنوع المخاطر، وتتناسب مع اختلاف طبيعة وثائق التأمين ولذلك نجد أن الاستثمارات تشمل:

- إنشاء وشراء العقارات؛

- تقديم القروض بضمان الوثائق؛

- الاستثمار في شراء أوراق مالية بأنواعها (أذون الخزينة، السندات الحكومية، الأوراق المالية ذات الفائدة الثابتة،... الخ)؛

- الودائع النقدية في البنوك لأجل مختلفة.

النتائج ومناقشتها

بعد عرض شركات التأمين واهم تطورات المحافظ المالية المتاحة في السوق، والتطرق إلى الجانب التطبيقي لدراسة واقع تسيير المحافظ المالية في سوق التأمين الجزائري من اجل مواجهة المخاطر المالية للفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2019 تبين ما يلي:

- تقوم شركات التأمين بالنشاط الاستثماري، ويعد أحد الأنشطة الرئيسية لها بعد النشاط التأميني الرئيسي، حيث أن هذه الشركات تعتمد في المحافظ المالية في شكل قيم الدولة (سندات الخزينة) والودائع لأجل في البنوك التجارية، كما تمتلك هذه الشركات كفاءة كبيرة في توظيف أموالها إذ تقوم بالتوظيفات حسب التنظيم المسموح به، وحسب الفرص المتاحة في السوق المالي.
- خلال فترة الدراسة نلاحظ أن حجم التوظيفات المالية متجه في العموم نحو الارتفاع، مما يعكس مدى إرادة شركات التأمين في تعزيز قدرتهم على الوفاء، وهذا من شأنه يزيد من ثقة العملاء في شركات التأمين في تغطية مخاطرهم المالية المحتملة.
- بعد دراستنا لنسبة تكلفة الحوادث لشركات التأمين الناشطة في السوق والتي بلغت في المتوسط 49% وهذا مؤشر غير جيد بالنسبة لشركات التأمين من أجل تغطية تكاليف التسيير وتحقيق نتيجة استغلال موجبة، لذلك تلجأ هذه الشركات إلى البحث عن نشاط استثماري من أجل تدعيم مركزهم المالي لمواجهة وتسيير المخاطر المحتملة.

الخاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة إلى إبراز إدارة وتسيير المحافظ المالية من أجل مواجهة مخاطر الالتزامات التقنية لدى شركات التأمين الناشطة في سوق التأمين الجزائري للفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2019 وبالاعتماد على التقارير السنوية للشركات وكذا مجموعة القوانين الجزائرية ذات العلاقة، وتوصلنا إلى مجموعة من النتائج.

الملتقى الدولي الافتراضي المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق

شكرا على كرم الإصغاء

الورشة الرابعة

المداخلة الأولى

جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

ينظم مخبر التطبيقات الكمية والنوعية للارتقاء الاقتصادي، الاجتماعي والبيئي بالمؤسسات
الجزائرية

ينظم الملتقى الدولي الافتراضي حول:

المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق

يومي 02-03 أفريل 2022

المحور السادس: دراسة أثر التحيزات المعرفية والسلوكية على القرارات المالية

محاولة تفسير التشوهات في الأسواق المالية بين نظرية الكفاءة والمالية
السلوكية "دراسة حالة مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة من 1928
إلى 2014

من إعداد:

د/ بولرباح غريب

د/ محمد الأخضر محجوبي

د/ عائشة بخالد

ا- مقدمة

بدأ الاهتمام بسلوك أسعار الأسهم منذ 1900، وقد تجلت بوضوح تحت مصطلح كفاءة أسواق رأس المال في 1970 ضمن المقال الشهير لـ Fama بعنوان "كفاءة أسواق رأس المال: مراجعة للنظرية وعمل تطبيقي" (Fama E. F., 1970, pp. 383-417)، ومنذ ذلك الحين تم انجاز العديد من الأبحاث التجريبية للتحقق من مدى كفاءة أسواق رأس المال في أسواق العالم، ولقد شهدت أغلب أسواق رأس المال في العالم حالات شاذة لم تتمكن حجج وفرضيات الكفاءة من تفسيرها، والتي كانت محل اهتمام العديد من الباحثين، حيث قاموا باختبار هذه الحالات في عدة أسواق ليس فقط لأجل التعرف عليها أو اكتشاف قصور كفاءة الأسواق، بل أيضا للتعرف على إمكانية الاستفادة منها لتحقيق أرباح غير عادية للمستثمرين ومدراء المحافظ والصناديق الاستثمارية، حيث يعتبر المعارضين للكفاءة أن اختباراتهم لا تعدو عن كونها تطفل للبيانات (تحيز في فحص البيانات) أو ما يسمى Data Snooping، وقد ظهر موضوع شذوذ أو تشوهات الأسواق لأول مرة ضمن عدد خاص في مجلة الاقتصاد المالي عام 1978، حيث كان أول استخدام له في مجال التمويل (Frankfurter, 2001, p. 410)، وبالتالي فالتشوهات في أسواق رأس المال تعتبر تحديا مباشرا لفرضية كفاءة أسواق رأس المال.



في خضم هذه التناقضات والاختلافات، تم توجيه العديد من الانتقادات لنظرية كفاءة أسواق رأس المال واتهامها بكونها تعتمد على العلوم الدقيقة وتنفي الطبيعة البشرية للمستثمرين، والتي هي أساس تغير الأسعار، وهو ما ألقى الضوء على التمويل السلوكي والذي يأخذ بعين الاعتبار تصرفات المستثمرين، ويقدم تفسيرات للتشوهات وعدم العقلانية، بل ويسعى لوضع حلول لتجنبها، ويعتبر منح جائزة نوبل لعالم النفس Daniel Kahneman (أهم مؤسسي التيار السلوكي) عام 2002 بمثابة اعتراف إضافي بمساهمة علم النفس في تفسير السلوك الاقتصادي. والذي تم الاعتراف به كبديل لنظرية كفاءة أسواق رأس المال -أو على الأقل التيار المفسر للحالات التي عجزت نظرية الكفاءة في تفسيره -منذ ما يزيد عن 35 سنة.

من خلال ما سبق تتبلور معالم إشكالية دراستنا والتي يمكن صياغتها في السؤال المحوري التالي:

هل توجد تشوهات (أثر جانفي) في العوائد الشهرية لمؤشر داو جونز الصناعي

خلال الفترة من 1928 إلى 2014، وإلى أي مدى تعتبر التفسيرات المقدمة من

طرف التمويل السلوكي أكثر منطقية من التفسيرات المقدمة من طرف نظرية

كفاءة أسواق رأس المال؟



II- التشوهات والألغاز المالية في أسواق رأس المال كدحض لكفاءة الأسواق المالية

تعتبر التشوهات في عوائد الأسهم أكبر تحدي لفرضية كفاءة أسواق رأس المال، وذلك بسبب عدم مقدرة هذه الأخيرة تفسيرها بفرضياتها الأساسية، والتي تقوم على عقلانية المستثمرين، حيث أن المستثمرين لا يتصرفون مثل برنامج إحصائي منطقي، بل سلوكياتهم تحكمها متغيرات أخرى، حيث أُثبت أن هذه التشوهات أنها مدفوعة بتصرفات وسلوكيات المستثمرين، وسببها قراراتهم الخاطئة (غير المنطقية)، حيث قام مجموعة من الباحثين على غرار (Black (1986) ، (De Long et al (1990) ، (DeBondt and Thaler (1985) ، (Vishny (1995) برصد هذه التشوهات لمعرفة العلاقة بينها وبين كفاءة أسواق رأس المال ومدى تأثيرها ببعض، والإجابة على سؤال جوهري وهو "هل أسواق رأس المال كفؤة أم لا؟".

لقد اختلف الباحثين في مسألة اختبار التشوهات، ففريق يهدف من خلال الاختبار إلى اكتشاف قصور كفاءة أسواق رأس المال، والبعض الآخر يبحث عن أسباب هذه التشوهات وكيف يمكن تأطيرها لإدخالها كمتغير مهم لقياس كفاءة أسواق رأس المال.



أولاً: تعريف التشوهات أو الشذوذ في أسواق المال

ويعرف (1986) Tversky & Kahneman الشذوذ في نظرية كفاءة أسواق رأس المال على أنه الحالة التي يكون فيها أداء سهم أو مجموعة من الأسهم تحيد عن افتراض من افتراضات كفاءة أسواق رأس المال، حيث لا يمكن لهذه الأخيرة تفسيرها، ويعتبر الشذوذ مؤشر لأسواق رأس المال غير الكفؤة، وقد يحدث مرة واحدة ويختفي، كما قد يحدث بشكل مستمر، ويصبح في هذه الحالة انحراف على النماذج المقبولة بحيث لا يمكن الفصل بين الخطأ العشوائي والأساسيات، ولا يمكن استيعابه عن طريق التخفيف من صرامة النظام المعياري (Tversky.A., 1986, p. 251)، وهذا ما يخالف نظرية الكفاءة عند المستوى الضعيف والتي تقوم على أساس عدم وجود ارتباط بين الأسعار في الماضي والأسعار المستقبلية.

ترتبط التشوهات بوجود علاقة ارتباط بين الحالة المزاجية للمستثمرين بسبب الطقس، العمل، المناسبات،... الخ، وطريقة شرائهم للأوراق المالية، حيث لوحظ أن معظم البشر لديهم سلوك لا يتوافق مع مبدأ تعظيم المنفعة المتوقعة، لذا فإن السؤال هو ما إذا كانت الاختلافات يمكن أن تؤدي إلى التأثير على التوازن وعلى طريقة تقييم الأسهم المدرجة في السوق، لذلك فإن الأخذ بعين الاعتبار تكاليف المعاملات، الضرائب، الاحتكاكات في عملية التداول



ثانيا: أثنهاية السنة (أثر جانفي)

يقصد به ميل الأسهم إلى أن يكون أداؤها في شهر جانفي أفضل من أداؤها في أي شهر آخر من السنة، أي أن عوائد الأسهم في شهر جانفي أكبر مقارنة مع عوائد الأسهم في باقي الأشهر، وقد لوحظ أن ذلك ينطبق غالبا على عوائد الشركات الصغيرة، حيث قام (Keim 1983) بدراسة حول بيان الفرق بين عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم، والشركات كبيرة الحجم في نهاية كل شهر من أشهر السنة خلال الفترة 1963-1979، حيث وجد أن عوائد شهر جانفي أعلى من باقي أشهر السنة، وقد بلغت الزيادة 7.14% في عوائد الشركات الصغيرة عنه في عوائد الشركات الكبيرة (B., June, 1983)، كما بين أن حوالي 50% من العوائد الإضافية قد تحققت في الخمسة أيام الأولى من الشهر، كما أظهر Blume and Friend (1974) أن هناك اختلافات كبيرة في العوائد بين الشركات الكبيرة والصغيرة والتي لا يمكن تفسيرها بواسطة نموذج تسعير الأصول المالية نسخة (Sharpe-Lintner 1965-1964)، Black (1972)، حيث أضاف أن عوائد أسهم الشركات الصغيرة تجاوزت عوائد أسهم الشركات الكبيرة.



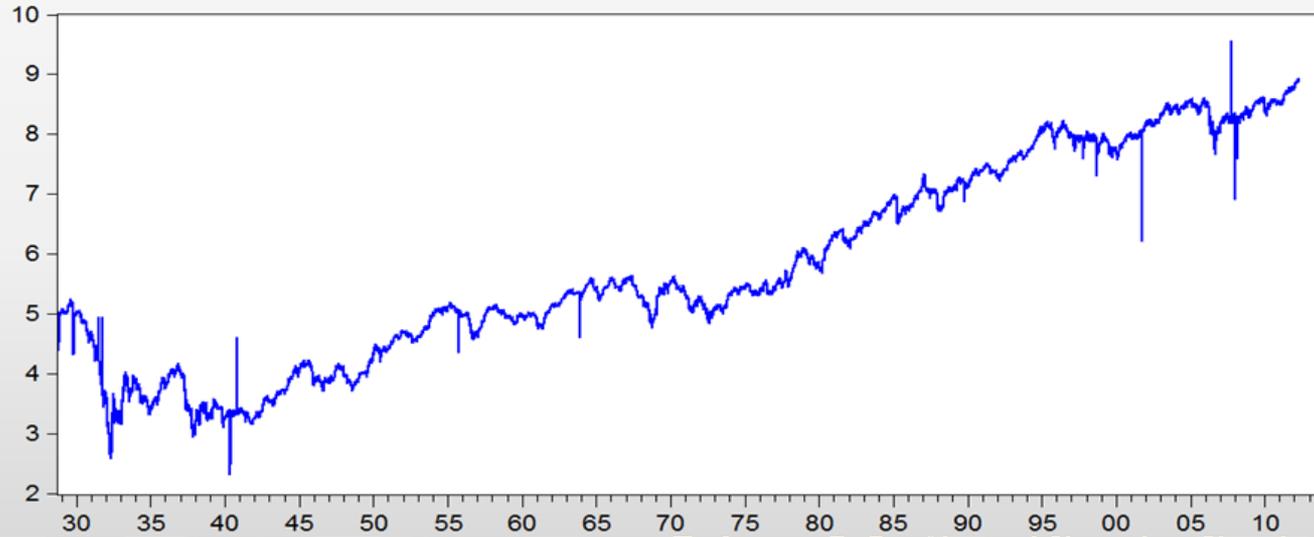
• III- دراسة قياسية: حول الكشف عن وجود تشوه جانبي، وتفسيره بين نظرية كفاءة الأسواق المالية والتمويل السلوكي

• سنحاول من خلال هذا الجزء اختبار مدى وجود تشوه جانبي (يناير) في العوائد الشهرية لمؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة من 01/10/1928 إلى 24/01/2014، ثم سنقوم بتفسير هذا التشوه بين نظرية كفاءة الأسواق المالية والتمويل السلوكي.



أولاً: اختبارات الاستقرار

الشكل رقم (01): التمثيل البياني للوغاريتم السلسلة الزمنية اليومية لمؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة من 1928 إلى 2014



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 8.0



الجدول رقم (01): نتائج اختبار ديكي-فولر المطور على سلسلة مؤشر داو جونز الصناعي باللوغاريتم

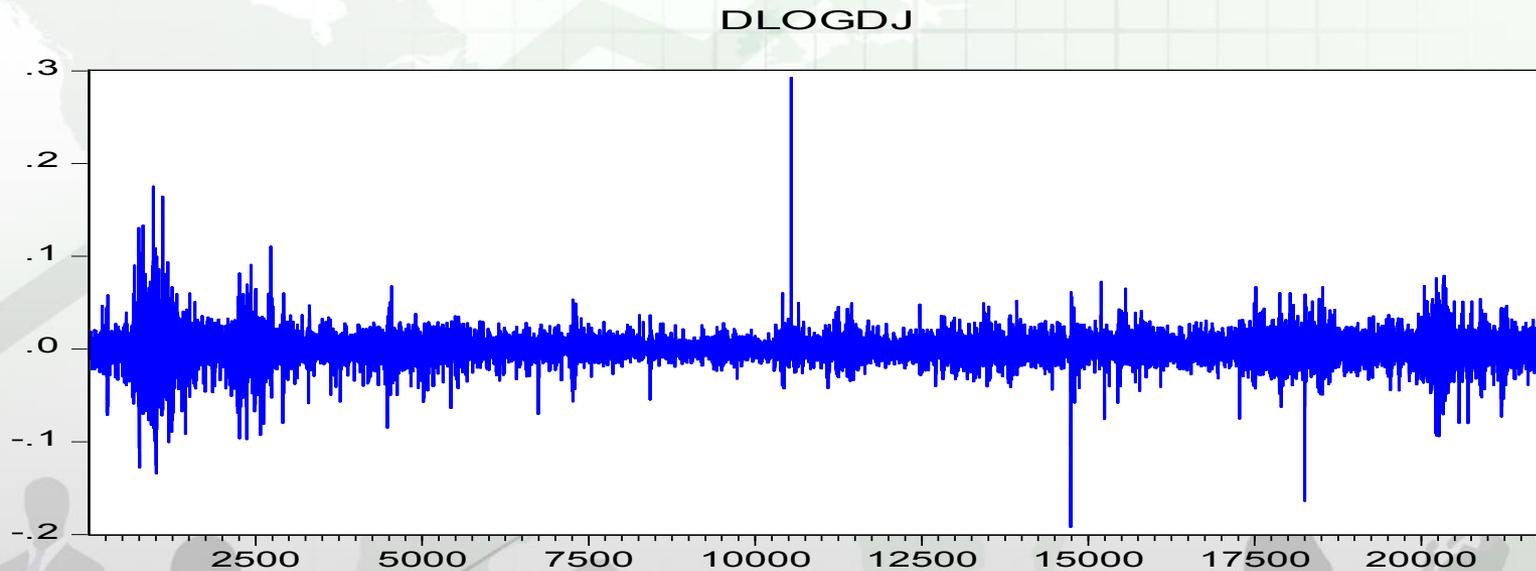
النموذج	القيم الحرجة			المعيار
	10%	5%	1%	
(1)	1.696 (-1.616)	1.696 (-1.94)	1.696 (-2.565)	إحصائية ديكي-فولر المطور
	0.978			نسبة الاحتمال <i>p-Value</i>
(1)	1.770 (-1.616)	1.770 (-1.94)	1.770 (-2.565)	إحصائية ديكي-فولر
	0.982			نسبة الاحتمال <i>p-Value</i>
(1)	1.770 (-1.616)	1.770 (-1.94)	1.770 (-2.565)	إحصائية ديكي-فولر
	0.982			نسبة الاحتمال <i>p-Value</i>

(1) : نموذج بدون ثابتة ولا اتجاه عام، (.): القيم الحرجة لديكي فولر المستخرجة من جدول Mackinnon

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على نتائج برنامج Eviews 8.0



الشكل رقم(02): التمثيل البياني لسلسلة عوائد مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة من 1928 إلى 2014



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 8.0



الجدول رقم (02): نتائج اختبار ديكي-فولر المطور على سلسلة عوائد مؤشر داو جونز الصناعي

النموذج	القيم الحرجة			المعيار	
	10%	5%	1%		
(1)	-22.277 (-2.566)	-22.277 (-2.861)	-22.277 (-3.43)	إحصائية ديكي-فولار	AIC (p = 39)
	0.000			نسبة الاحتمال <i>p-Value</i>	
(1)	-135.876 (-2.566)	-135.876 (-2.861)	-135.876 (-3.43)	إحصائية ديكي-فولار	SC (p = 0)
	0.0001			نسبة الاحتمال <i>p-Value</i>	
(1)	-135.876 (-2.566)	-135.876 (-2.861)	-135.876 (-3.43)	إحصائية ديكي-فولار	HQ (p = 0)
	0.0001			نسبة الاحتمال <i>p-Value</i>	

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 8.0



ثانيا: اختبار التشوهات المالية (أثر جانفي) في عوائد مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة من 1928 إلى 2014

• لاختبار أثر جانفي قمنا باستعمال السلسلة الشهرية لعوائد داو جونز وذلك بإدخال المركبة الموسمية التحديدية لنموذج T-GARCH (Threshold GARCH)، حيث قدرنا نموذج AR-TGARCH الموسمي بإدخال المركبة الموسمية باستعمال خوارزمية BHHH المرتكزة على طريقة المعقولية العظمى، وكانت نتائج دراستنا كمايلي:



المعاملات	القيم المقدره	الانحراف المعياري	إحصائية ستودنت	نسبة الاحتمال p-Value
$\hat{\phi}_0$	0.0067	0.0012	5.354	0.000
$\hat{\phi}_1$	0.221	0.040	5.529	0.000
$\hat{\alpha}_0$	-0.0005	0.00020	-2.426	0.015
$\hat{\alpha}_1$	0.089	0.022	3.944	0.000
$\hat{\beta}_1$	0.859	0.043	19.58	0.000
$\hat{\tau}$	0.660	0.272	2.42	0.015
جانفي	0.0008	0.0002	3.109	0.0019
فبراير	0.0006	0.0002	2.657	0.0079
مارس	0.0004	0.0002	1.836	0.0663
أبريل	0.0006	0.0002	2.668	0.0076
ماي	0.0007	0.0002	2.565	0.0103
جوان	0.0005	0.0002	1.949	0.0513
جويلية	0.0006	0.0002	2.533	0.0113
أوت	0.0008	0.0002	3.142	0.0017
سبتمبر	0.0005	0.0003	1.812	0.07
أكتوبر	0.0006	0.0003	1.946	0.0517
نوفمبر	0.0007	0.0004	1.708	0.0876
معلم الكثافة الشرطية	1.28	0.076	16.77	0.000



من خلال الجدول السابق نلاحظ أن معظم المؤشرات الموسمية لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% ، أي أن إحصائيات ستيودنت بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي 1.96 ، أي نرفض الفرضية H_0 باستثناء بعض المؤشرات الموسمية التي ليس لها معنوية إحصائية ، ففي هذه الحالة نلاحظ أن المؤشر الموسمي المقابل لشهر جانفي له دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% ، وهذا ما تؤكد نسبة الاحتمال التي تساوي 0.0019 فهي أقل تماما من 5% ، تجدر الإشارة إلى أننا قمنا بحذف المتغير الصوري المقابل لشهر ديسمبر وذلك لتفادي التعدد الخطي التام.

كما أن معامل المعلم التغيير الهيكل $\hat{\gamma}$ له دلالة إحصائية ، حيث أن نسبة الاحتمال المقابلة له تساوي 0.015 وهي أقل من مستوى معنوية 5% ، وهذا يعني أن تقلبات عوائد السوق تتميز بتغيير هيكل وبالتالي هناك أثر أو تشوه جانفي على تقلبات عوائد مؤشر داو جونز الصناعي.

تجدر الإشارة إلى أن النموذج تم تقديره مع خطأ توزيع الخطأ المعمم (Generalized normal distribution) GED ، والذي يعتبر معنويا عند مستوى دلالة 5% ، بمعنى أن لمعلم الكثافة الشرطية معنوية إحصائية حيث نلاحظ أن إحصائية ستيودنت بالقيمة المطلقة أكبر تماما من 1.96 ، كما أن نسبة الاحتمال تساوي الصفر فهي أقل من 5% .



ثالثا: تفسير تشوه جانفي (يناير) بين نظرية كفاءة الأسواق المالية

والتمويل السلوكي

يرجع بعض الباحثين ذلك إلى الأسباب التالية: (Bertrand Jacquillat, 1997, p. 71):

✓ يقوم المستثمرون بالتقييم الدوري لمحافظهم المالية في نهاية السنة، حيث يقومون بالتخلص من الأسهم ضعيفة الأداء (غير الكفؤة) ببيعها، وإعادة شراء أسهم في السنة الجديدة؛

✓ التوقع الايجابي للمستثمرين بأن بداية سنة جديدة تعني أن هناك معلومات جديدة وأسهم جديدة أكثر كفاءة، ولذلك يقومون بالتخلص من أسهمهم في نهاية السنة، واستعمال حصيلتها في شراء أسهم أفضل من حيث العائد والمخاطرة؛

✓ ولكن تجدر الإشارة إلى أن هناك أبحاث توصلت لنفس هذا الأثر في دول لا توجد فيها ضرائب على الأرباح الرأسمالية وبلدان أخرى نهاية السنة الضريبية فيها ليست في ديسمبر على غرار إنجلترا واليابان وأستراليا، وبالتالي "لماذا يقوم المستثمرون في مثل هذه الدول ببيع الأسهم المنخفضة أسعارها لتحقيق خسائر رأسمالية ثم إعادة استثمارها؟".

فسر السلوكيون تشوه أو شذوذ يناير بالمحاسبة العقلية كمايلي:

في ثقافات العديد من الدول يكافئ الموظفون بمكافآت وتعويضات سخية قبل بداية السنة الجديدة، غالبًا ما تُدفع في يناير، وذلك مقابل العمل الجاد في العام الماضي ولتشجيعهم على العمل بجدية أكبر في العام الموالي (مكافآت ثقافية).

ينص مفهوم المحاسبة العقلية على أن معظم الناس يتصرفون كما لو كان لديهم نظام محاسبة عقلي ينتهك مبدأ قابلية النقود للاستبدال، حيث يتعامل الأفراد مع الأموال باعتبارها غير قابلة للاستبدال الدائم عند توزيعها بين الحسابات المختلفة (Chen, 2011, pp. 209-210) سواءً في حساب الميزانية (نفقات المعيشة اليومية) أو حساب إنفاق تقديري أو حساب ثروات (مدخرات واستثمارات)، بمعنى أن تعاملهم مع الأموال يعتمد على مصدرها، وبالتالي فإن المكافآت والتعويضات المدفوعة تعامل معاملة مختلفة عن الراتب الشهري حتى لو كان دفع المكافأة أمرًا مؤكدًا وروتينيا كل سنة، فالمستثمرون يعتبرون هذه الزيادة كأنها ربح إضافي أو هدية أو مالا مُعطى وبالتالي يتعاملون معها عكس التعامل مع الراتب العادي ويقومون باستثمارها في استثمارات أكثر خطورة وبالتالي يصبح المستثمرون أقل عزوفًا عن المخاطرة في يناير، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية عالية المخاطر في سوق يهيمن عليه الأفراد بشكل أساسي، خاصة أسهم الشركات الصغيرة الحجم العالية المخاطر والأكثر تقلبًا، وعدم استثمارها في أسهم الشركات الكبيرة والتي تتميز بمخاطر وتقلبات أقل، مما يتسبب في

كما يتم تفسير شذوذ يناير بالتفاؤل المفرط لدى المستثمرين والذي يكون نتيجة لاستقبال سنة جديدة، حيث يتوقع المستثمرين تحقيق أرباح، ويكونون على استعداد للدخول في استثمارات أكثر خطورة، وخاصة في الدول التي تكون فيها السنة الجديدة يوم عطلة، حيث أن البشر بطبيعتهم يفضلون أوقات العطل والفراغ لأنها توفر لهم الراحة ويكون الفرد أكثر تفاؤلاً وفرحاً مما ينعكس بالإيجاب على قراراته الاستثمارية ومنه أسعار السوق.



IV- نتائج الدراسة

1. إن وجود تشوهات في عوائد الأسهم يدل على أن مفهوم رشادة المستثمرين غير محدد بطريقة جيدة، ف Fama اعتبره متغير ثابت، وبالتالي من المهم أن يتم تأطير التشوهات وإدخالها كعامل متغير، ودراسة مدى تأثير فرضيات الكفاءة التامة المتبقية على فرض رشادة المستثمر، وبالتالي من المهم إعادة صياغة مفهوم جديد لكفاءة أسواق رأس المال بحيث يأخذ بعين الاعتبار كل العوامل المؤثرة في الكفاءة، وتعديل فرضية رشادة المستثمرين؛
2. إن اختبار كفاءة أسواق رأس المال بالأخذ بعين الاعتبار عائد الأسهم المتداولة يعتبر قاصرا في تقديم نتائج موضوعية، لأن العوائد لا تعتبر العامل الوحيد الذي يأخذه المستثمر بعين الاعتبار عند اختياره للأوراق المالية، لأن المستثمر قد يتأثر بعوامل خفية وقد يكون له ولاء تجاه أسهم مؤسسة معينة، ووجود تشوه يناير في عوائد مؤشر داو جونز الصناعي هو أكبر دليل على ذلك، وبالتالي فإن فهم سلوكيات المستثمرين يضيف صبغة حديثة وواقعية لقياس كفاءة أسواق رأس المال ولتفسير التشوهات في أسواق رأس المال؛



3. إن ظهور التمويل السلوكي أنتج جدلا بالغ الأهمية، وهو هل الكفاءة هي من تنمط وتمنهج سلوكيات المستثمرين، أم أن سلوك المستثمرين هو من يحدد الكفاءة، إن هذه الجدلية تشير إلى أن كفاءة أسواق رأس المال أمر ظرفي أو وقتي ويتغير حسب الظروف السائدة في سوق رأس المال ووفقا لسلوكيات المستثمرين؛

4. إن ظهور التمويل السلوكي لا يعني أن نظرية الكفاءة خاطئة، بل هما مكملان لبعضهما، فنظرية كفاءة أسواق رأس المال تنطلق من النظري وتحاول تطبيقه، أما التمويل السلوكي فينطلق من الواقع ويحاول تفسير الاختلالات في السوق ويحاول نمذجتها.



شكرا على حسن الإصغاء



المداخلطة الثانية

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة غرداية

مخبر التطبيقات الكمية والنوعية للارتقاء الاقتصادي، الاجتماعي والبيئي بالمؤسسات الجزائرية

الملتقى الدولي الافتراضي webinar حول:

المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق

محور المشاركة

المحور السادس: دراسة أثر التحيزات المعرفية والسلوكية على القرارات المالية

مداخلة بعنوان:

دور المالية السلوكية في تطوير الابتكار المالي

د. سهام مانع

جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج

مخبر الدراسات والبحوث في التنمية الريفية

siham.mana@univ-bba.dz

أ.د. موسى بن منصور

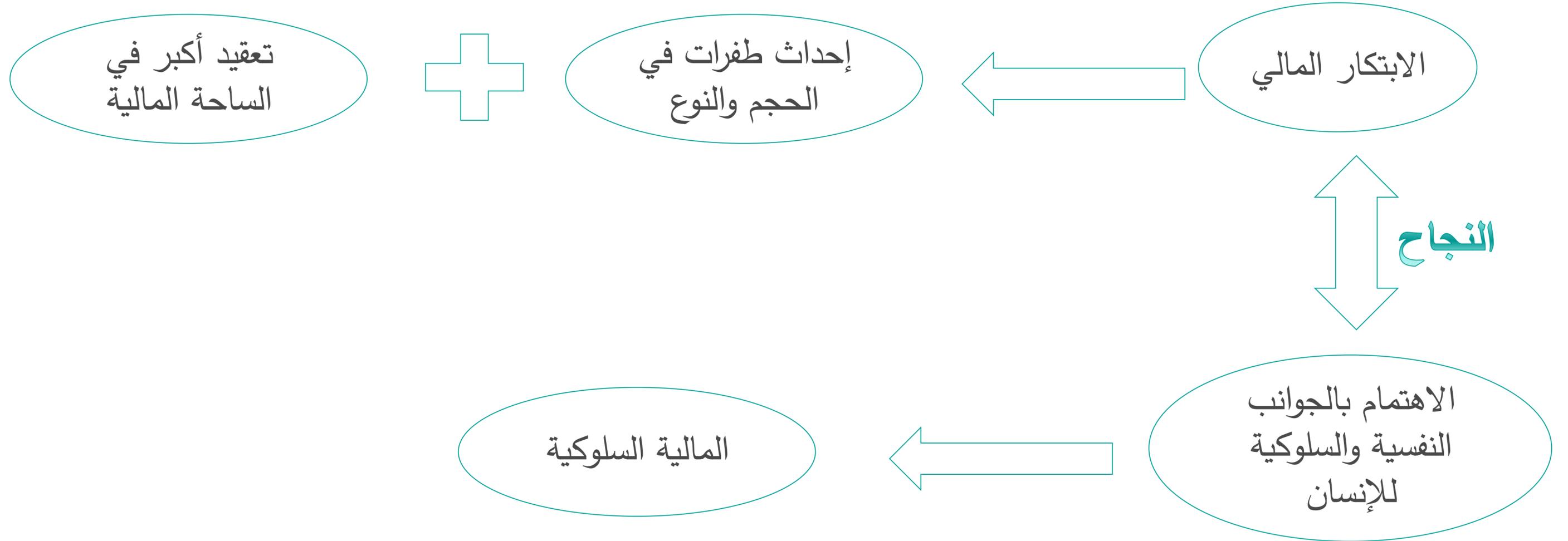
جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج

مخبر الدراسات والبحوث في التنمية الريفية

benmansourmo@gmail.com

0663977215

مقدمة



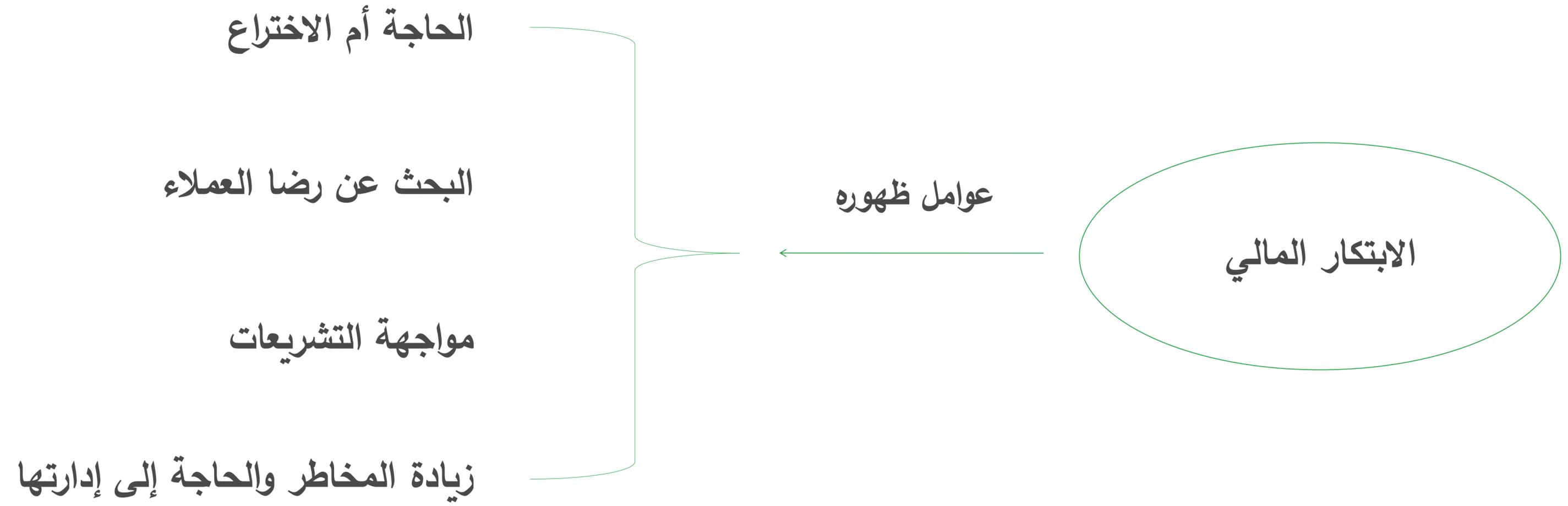
ما هي الإسهامات التي قدمتها المالية السلوكية في مجال الابتكار المالي من خلال تحليل العوامل البشرية الأساسية التي تسهل تفاعل الأفراد مع المشكلات المالية التي تواجههم؟

مفاهيم أساسية حول الابتكار
المالي والمالية السلوكية

المحور الأول



أولاً: ماهية الابتكار والابتكار المالي



ثانياً: ماهية المالية السلوكية



عدم رشادة المستثمرين

حدود المراجعة

علم النفس المعرفي

مبادئ المالية السلوكية

المالية السلوكية

إسهامات المالية السلوكية في
تطوير مفهوم الابتكار المالي

المحور الثاني

تشوهات موسمية

تشوهات جوية

تشوهات سوقية



دالة الاحتمال

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

دالة الأوزان

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

دالة القيمة

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

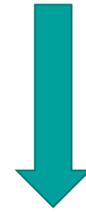


التأطير

الكيفية التي يتم بها عرض البدائل

- تفسير طرق اتخاذ القرارات في حالة عدم اليقين؛
- تفسير سبب تفضيل المستثمرين المخاطر عند مواجهتهم الخسائر.

حساب قيمة المنفعة المتوقعة V_U



$$EV_{(i)} = p_{Di} V_U (0 - n) + p_{Ui} V_U (x - n)$$

نظرية السلامة أولاً

نظرية "SP/A"



الخاتمة

- الخاتمة
- النتائج
- التوصيات



الخاتمة

قامت نظرية المالية السلوكية

دراسة السوق المالي ومختلف التصرفات والقرارات التي تصدر عن المتعاملين فيه

ثم توصلت إلى

صياغة نظريتها آخذة بعين الاعتبار الأحداث التي لاحظتها في السوق المالي

محاولة من خلالها

تفسير ما يجري في الأسواق المالية وتقديم طرق علمية نفسية رياضية تساعد على اتخاذ القرارات في ظل توجهات المستثمرين

النتائج



1 ساهمت المالية السلوكية بتقديم إضافات وحلول كثيرة للعديد من المشكلات المالية الحديثة لذلك فهي تعد ابتكاراً مالياً بحد ذاتها، كما أنها ساهمت في تطوير وتوسيع مجالات الابتكار المالي؛

2 تعتبر التصرفات التي تصدر من المستثمرين حسب نظرية المالية السلوكية تصرفات طبيعية عادية فهي ترى بأن المستثمرين أشخاص طبيعيين وليسوا غير عقلانيين كما صنفتهم النظريات الاقتصادية السابقة؛

3 استعانت المالية السلوكية في دراسة وتحليل السلوكيات التي تنتج عن المستثمرين وفي إثبات صحة فكرتها وبناء نظريتها ب علم النفس المعرفي الذي يعتبر إضافة جديدة في العلوم المالية الاقتصادية؛

4 أعطت المالية السلوكية اهتمام كبير للقرارات المالية التي يتخذها المستثمرين حيث قدمت له نظريات وأدوات رياضية تساعد في اتخاذ القرار في ظل معتقداته، تحيزاته، طريقة تعامله مع المشكل الذي يواجهه، درجة المخاطر التي تواجهه، ضيق الوقت وحالة عدم اليقين التي تصاحب كل استثمار.



1

إعطاء فرصة للمالية السلوكية من قبل المنظرين الاقتصاديين وعدم الاكتفاء برفضها وانتقادها بدل فهمها ودراستها.

2

إن الحالات الشاذة والتحيزات الصادرة عن المستثمرين التي تتكرر في السوق المالي ليست ناتجة فقط عن سلوكيات المستثمرين في السوق المالي وحسب بل نجدها مرتبطة كذلك بكافة المتعاملين فيه من: شركات مدرجة في السوق، محللين اقتصاديين وماليين، وسطاء ماليين، محاسبين، مدراء... الخ، ولذلك يتوجب على المالية السلوكية دراسة طبيعة تفكير كل هؤلاء المتدخلين وتحديد كيفية تأثيرهم على كل من المستثمرين والسوق المالي.

3

دمج مبادئ وأفكار المالية السلوكية مع النظريات الاقتصادية السابقة ومحاولة التوصل إلى نظرية جديدة عسى أن تكون أفضل من سابقتها.

تسکرا

المداخلة الثالثة



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة - غرداية-

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير

بالتعاون مع مخبر البحث

التطبيقات الكمية والنوعية للارتقاء الاقتصادي الاجتماعي والبيئي بالمؤسسات الجزائرية

مداخلة مقدمة الى الملتقى الدولي الافتراضي webinar حول

المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق

يومي 02 و03 افريل 2022

المحفظة الاستثمارية ما قبل السلوكية بين تحليل المدرسة التقليدية والمدرسة الحديثة

The pre-behavioral investment portfolio between the analysis of the traditional school and the modern school

دريسي أسماء¹

زميت صوفيا²

drissi.asma@univ-alger3.dz جامعة الجزائر 3،¹

zemmit.sofia@univ-alger3.dz طالبة دكتوراه²

1. مقدمة

ظهر الاساس لبذور نظرية المحفظة الاستثمارية ضمن كتابات ادم سمث، وبرزت بمفهومها النظري وبصورها الاولية لدى هاري ماركويتز، ضمن مقالة المنشور في إحدى الصحف المالية الامريكية المعروفة باسم (The Journal Of Finance) المجلة المالية، بتاريخ 1 مارس 1952، بعنوان اختيار المحفظة (Portfolio Selection) .

تم وضع بعض التعديلات على الانموذج النظري لماركويتز من قبل توبين (Tobin) من خلال الاضافات الفكرية التي ادخلها على الانموذج الاصلي لماركويتز في عام (1958) بإيجاد ما يعرف (اختيار المحفظة الكفوءة).

الا ان هذه الاضافات الفكرية قد ادخلت عليها تعديلات جديدة لتكون أكثر ملائمة ودقة في النتائج المتأتية منها، كما انها اصبحت أسهل في الاستخدام من قبل الافراد والمؤسسات المالية، لذلك فقد تم استكمال النماذج والتعديلات السابقة بإدخال نماذج رياضية الى نموذج ماركويتز وتعديلات توبين من قبل كلاً من (كرونكر ومايز) في عام (1983) في كتابهما في بريطانيا تحت عنوان (نظرية المحفظة الاستثمارية والمؤسسة المالية)

وأن ماركويتز لم يكتف بهذا كله فقام بتعديلات اخيره مع اخرين كان من نتائجها ظهور ما يعرف (نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة (Modern Portfolio Theory) ويشار اليها اختصاراً بالرمز التالي (M.P.T) والتي ادت الى حصوله على جائزة نوبل في الاقتصاد عام (1990) عن انجازاتهم في مجال علم الاقتصاد من خلال كتابة المعروف باسم (المحفظة الاستثمارية). من هذا المنطلق يمكن طرح الاشكالية التالية:

كيف كان التفكير في ادارة المحافظ الاستثمارية قبل الفكر السلوكي؟

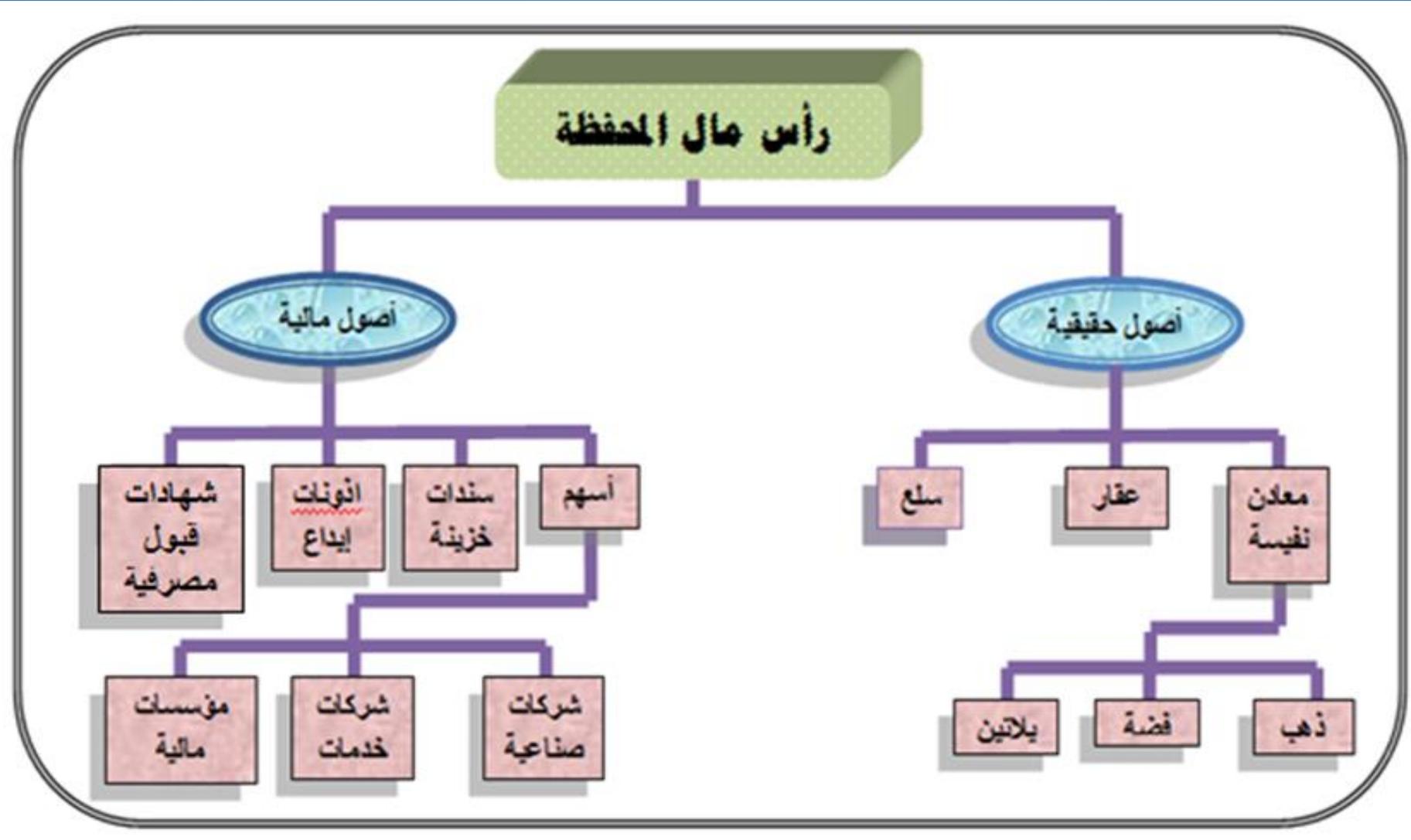
اولا - مفهوم المحفظة الاستثمارية:

تعتبر اغلب الطروحات والدراسات السابقة عن المحفظة الاستثمارية بأنها " ما هي الا تشكيلة من ورقتين ماليتين او موجودين او أكثر " او الموجودات الاخرى والتي تعود ملكيتها لمستثمر واحد تجمع وتحفظ في وعاء واحد على الرغم من -اختلاف تنوعها وتعرف بالمحفظة -

الا ان (Philipp Atos) عرفها بصورة اوسع من الذين سبقوه كون المحفظة الاستثمارية ليست عبارة عن تشكيلة وتنوع فقط وانما هي في الاساس عبارة عن حق ملكية يراد توجيهها بأكفاً صورة ممكنة في ظل المخاطر الاستثمارية وهي " مجموعة مؤلفة من حقوق ملكية والمكونة من موجودات مالية والتي يريد المستثمر استثمار امواله فيها اما من ناحية علم الادارة المالية فإنه تم تعريفها على انها " مجموعة او توليفة او حزمة من الموجودات " وهذا ما يتفق عليه كثير من الاداريين وتعرف نظرية المحفظة بأنها " الإطار المعرفي الذي يمكن بواسطته تقدير مقدار العائد المتوقع والمخاطرة للمحفظة.



نموذج المحفظة الاستثمارية المتنوعة



ثانيا: نظريات المحفظة الاستثمارية

تم تقسيم النماذج التي تتناقش مفهوم نظرية الاستثمارية على مدرستين هما (المدرسة التقليدية، والمدرسة الحديثة) وبني هذا التقسيم على الافتراضات التي اعتمدها كل نموذج عند ظهوره.

المدرسة الكمية

المدرسة الذاتية

المدرسة الذاتية:

تعد المدرسة الفكرية الاولى، ومن اهم الافتراضات او الاعتقادات التي اعتمدها وهي كيفية التوصل الى تحقيق الاستثمار الأكفأ للمستثمر ضمن محفظة استثمارية، ويشترط اصحاب هذه المدرسة بامتلاك الافراد للخبرة الواسعة والعميقة في التعامل في الاسواق واستخدام الادوات الاستثمارية المختلفة، وإن تخفيض مستوى المخاطرة يتم بالاعتماد على التنويع من خلال محفظة استثمارية تحتوي على عدد كبير من الاسهم والتي تكون من قطاعات اقتصادية مختلفة، وهكذا فإنها تعبر عن نوع من الافكار والتي كانت سائدة في تلك الفترة، ومن أهم المبررات لهاتين الفكرتين هو ان حل العقبات والمشكلات التي تعترض استثمارات أي مستثمر يكون بالاعتماد على مهاراتهم الفكرية فضلاً عن حدسهم كون الفرد المستثمر عاقل ورشيد، في حين ان الحكمة من وراء هذا الاعتماد على فكرة التنويع لأكثر من قطاع اقتصادي واحد انها اذا وضعت داخل قطاع واحد ستكون عرضة لكثير من المؤثرات الاقتصادية المتشابهة وبالتالي يرفع من مستوى المخاطرة التي تتعرض لها هذه الوحدات الداخلة في المحفظة الاستثمارية في الوقت نفسه لمستوى العائد التي قد تحققه مما يجعله تصرف غير رشيد

• بعض المفاهيم المرتبطة بنموذج خصم الارباح لجون ويليامز

تكلفة حقوق الملكية

$$K = R_f + R_i$$

احتساب تكلفة حقوق الملكية لأي مشروع في شركة ما، من خلال المعادلة الآتية
حيث يمثل K معدل او متوسط تكلفة حقوق الملكية، في حيث (R_f) معدل العائد الخالي من المخاطرة، اما (R_i) معدل علاوة
المخاطرة، وأن من الملاحظ ان جميع المتغيرات الداخلة في المعادلة تكون وحدة قياسها النسبة المئوية.

وهو اقل عائد يجب على الشركة تحقيقه لملاكها المساهمين فيها لتعويضهم عن تحملهم -
للمخاطر المرتبطة بهذا الاستثمار وعن مقدار التغير في قيمة النقود عبر الزمن وتساوي
تكلفة الفرصة البديلة التي يتحملها المستثمرون نتيجة استثماراتهم في هذه الشركة

العائد الخالي من المخاطرة -

-علاوة المخاطرة

-وهو العائد الذي يطلبه المستثمر من استثمار ما كتعو يضعن تحمله للمخاطر المرتبطة من المتغير (R_f) والمتغير (R_i)
يتحكما بالمتغير (k) من خلال تفاعلها الواحد مع الاخر

"وهو العائد الذي يحصل عليه المستثمر من دون الوقوع بما يعرف بأحد الانواع المخاطرة
ومنها المخاطرة السوقية ومخاطرة التسييل فضلاً عن مخاطرة الافلاس..

نموذج خصم الارباح لجون ويليامز

الانتقادات الموجهة لنموذج جون ويليامز:

اهتمام النموذج
لجانِب المخاطرة
كون العنصر
الاساسي في أي
استثمار

عدم اهتمام النموذج
بالتنبؤ المستقبلي،
ويظهر ذلك بالغائه
للتوقعات المستقبلية
وأثرها على قيام
أي استثمار في
أسهم اية شركة او
مشروع

عدم وجود مبرر
للمخاطرة ضمن
منطق الفرصة
البديلة

يعتقد بعض
الاقتصاديين ان
المعادلة الخاصة
بتكلفة حقوق الملكية
هي ليست لتقدير
قيمتها فقط وانما تم
صياغتها لترغيب
المستثمرين بالسندات
الحكومية

افتراض النموذج
والنظرية الكلاسيكية
ان الفرد عاقل
ورشيد في اختياراته
الحياتية والاقتصادية

المدرسة الكمية

تعد المدرسة الكمية من المدارس الفكرية المختصة بالاستثمار، وقد جاءت بأراء جديدة بسبب فشل المدرسة الذاتية في تلبية متطلبات المرحلة الاقتصادية الحديثة وضعف قدرتها على تفسير الكثير من الظواهر الاقتصادية فضلاً عن الانتقادات التي وجهت الى الافكار الكلاسيكية والآراء التي امنت بها، لذا فإن هذه المدرسة تعتقد او بصورة ادق بنيت على الاعتقاد بأن غالبية المسائل التي يقابلها المستثمرون تخضع لتقويم تحليلي معمق باستخدام الصيغ والنماذج الاحصائية وتقنيات المحاكاة للوصول الى افضل الحلول.

وبوجب هذا الاعتقاد، فإن الرأي السائد لدى هذه المدرسة الفكرية هو القدرة على وضع المشكلة التي يواجهها المستثمرين والمؤسسات المالية في صيغة رياضية من خلال وضع الفرضيات والمعالم فضلاً عن إدخال متغيرات المدخلات ومتغيرات -

المخرجات، وكل هذا يتم من خلال اختبار النموذج المناسب للوصول الى الحلول الممكنة واختيار افضل حل من بينها، إلا من اهم الآراء التي استندت اليها هذه المدرسة بالإضافة لمجموعة آراء التي تستند إليها، وهو قناعتها بإمكانية حل المشكلات التي من الممكن ان تتكرر باستعمال الادوات والمسائل الرياضية، فان كانت مجموعة حلول موجودة اصلاً لمجموعة سابقة من المشكلات فمن الممكن تطبيقها من جديد مراراً وتكراراً او احدث بعض التغييرات اذا ما تطلب ذلك، هذا الاتجاه في المدرسة الكمية قد خلق نوعاً جديداً من التطوير، ومن اهم الاسباب لشيوع افكار هذه المدرسة في عالم الاستثمار بصورة خاصة والاقتصاد بصورة عامة هو نموذج ماركويتز (التباين-الوسيط)

نظرية المحفظة الحديثة

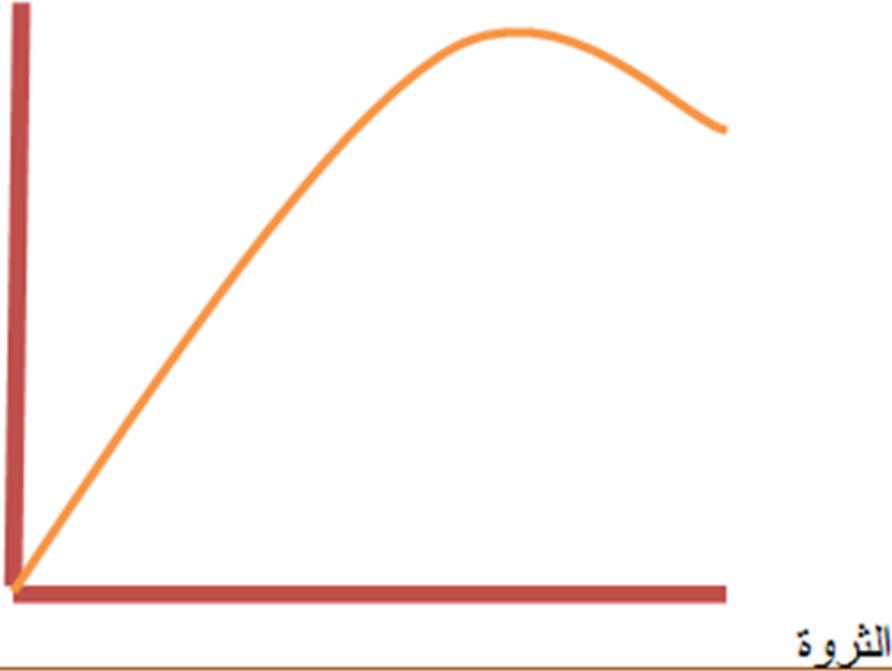
تعد نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة من اهم النظريات المطبقة في مجال الاستثمار والمعبرة عن اراء المدرسة الكمية من خلال التقنيات والصيغ الرياضية التي تطورت شأنها شأن باقي العلوم ويظهر ذلك في نموذج ماركويتز (التباين- الوسيط) والذي يطبق على عمليات تخصيص الاموال وأستند ماركويتز في نظريته على عدة افتراضات فيما يتعلق بسلوك المستثمر وعلى وفق الاتي:

- 1- يهتم المستثمر بالبدايل الاستثمارية والتي تكون ممثلة من خلال التوزيع الاحتمالي للعائدات خلال فترة امتلاك المحفظة.
- 2- يعظم المستثمر المنفعة خلال الفترة الواحدة.
- 3- يخمن المستثمرون مخاطرة المحفظة اعتماداً على التنوع في العائدات المتوقعة.
- 4- يعتمد المستثمر في قراراته على العائد والمخاطرة ومنحنيات دالة المنفعة وعلى الانحراف المعياري والتباين للعائدات. عند مستوى محدد من المخاطرة يفضل المستثمرين العائدات العالية، وكذلك عند مستوى محدد من العائد المتوقع يفضل المستثمر أقل مستوى من المخاطرة.

وقد استمدت نظرية المحفظة الحديثة أفكارها الأساسية من نظرية المنفعة الحدية في علم الاقتصاد اعتماداً على مبدأ تناقص المنفعة الحدية , إذ إن المستثمر يرتب البدائل الاستثمارية وفقاً لقيمة المنفعة المتوقعة لاسيما في الأجل الطويل، معتمداً بذلك على الموازنة بين العائد والمخاطرة , لأن مثل هذه الموازنة سوف تمنح المستثمر وحدة إضافية نتيجة التغير في الثروة , وكما هو واضح في الشكل 2 , يتضح أن منحنى المنفعة يستمر في الارتفاع إلى أن يصل حداً تصبح فيه أية زيادة في الثروة تسبب تناقصاً في إجمالي المنفعة المتحققة من الأموال المستثمرة

الشكل رقم 02 العلاقة بين المنفعة والمستثمر

المنفعة الكلية



وكما هو واضح في الشكل 2 , يتضح أن منحنى المنفعة يستمر في الارتفاع إلى أن يصل حداً تصبح فيه أية زيادة في الثروة تسبب تناقصاً في إجمالي المنفعة المتحققة من الأموال المستثمرة

المحفظة التقليدية	المحفظة الحديثة
تعتمد على تعظيم العائد من لكل ورقة مالية	تعتمد على تقييم العائد والمخاطرة خلال مجموعة متنوعة من الأوراق المالية
يمكن تقييمها من خلال الانحراف المعياري	تقاس من خلال عمليات متنوعة
تفترض أن السوق غير كفوءة لموجود مالي معين	تفترض أن السوق كفوءة وجميع المعلومات متوافرة للمساهمين.
تعطي أهمية كبيرة للانحراف المعياري في قياس مخاطرتها	تعطي أهمية كبيرة للبيتا في قياس مخاطرتها

الخاتمة

نظرية المحفظة هي الإطار المعرفي الذي يمكن بواسطته تقدير مقدار العائد المتوقع والمخاطرة للمحفظة، حيث تقسيم النماذج التي تناقش مفهوم نظرية الاستثمارية على مدرستين هما (المدرسة التقليدية، والمدرسة الحديثة) وبني هذا التقسيم على الافتراضات التي اعتمدها كل نموذج عند ظهوره، وتعد المدرسة الفكرية الأولى، ومن أهم الافتراضات أو الاعتقادات التي اعتمدها وهي كيفية التوصل إلى تحقيق الاستثمار الأكفأ للمستثمر ضمن محفظة استثمارية.

و بعدها جاءت المدرسة الكمية من المدارس الفكرية المختصة بالاستثمار، وقد جاءت بأراء جديدة بسبب فشل المدرسة الذاتية في تلبية متطلبات المرحلة الاقتصادية الحديثة وضعف قدرتها على تفسير الكثير من الظواهر الاقتصادية فضلاً عن الانتقادات التي وجهت إلى الأفكار الكلاسيكية والآراء التي امنت بها، لذا فإن هذه المدرسة تعتقد أو بصورة أدق بنيت على الاعتقاد بأن غالبية المسائل التي يقابلها المستثمرون تخضع لتقويم تحليلي معمق باستخدام الصيغ والنماذج الاحصائية وتقنيات المحاكاة للوصول إلى أفضل الحلول، وبوجب هذا الاعتقاد، وبين تنوع ماركوتز على فكرة أساسية مفادها أن مخاطر المحفظة لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات التي تشتمل عليها، بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط بين عوائد تلك الاستثمارات، وهذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تشتمل عليها المحفظة، وذلك بمراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة لا ارتباط بينها أو توجد علاقة عكسية.

A hand in a dark suit jacket is shaking hands with a glowing blue circuit board background. The circuit board is filled with white lines and dots, creating a digital, futuristic feel. The hand is positioned on the right side of the frame, reaching towards the center. The background is a deep blue, and the overall composition is centered around the handshake and the circuit board.

شكرا على الإصغاء والمتابعة...

المداخلة الرابعة



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة غرداية



كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير
مخبر التطبيقات الكمية والتنوعية للارتقاء الاقتصادي،
الاجتماعي والبيئي بالمؤسسات الجزائرية

ينظم

الملتقى الدولي الافتراضي webinar حول :



المالية السلوكية
بين النظرية و التطبيق

يومي: 02 و 03 أفريل 2022

المحور الثالث: دراسة الاسواق المالية وفق مفهوم المالية السلوكية

المالية السلوكية وتشوهات الأسعار في أسواق الأوراق المالية

عادل طلبية¹

¹ أستاذ محاضر-أ-، جامعة العربي التبسي تبسة ، الجزائر ، adil.tolba@univ-tebessa.dz

مقدمة:

عرفت نظرية النيو كلاسيكية عدة تطورت لتصل إلى مرحلة النضج بحلول سنة 1980، بإنتاج قواعد وتوصيات موحدة، نتائجها تأتي من نقطتين أساسيتين، الأول هو حقيقة أن الأعوان الاقتصاديون يسعون إلى تعظيم المنفعة. وكانت هذه النقطة الأولى كنتيجة النظريات الأساسية لـ Von Neuman Morgerstern و Savage، أما النقطة الثانية هي مفهوم المنافسة التامة التي تقوم بافتراض أننا لا يمكن كسب المال من دون اتخاذ أي مخاطر. وإذا وجدت مثل هذا الفعل، فإنه سيتم استغلاله على الفور من قبل الأعوان الاقتصاديين، وهذه النقطة ترتبط بمفهوم المراجعة (التحكيم)

النقطتان السابقتان كانتا أساس نظرية كفاءة أسواق الأوراق المالية التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق بحيث سرعة الاستجابة هذه تؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية أو المحورية، بحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية

بما أن القرار الاستثماري يتخذ حاضرا، فإن القيمة الحالية هي الأساس الموضوعي للوصول إلى تقييم حقيقي للورقة المالية، ونظرا لأن اسواق الأوراق المالية هو الإطار الذي تتحدد فيه القيمة السوقية للورقة المالية فقد درجت إدارة السوق على الاهتمام ببعض التحليلات لبيان قوة الورقة المالية من خلال عدد من المؤشرات المالية، الهدف منها هو الكشف عن نتائج الأداء الاستراتيجي للمؤسسات المصدرة للأوراق المالية.

لكن من خلال التشوهات الملاحظة على مستوى أسواق الأوراق المالية يتبين أن عملية الاستثمار ليست نتيجة قرار يتسم بالعقلانية التامة، أساسه عملية تحليل لكل المعطيات الأساسية كالمعدلات أو الأرباح أو تطور السوق، إذ يقر المحللون في هذا الصدد ويعترفون بأثر العوامل غير العقلانية كالإفراط في الثقة، التقليد والمحاكاة، أخطاء الإدراك وغيرها تؤثر في تشكل الأسعار في أسواق الأوراق المالية ، لذا كما اشرنا سابقا جاءت المالية السلوكية لأجل دراسة هذا المقدار من عدم الرشادة الذي يشوب عملية اتخاذ القرار.

إشكالية الدراسة:
وفقا لما سبق نطرح التساؤل التالي:

**كيف ساهمت المالية السلوكية في تفسير تشوهات الأسعار في أسواق الأوراق
المالية؟**

• وللإجابة على الإشكالية سيتم التطرق في هذه الورقة البحثية للمحاور التالية:

1. التشوهات الملاحظة على مستوى أسواق الأوراق المالية
2. مفهوم المالية السلوكية ؛
3. أنماط التمويل السلوكي ؛
4. تفسير تشوهات الاسعار وفق مفهوم المالية السلوكية.

1- التشوهات الملاحظة على مستوى أسواق الأوراق المالية

هناك عديد الدراسات والأعمال التجريبية التي أظهرت التناقضات في نظرية كفاءة الأسواق المالية، في هذا الصدد سنقدم على سبيل المثال لا الحصر أهم هذه التشوهات (الأكثر دراسة وملاحظة). وذلك بهدف اظهر أن الاختلافات بين نظرية كفاءة السوق والبيانات الفعلية المسجلة على مستوى الأسواق المالية، وذلك من خلال ما يلي:

1-1 التثوهات الموسمية

يمكن تقسيم التثوهات الموسمية الملاحظة على مستوى أسواق الأوراق

المالية إلى ما يلي:

1-1-1 أثر نهاية الأسبوع

2-1-1 أثر نهاية السنة

3-1-1 آثار الشهور والأيام

2-1 التثوهات المرتبطة بالشركة

يمكن تقسيم التثوهات المرتبطة بالشركة الملاحظة على مستوى أسواق الأوراق المالية إلى ما يلي:

1-2-1 تأثير الشركة الصغيرة

2-2-1 الاكتتابات

3-2-1 التذبذب المفرط في أسعار السوق

4-2-1 تأثير مضاعف السعر إلى العائد (PER)

5-2-1 أثر إدماج ورقة مالية في مؤشر الأسعار

2- مفهوم المالية السلوكية

1-2 تعريف المالية السلوكية

تعرف المالية السلوكية بأنها مجموع المقاربات التي تقترح وتقدم منظورا جديدا لسلوك الأفراد في أسواق المال والمؤسسات على حد سواء، من خلال الدراسة في تأثير علم النفس على السلوك الممارسين الماليين ومن ثم تأثيره اللاحق على أسواق الأوراق المالية، ويستمد التمويل السلوكي أهميته من كونه يساعد على تفسير لماذا وكيف يمكن أن تكون الأسواق غير كفؤة. (Martin، 2007)

كما تعرف المالية السلوكية (التمويل السلوكي) بأنها النموذج الذي يدرس الأسواق المالية باستخدام النماذج التي هي أقل اعتمادا على أفكار فون نيومان-الممثلة في نظرية المنفعة (Von Neumann-Morgenstern مورجنسترن) وافتراضات التحكيم -على وجه التحديد-، فالتمويل السلوكي لديه اثنين من القواعد الأساسية هما: علم النفس المعرفي وحدود التحكيم.

يشير علم النفس المعرفي إلى كيفية تفكير الناس، فهناك عدد معتبر من الأدبيات في علم النفس توثق الأخطاء المنهجية في الطريقة التي يفكر بها الناس نتيجة للثقة المفرطة بالنفس وإعطاء الكثير منهم الوزن الأكبر للتجربة الأخيرة مما يؤدي إلى إحداث التشوهات، لذا يستخدم التمويل السلوكي هذه المجموعة من المعرفة بدلا من اتخاذ النهج الذي يتجاهل العوامل النفسية، أما حدود التحكيم فتشير إلى متى تكون ظروف التحكيم فعالة، ومتى تكون غير ذلك. (Ritter, 2003, p. 1))

تكمُن أهمية التمويل السلوكي في تحقيق استخدام شامل لظواهر السوق لأنها تعتبر آلية صنع القرار النفسي لسلوك المستثمرين لعدد كبير من خيارات المستثمر المختلفة التي لها مخاطر مختلفة والعودة إلى أفضليات ذات الصلة بدرجة المخاطر المرتبطة بهذه المنتجات والتي تختلف عوائدها بطبيعة الحال مع مستوى المخاطر ، لذلك يتم تطوير هذه المنتجات المالية المختلفة من خلال النظر في علم النفس للمستثمرين لتلبية احتياجاتهم المختلفة

فيمكن للمستثمر اختيار أي منتج وفقا لمخاطر وتفضيل العوائد ذات الصلة لأن الأداء الاستثماري الماضي والمشورة من قبل دعاة الاستثمار يحدد قرار المستثمر بخصوص شراء المنتجات المالية، خاصة تصور المخاطر لأنه يلعب دورا هاما جدا في تشكيل قرار إعادة الاستثمار و في توقعات عوائد المستثمرين المتعلقة بالاستثمار بشكل خاص. (الجبوري، 2014، صفحة 786)

3 أنماط التمويل السلوكي

وفقاً لأنصار التمويل السلوكي تؤدي توفر المعلومات الجيدة إلى زيادة الفائدة من العواطف من خلال التحيزات المعرفية وقد وثق العديد من علماء النفس المعرفي أنماط بشأن كيفية تصرف الأفراد نورد بعض هذه الأنماط فيما يلي:

1-3 الثقة العالية في قدرات الأفراد

2-3 المحاسبة العقلية واتخاذ القرار

3-3 الاستدلال Heuristics

4-3 التمثيل والمحافظة

5-3 تأثير التصرف بسلوك المجموعة

6-3 تأثير التأطير في اتخاذ القرار

7-3 سوء الفهم العشوائي

4- تفسير بعض تشوهات الاسعار وفق مفهوم المالية السلوكية.

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

أثر جانفي: تم تفسير هذا التشوه من خلال مفهوم المحاسبة العقلية، حيث تصرف المكافآت والتعويضات للعاملين في معظم الدول في نهاية ديسمبر أو نهاية جانفي، وتبعاً لمفهوم المحاسبة العقلية فإن هذه المكافآت تُعامل معاملة مختلفة عن الراتب الاعتيادي والتعويضات، مما يشجع المستثمر على توسيع المحفظة المالية و يقبل المزيد من المخاطرة. أيضاً تم تفسير هذه الظاهرة بالتفاؤل المبالغ فيه، حيث أن تفاؤل المستثمرين يكون أعلى في بداية السنة -وقد تم قياس ذلك بمؤشر يعرف بمؤشر ثقة المستثمر-، لذلك يقبلون على تحمل مخاطر أعلى نتيجة التفاؤل الزائد ولكن ينصدمون باقي العام ويصابون بخيبة أمل. (عبد

الرحمان بن سانية و واخرون، 2017)

لغز علاوة السهم: أن المستثمرين لديهم ما يسمى بتجنب الخسارة قريب المدى، أي يشغلون أنفسهم كثيرا بالتأثيرات السلبية بالمقارنة مع كمية مكافئة من الربح قريب المدى (النظر قريبة المدى)، كما يعد تحيز تجنب الغموض مفسرا لهذا اللغز، حيث يطلب المستثمرون غير المتأكدين علاوة أعلى كتعويض للغموض في التوزيع الاحتمالي. (عبد الرحمان بن سانية و واخرون، 2017)

أثر الطقس: يرجع ذلك إلى أن الطقس يؤثر على نفسية المستثمر ومزاجه وهو ما ينعكس على تصرفاته وقراراته، بما يجعله يقبل المخاطر وسعر الخصم غير الملائم. تباين الربح/الخاسر: يعتبر تحيز تجنب الخسارة أكثر تفسيراً لهذا اللغز، حيث يجعل تجنب الخسارة الاحتفاظ بالاستثمارات الخاسرة طويلاً على أمل استعادة قيمتها السابقة، وهذا السلوك يسبب مخاطرة كبيرة على المحفظة الاستثمارية لأنه يقلل من عائداتها، ويجعلهم من جانب آخر، يبيعون الأوراق المالية الرابحة مبكراً خوفاً من ضياع الأرباح في حال عدم البيع. (عبد الرحمان بن سانية و وآخرون، 2017)

الفقاعات المالية وفق المنظور السلوكي: قدم الاقتصادي Shiller Robert في كتابه الوفرة اللاعقلانية تعريفا مفصلاً وواضحاً لظاهرة الفقاعات المالية وفق المنظور السلوكي، فقال أن فقاعة المضاربة هي حالة تحدث عندما تتسبب الاخبار او المعلومات عن زيادات في الاسعار في إشعال حماس المستثمرين، والذي ينتشر بفعل العدوى السيكولوجية من شخص لآخر، وفي هذه العملية تتضخم الروايات التي قد تبرر الزيادة في الأسعار، وهذا من شأنه أن يجذب طبقة أكبر وأكثر من المستثمرين الجدد الذين ينجذبون إلى هذا الاستثمار على الرغم من تشككهم حول القيمة الحقيقية

بدافع من حسدهم لنجاحات الآخرين من جهة وبفعل الإثارة التي تنطوي عليها المقامرة من جهة أخرى، وهذا ما يعمل على نشر العدوى أكثر لتتحقق نظرية الأحمق الأكبر، وبعد انفجار الفقاعة تعمل نفس هذه العدوى على تغذية الانهيار السريع مما يسبب في سقوط الأسعار وخروج المزيد من المستثمرين من الأسواق وتضخيم الأخبار السلبية عن الاقتصاد

خلاصة:

من خلال سبق يتضح وجود مجموعة من التشوهات في أداء أسواق الأوراق المالية ، والتي تتعارض مع فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية خاصة الكاملة منها ، هذه التشوهات ساهمت في ظهور المالية السلوكية (التمويل السلوكي) التي تدرس الأسواق المالية باستخدام النماذج التي هي أقل اعتمادا على أفكار فون نيومان- مورجنسترن (Von Neumann-Morgenstern) الممثلة في نظرية المنفعة وافتراضات التحكيم -على وجه التحديد-

فالتموليل السلوكي لليه اثنين من القواعد الأساسية هما: علم النفس المعرفي وحدود
التحكيم، لأن سلوك الأعوان الاقتصاديين لا يتسم بالرشادة المطلقة بل يتأثر بعدة
سلوكيات كالثقة العالية في قدرات

على اتخاذ قرارات استثمار مثلى ، كما الفرد يتأثر بسلوك الجماعة و يعطي وزن أكبر للتجربة الأخيرة. من خلال ما قدم في هذه الورقة البحثية نستخلص ما يلي:

-تعد المالية السلوكية نموذج علمي جديد في المالية، يسعى إلى تكملة النظريات المالية التقليدية عن طريق إدخال الجوانب السلوكية للفرد في اتخاذ القرارات المالية ؛

- المالية السلوكية هي العلم يسعى إلى تقديم تفسير وتحسين المعرفة في عملية الحكم من قبل المستثمرين، وتشمل هذه معرفة التحيزات والجوانب العاطفية للمستثمرين ومدى تأثيرها فسي صنع القرار؛

- تحاول نظرية المالية السلوكية تجاوز القصور الذي ظهر في نظرية المالية التقليدية – بسبب عجزها عن تفسير التشوهات والحالات الغير عادية الملاحظة في أسواق الأوراق المالية-، باستعمال أدبيات ومصطلحات علم النفس كالتمثيل، ارتكاز، الثقة المفرطة؛

شكرا على حسن الاصفاء
والمتابعة

المداخلطة الخامسة





جامعة غرداية



كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

التطبيقات الكمية والنوعية للإرتقاء الإقتصادي، الإجماعي والبيئي بالمؤسسات الجزائرية

الملتقى الدولي الافتراضي حول:

المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق

مداخلة تدرج ضمن المحور الرابع " الثقافة المالية والسلوك المالي للأفراد " بعنوان :

تقييم دور المحاسبة السلوكية على سلوك مستخدمي القوائم المالية
للشركات التجارية المودعة لدى المركز الوطني للسجل التجاري
للفترة (2010-2020) دراسة تحليلية - الفرع المحلي لولاية غرداية .

أستاذ التعليم العالي: محي الدين محمود عمر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
جامعة تيسمسيلت

mahieddineomar@gmail.com

طالب الدكتوراه : مروان أولاد عبد النبي
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
جامعة تيسمسيلت

mouledabdennebi@gmail.com

تسعى المحاسبة المالية للشركات التجارية إلى تحقيق وظيفتين رئيسيتين وهما قياس النشاط الإقتصادي وإيصال المعلومات لمستخدميها وطالبيها لمساعدتهم في عملية إتخاذ القرار، وهذا ما جاء به النظام المحاسبي المالي الجزائري، الهادف إلى إتباع قواعد وسياسات محاسبية تؤدي إلى الإفصاح عن المعلومات الإقتصادية أو المحاسبية المعبرة عن الحقائق والأحداث المتعلقة بالشركة لإنتاج معلومات مالية تتصف بالموثوقية والمصدقية ، الأمر الذي صعب على المستثمرين من طريقة الحصول على المعلومات المحاسبية والمالية للشركات ، إلا أن المشرع الجزائري قد أسند هاته العملية إلى المركز الوطني للسجل التجاري بإعتباره هيئة وطنية لتقديم خدمة عمومية كإستخراج السجلات التجارية لصالح الأشخاص الطبيعيين والمعنويين وخدمات الرهن الحيازي ، الإشهار القانوني للشركات التجارية لاسيما عملية إشهار الحسابات الإجتماعية المودعة من طرفها .. الخ.

وهي عملية إعلامية بالوضع المالي للشركات ، وتعنى بتجميع وعرض المعلومات المالية وغير المالية لكافة مستخدميها وطالبيها مقابل الإشتراك في البوابة الإلكترونية للمركز الوطني ، وذلك لإرساء الثقة بين معلومات النظام المحاسبي المالي للشركات والمتضمنة الصدق والموضوعية في بياناتها وبين مستخدمي هذه البيانات لترشيد قراراتهم المالية والإستثمارية ، كما أنها تسهم في ممارسة المحاسبة السلوكية التي تدرس طبيعة التفاعل بين معدي المعلومة المحاسبية وبين مستخدميها لأغراض ترشيد القرارات، إلا أنه في الواقع هناك شركات تجارية تتجنب الإفصاح عن وضعيتها المالية، وهو سلوك مخالف للقوانين والتشريعات المنظمة للممارسات التجارية والإستثمار ، مما يؤدي إلى إعطاء صورة غير كافية وغير موثوقة عن بيئة الأعمال الجزائرية وكذا عدم تماثل المعلومات بين منتجي المعلومة المالية من جهة وبين طالبيها ومستخدميها من جهة أخرى الأمر الذي ينعكس على فعالية إتخاذ القرار .

1- إشكالية الدراسة

و من هذا المنطلق نطرح إشكالية بحثنا من خلال السؤال الجوهرى الآتى؟

كيف يمكن للمحاسبة السلوكية أن تنعكس على سلوك مستخدمي القوائم المالية المودعة لدى المركز الوطني للسجل التجارى-الفرع المحلى لولاية غرداية خلال الفترة (2010-2020) ؟

2- أهداف الدراسة

6

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف يمكن إيجازها فيما يلي :

1 إعطاء الصورة عن القيمة التي تكتسبها عملية إشهار الحسابات الإجتماعية كآلية للإفصاح المحاسبي للشركات التجارية؛

2 تقييم سلوك عدم إحترام الشركات التجارية لعملية إشهار قوائمها المالية على المستوى الوطني والمستوى المحلي خلال فترة الدراسة ؛

3 التعرف على العوامل المؤدية لسلوك الإخلال بالإلتزام للإشهار القانوني للشركات التجارية

4 تقييم المحاسبة السلوكية من خلال سلوك مستخدمي القوائم المالية المودعة على المستوى المحلي لولاية غرداية خلال فترة الدراسة ؛

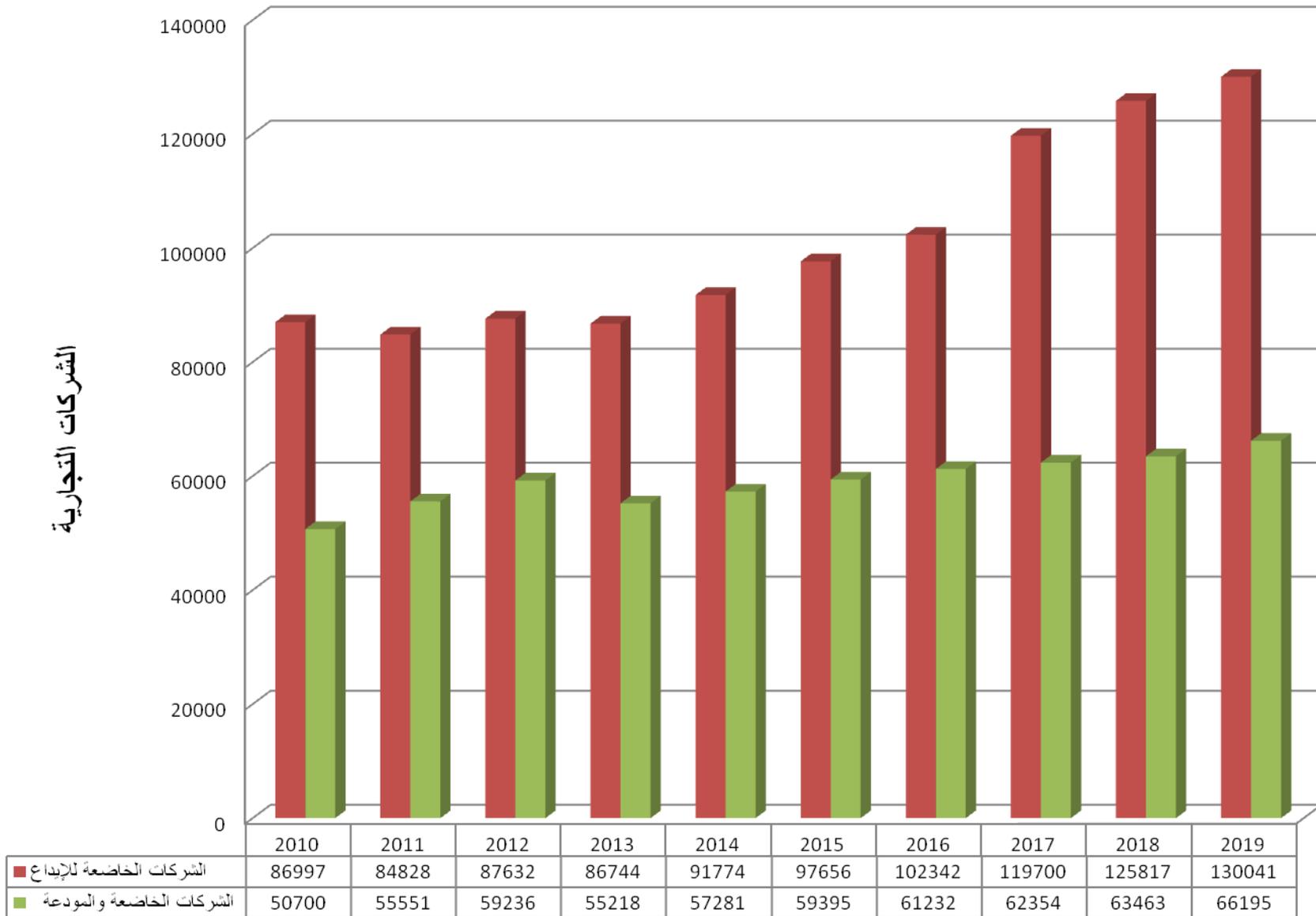
3- أهمية الدراسة

تتجلى أهمية الدراسة في قيمة المعلومة المحاسبية ومدى توفرها لدى الأطراف ذوي العلاقة ، بإعتبار أن سلوك الإفصاح عن المعلومة المحاسبية والمالية الناتجة عن المؤسسة في نهاية الدورة يساعد عدة أطراف داخلية منها وخارجية في عملية إتخاذ القرار لاسيما سلوك المستثمرين ، كما تكمن أهمية المعلومات المحصلة من القوائم المالية على المستوى الكلي في تكوين قاعدة معلوماتية لدى الدولة للرقابة والتحكم في النشاطات الممارسة من قبل هذه الشركات التجارية .

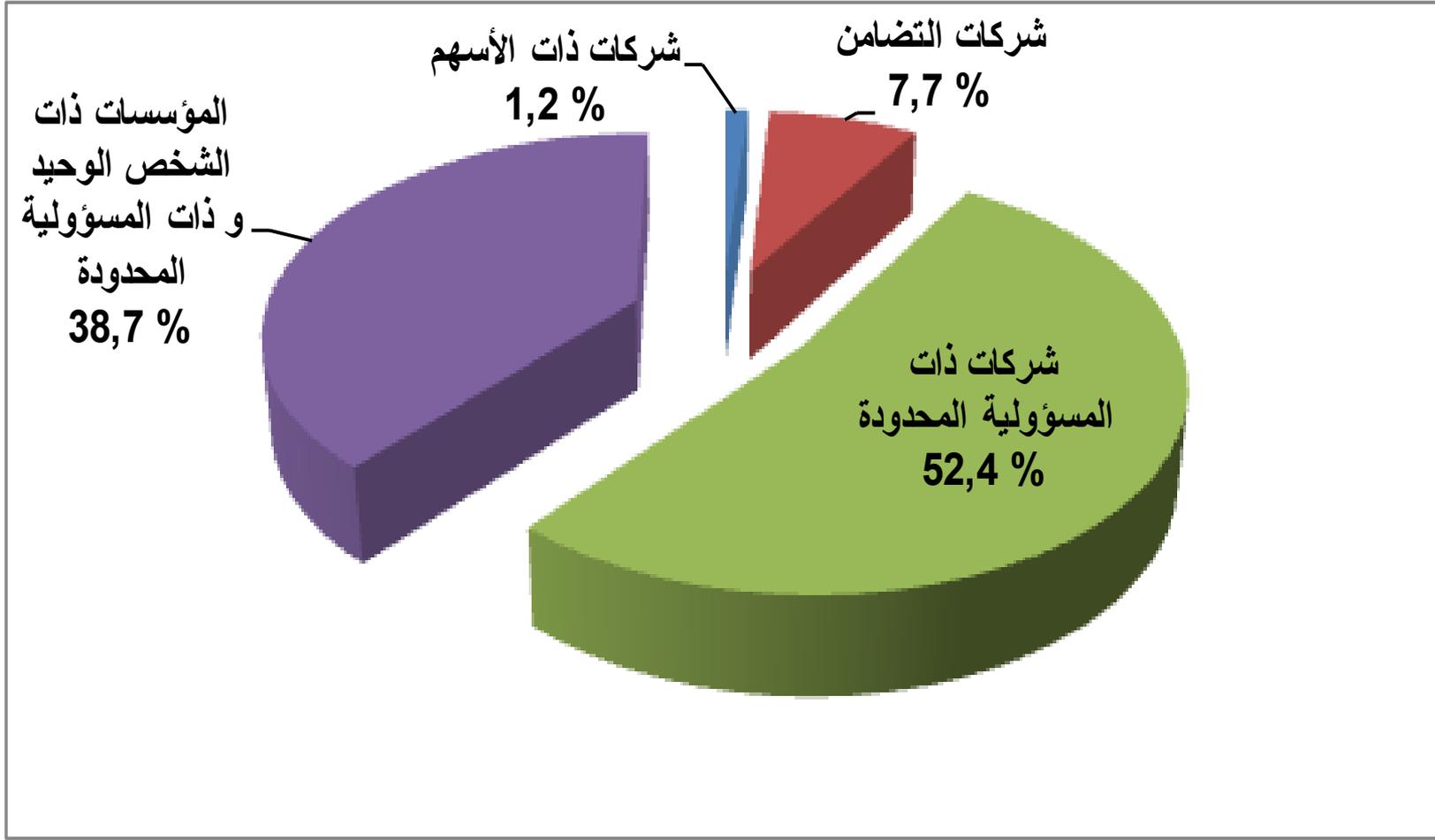
II- عرض و تحليل متغيرات الدراسة

1- تطور عدد الشركات المودعة للسنوات المالية (2010-2019) على المستوى الوطني

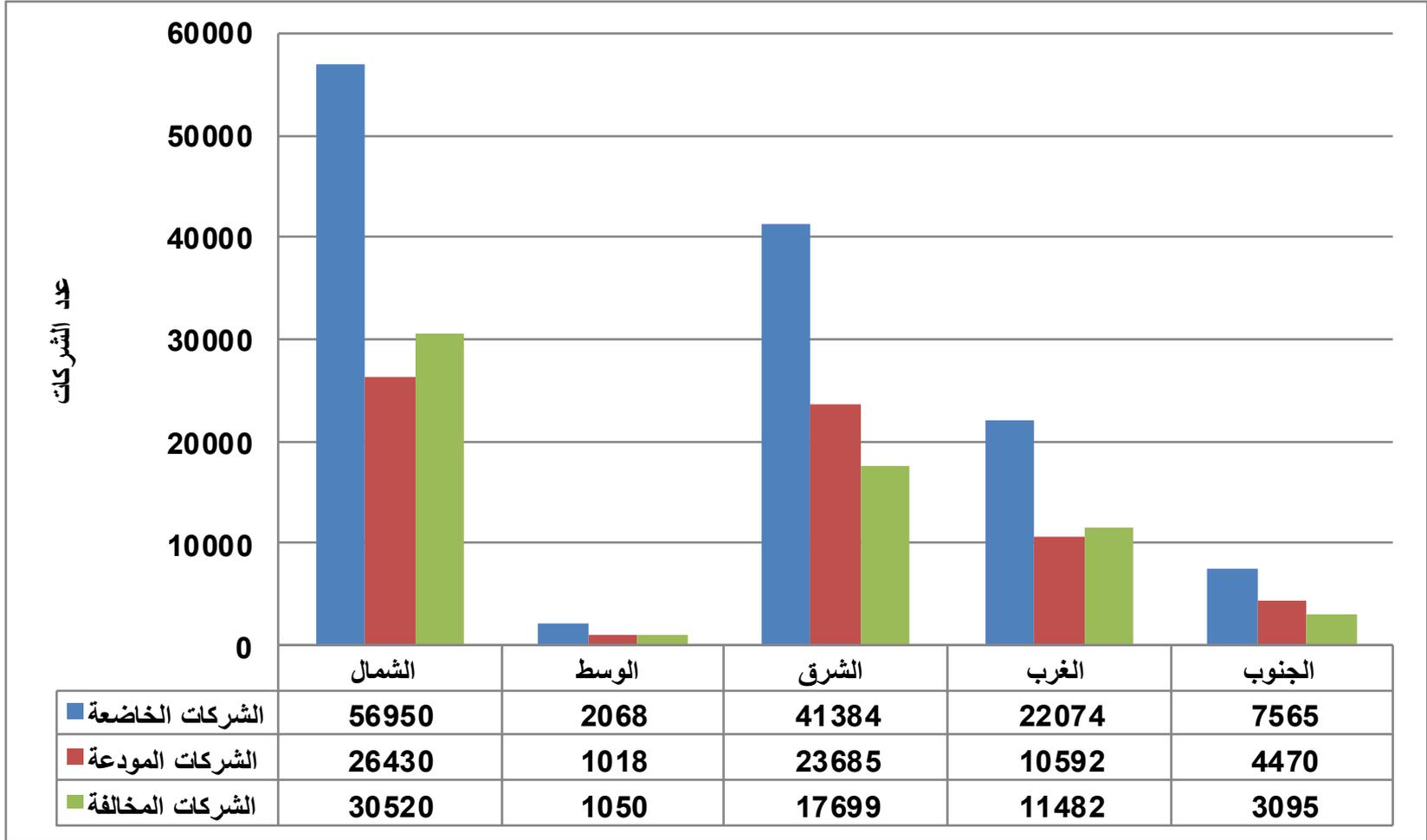
9



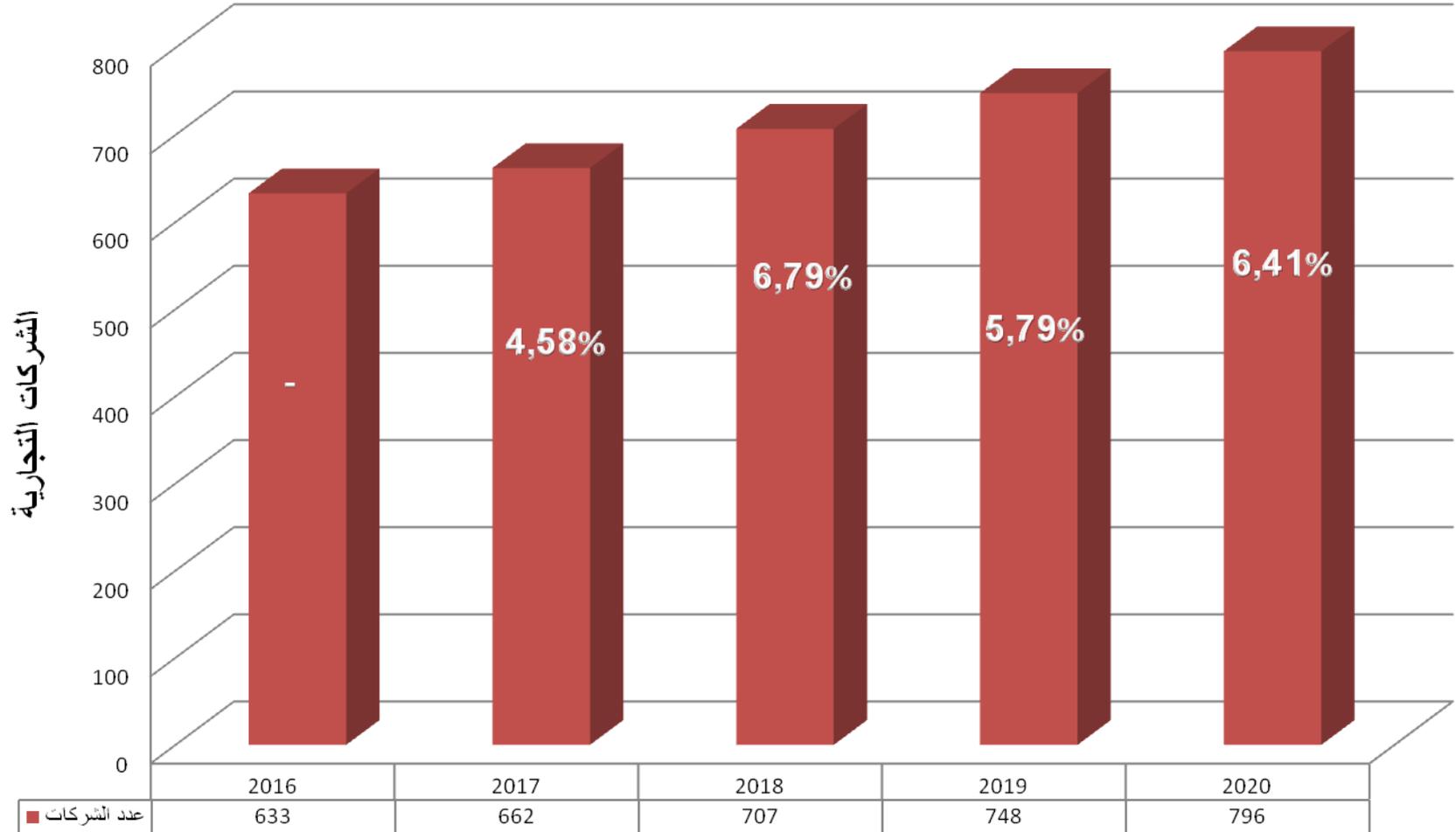
2- التوزيع حسب الشكل القانوني للشركات المخلة بإشهار القوائم المالية للسنة المالية 2019 على المستوى الوطني



3- التوزيع حسب المناطق الجغرافية للشركات المعنية والمخلة بإشهار القوائم المالية للسنة المالية 2019 على المستوى الوطني

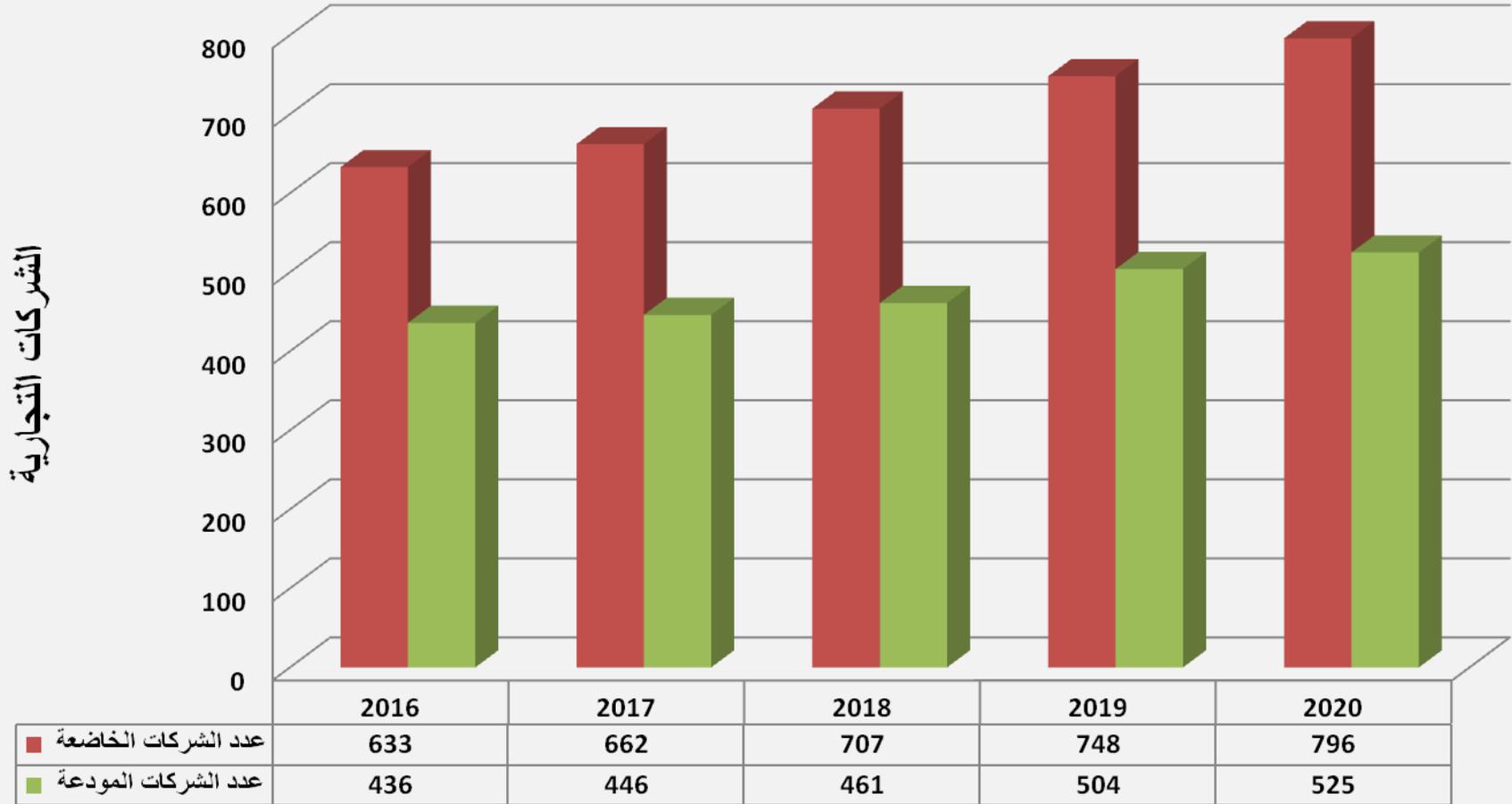


4- تطور عدد الشركات التجارية الخاضعة لعملية الإيداع القانوني على مستوى الفرع المحلي لولاية غرداية للفترة (2016-2020)



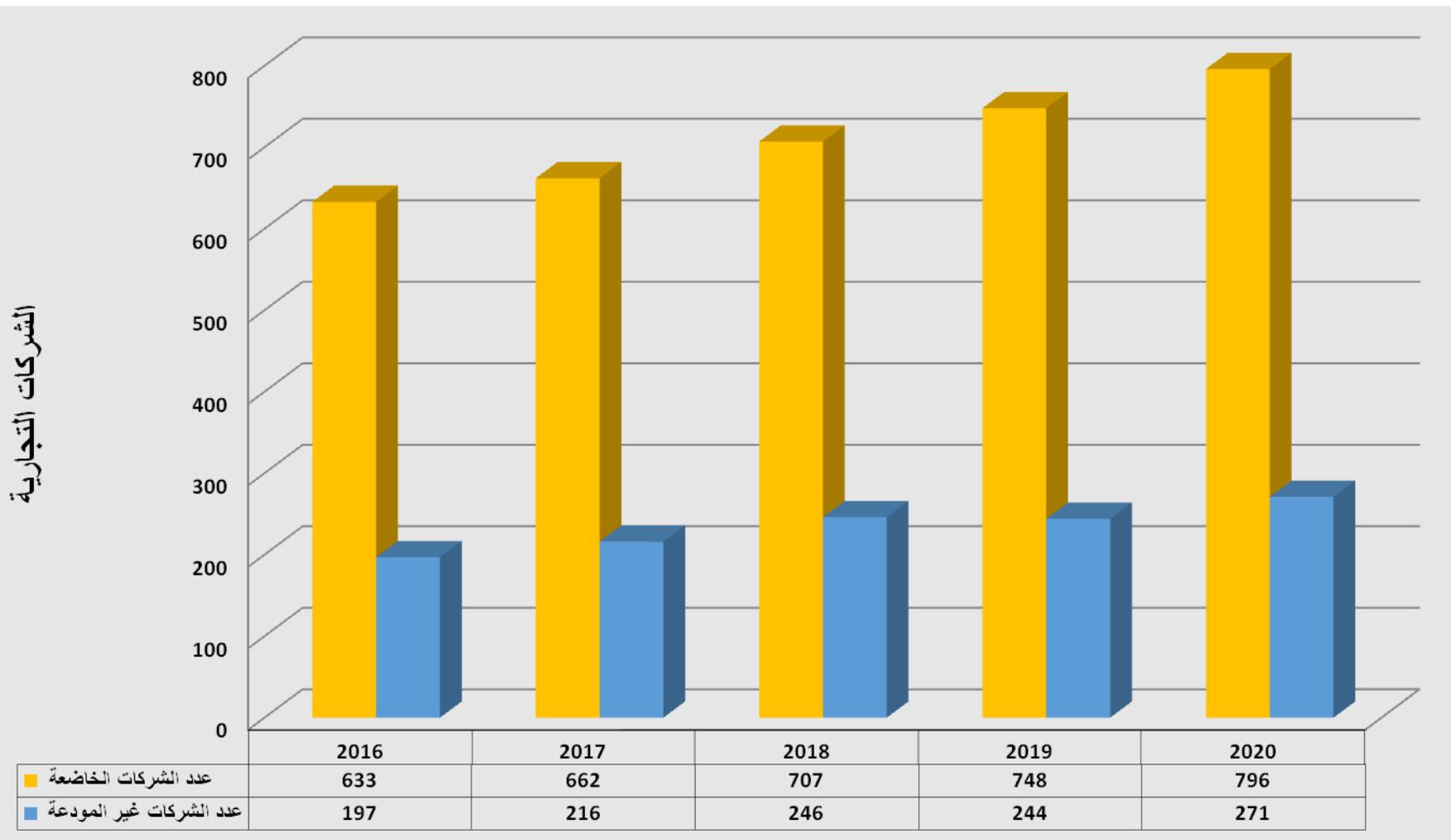
5- تقييم الشركات الخاضعة والمودعة لقوائمها المالية لدى الفرع المحلي لولاية غرداية للفترة (2016-2020)

13



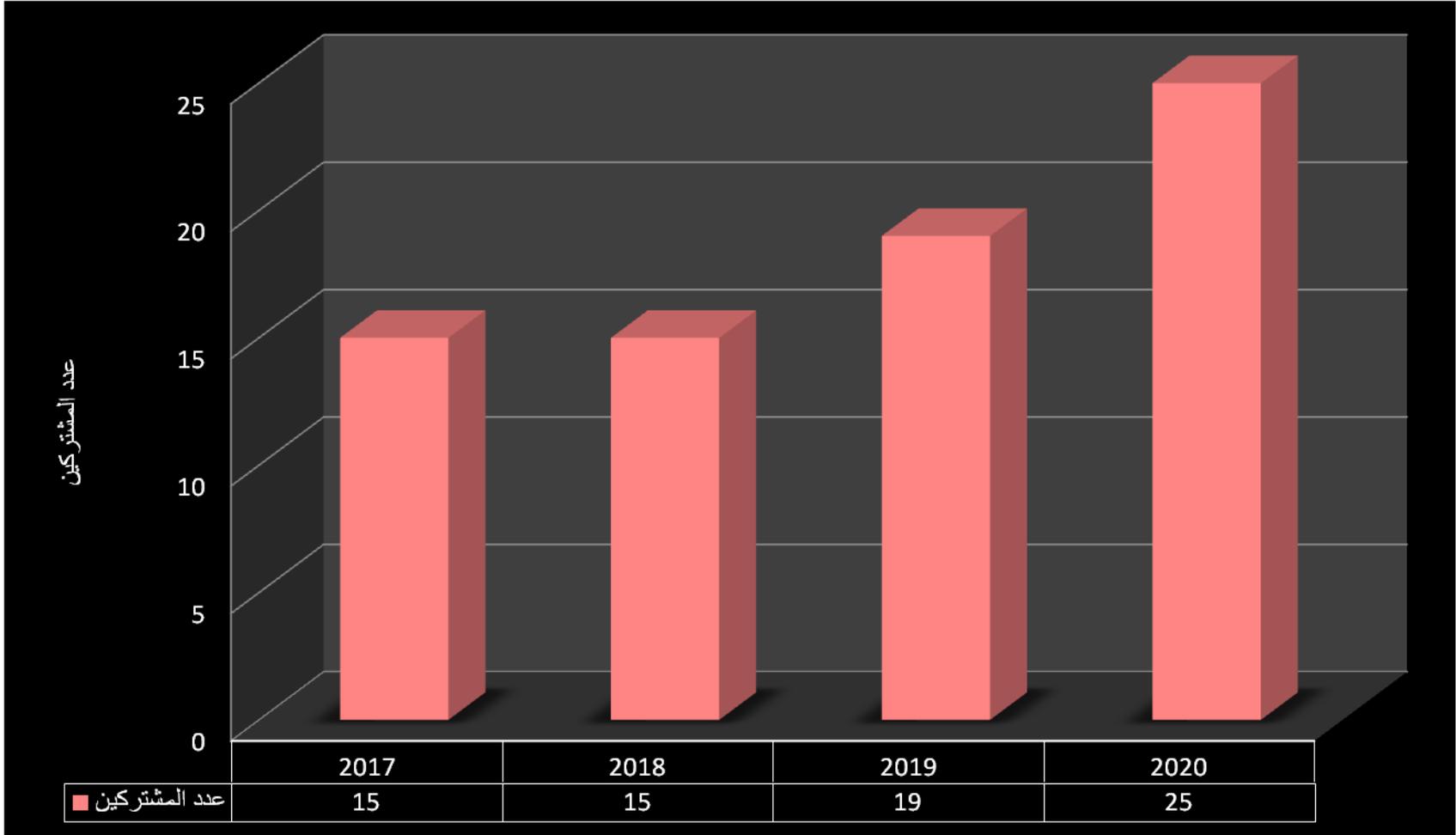
6- تقييم الشركات الخاضعة والمخلة لإيداع قوائمها المالية لدى الفرع المحلي لولاية غرداية للفترة (2016-2020)

14



7- عدد المشتركين عبر البوابة الإلكترونية للإطلاع على القوائم المالية بالفرع المحلي لولاية غرداية

15



III- الخاتمة

سمحت لنا هذه الدراسة بالتعرف على الإطار التشريعي والمؤسسي لإشهار القوائم المالية والمتمثل في المركز الوطني للسجل التجاري بإعتباره هيئة وطنية تعنى بتجميع المعلومات المالية وغير المالية للشركات التجارية لاسيما الوضعية المالية لهاته الشركات عند نهاية كل سنة مالية ، وهذا ما حاولنا الإجابة عليه من خلال إشكالية دراستنا بالفرع المحلي للمركز الوطني للسجل التجاري بولاية غرداية من خلال تقييم سلوك مستخدمي القوائم المالية المودعة لدى المركز ، وتحليل سلوك الشركات التجارية المخلة بعملية الإيداع والإشهار القانوني لبياناتها المالية وما لهذا السلوك من إنعكاسات على مستخدمي القوائم المالية في عمليات إتخاذ القرار .

خلاصة

1- نتائج الدراسة

18

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية :

■ القوائم المالية المنصوص عليها في القانون التجاري لا تواكب ما جاء به قانون المحاسبة و المالية (النظام المحاسبي المالي) ما أدى إلى قصور إعطاء الصورة الكافية عن الوضعية الحقيقية للشركات التجارية ؛

■ العامل الشخصي لدى بعض مسيري ومديري الشركات التجارية وجهل بعضهم الآخر بفوائد الإفصاح المالي من العوامل المساعدة على تجنب إشهار القوائم المالية لدى المركز الوطني للسجل التجاري ؛

■ ضعف مداخل بعض الشركات التجارية وتذبذبها من سنة لأخرى أحد العوامل المؤثرة على سلوك مديري ومسيري هاته الشركات لمخالفة إجراء الإيداع والإشهار القانوني لقوائمهم المالية ، أي من منظور التكلفة دون عوائد.

- قلة التفاعل الناتج عن المحاسبة السلوكية في التأثير المتبادل بين معدي القوائم المالية وبين مستخدميها بسبب ضعف ثقتهم في مصداقية هاته القوائم و بسبب الضبابية في بيئة الأعمال بصفة عامة وإحتكار عدد كبير من الشركات التجارية لبياناتها المالية.

نتائج الدراسة

وبهذا فإن المحاسبة السلوكية تنعكس على سلوك مستخدمي القوائم المالية المودعة لدى المركز الوطني للسجل التجاري-الفرع المحلي لولاية غرداية خلال الفترة المدروسة بشكل ضعيف ومنخفض إلى حد ما ، نتيجة للعدد الضئيل المسجل من التجار والمستثمرين لغرض الإطلاع على هاته القوائم المودعة مقابل العدد الكبير من الشركات التجارية، ما يعكس أن أغلب المستثمرين يتخذون قراراتهم الإستثمارية دون الإعتماد على هاته البيانات المفصح عنها .

2- المقترحات

20

من خلال النتائج المتوصل إليها ، يمكن تقديم المقترحات التالية :

1 تعزيز إستخدام تكنولوجيا الإعلام والإتصال في عملية الحملات التحسيسية والإعلامية حول القوانين والتشريعات وفوائد الإشهار القانوني للقوائم المالية

2 ضرورة تفعيل نظام معلومات بين إدارة السجل التجاري وباقي الإدارات الحكومية لردع ومعاقة المتخلفين عن إيداع قوائمهم المالية ؛

3 ضرورة الإصلاح المستمر للقوانين والتشريعات المنظمة للممارسات التجارية وكذا المحاسبة المالية بما يتوافق مع التغييرات الحاصلة بالبيئة الإقتصادية المحلية وكذا الدولية ؛



شكرا على حسن الإصغاء والمتابعة

المداخلطة السادسة

جامعة خرداية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الملتقى الدولي الافتراضي حول: المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق

يومي 02 و 03 أفريل 2022

عنوان المداخلة

المقاربة النظرية للمالية السلوكية

تقديم: ط.د/ شرع لمن

د/ بن ساحة علي

مقدمة:

يعمل المستثمرون الأفراد ومنظمات الأعمال المختلفة في بيئة تتباين فيها مستويات أو درجات المخاطرة، فيسعى كل طرف لاتخاذ قرارات استثمارية حاسمة، وقد استند الاستثمار لسنوات عدة على التنبؤ والأداء وتوقيت السوق وغيرها من المبادئ، آخذا بعين الاعتبار العلاقة الطردية بين العوائد المتوقعة والمخاطر المترتبة على تلك الاستثمارات من جهة، وتعظيم المنفعة من جهة أخرى. إذ أن معظم النظريات الاقتصادية والمالية المختلفة التي تبحث في هذا الإطار (خاصة نظرية كفاءة السوق)، قامت على أساس أن المستثمرين الأفراد يتصرفون بطريقة عقلانية في اتخاذ قراراتهم، بالاعتماد على التوقع والتفويم وتحليل المؤشرات الاقتصادية مستعملين جميع المعلومات التي تكون متاحة لهم عند اتخاذ أي قرار.

وبالرغم من وجود هذه العناصر، إلا أنها كانت هناك فجوة كبيرة بين العوائد التي يمكن تحقيقها والعوائد المستلمة فعلا، بالإضافة إلى ظهور بعض التشوهات المتكررة والملاحظة ما دفع الباحثين والمختصين بالبحث عن الأسباب التي تقف وراء هذه نتائج، وذلك من خلال دراسة ومحاولة فهم سلوك المستثمر الذي يتخذ القرار بدل الاكتفاء بدراسة سلوك وعوائد الورقة المالية في حد ذاتها، وذلك من خلال المزاوجة بين المالية وعلم النفس وعلم الاجتماع، ما أثمر للتوصل إلى ما أصبح يعرف بالمالية السلوكية.

ومما تقدم ذكره طرحنا الإشكالية التالية :

ما انعكاسات إدماج سلوك المستثمر في القرارات الاستثمارية ؟

الإطار النظري للمالية التقليدية:

ظهر علم التمويل في بدايات خمسينيات القرن الماضي، حيث كان محصور على مستوى تحليل القوائم المالية والادعاءات المالية، ففي تلك الفترة وتحديدا في سنة 1952 قدم "ماركويتز" نظرية المحفظة المالية، والتي من خلالها حاز على جائزة نوبل للاقتصاد، حيث ركز فيها عن مخاطر وعوائد المحفظة المالية، ثم بعدها ظهرت نظرية المراجعة عن طريق "موديليانى وسكولس"، ثم جاء نموذج آخر يدعى نموذج تسعير الأصول المالية بواسطة "شارب" الذي اعتمد على عامل واحد وهو عامل السوق كمؤشر لعوائد الأوراق المالية،

➤ الإطار النظري للمالية التقليدية:

ومن أهم الانتقادات التي وجهت لهذا الأخير أن النموذج غير قادر على قياس المخاطر المنتظمة بالشكل الأمثل، ما دفع بعلماء المالية بالتوجه إلى محاولة إيجاد نماذج أخرى لقياس عوائد الورقة المالية ومحاولة تفسير هذه العوائد، ثم ظهر بعدها نموذج السوق الكفوءة بقيادة "فاما" 1970، متبوعة بنظرية تسعير الخيارات عن طريق "بلاك و سكولس" 1973.

➤ **تشارك أغلب النظريات المالية التقليدية المذكورة في مجموعة من الافتراضات، نذكر منها:**

- ✓ يقوم المستثمرون في تحليل الأوراق المالية بنفس الطريقة، ويتشاركون في نفس النظرة الاقتصادية، أي أن لهم توقعات متجانسة وتخمينات متطابقة.
- ✓ يتسم المستثمرون بالعقلانية في اتخاذ قراراتهم: أي أن المستثمرون والوكلاء يتخذون قراراتهم وفق المعلومات الواردة إلى السوق، وان المستثمرون يبحثون عن تعظيم أرباحهم وتقليل الخطر الناتج عن عملية البيع والشراء.
- ✓ يسعى المستثمرون دائما إلى تعظيم المنفعة المتوقعة.
- ✓ يفضل المستثمرون العائد العالي مقابل مخاطرة منخفضة (أقل).

✓ بالإضافة إلى افتراضية كفاءة السوق، والتي تعرف حسب Fama بقوله :
"يكون السوق المالي كفاء إذا كانت كل المعلومات المتعلقة بأي أصل مالي
موجود في هذا السوق متوفرة، وتعكس سعر هذا الأصل وكلما كانت كفاءة
السوق عالية كانت الأوراق المالية مسعرة بشكل صحيح".

➤ شروط تحقيق كفاءة الأسواق:

- ✓ عقلانية المستثمرين.
- ✓ أخطاء المستثمرين غير مرتبطة ببعضها.
- ✓ المراجعة غير المحدودة. (أي إمكانية إعادة السعر لمستواه الحقيقي عند انحرافه عن قيمته الأصلية).

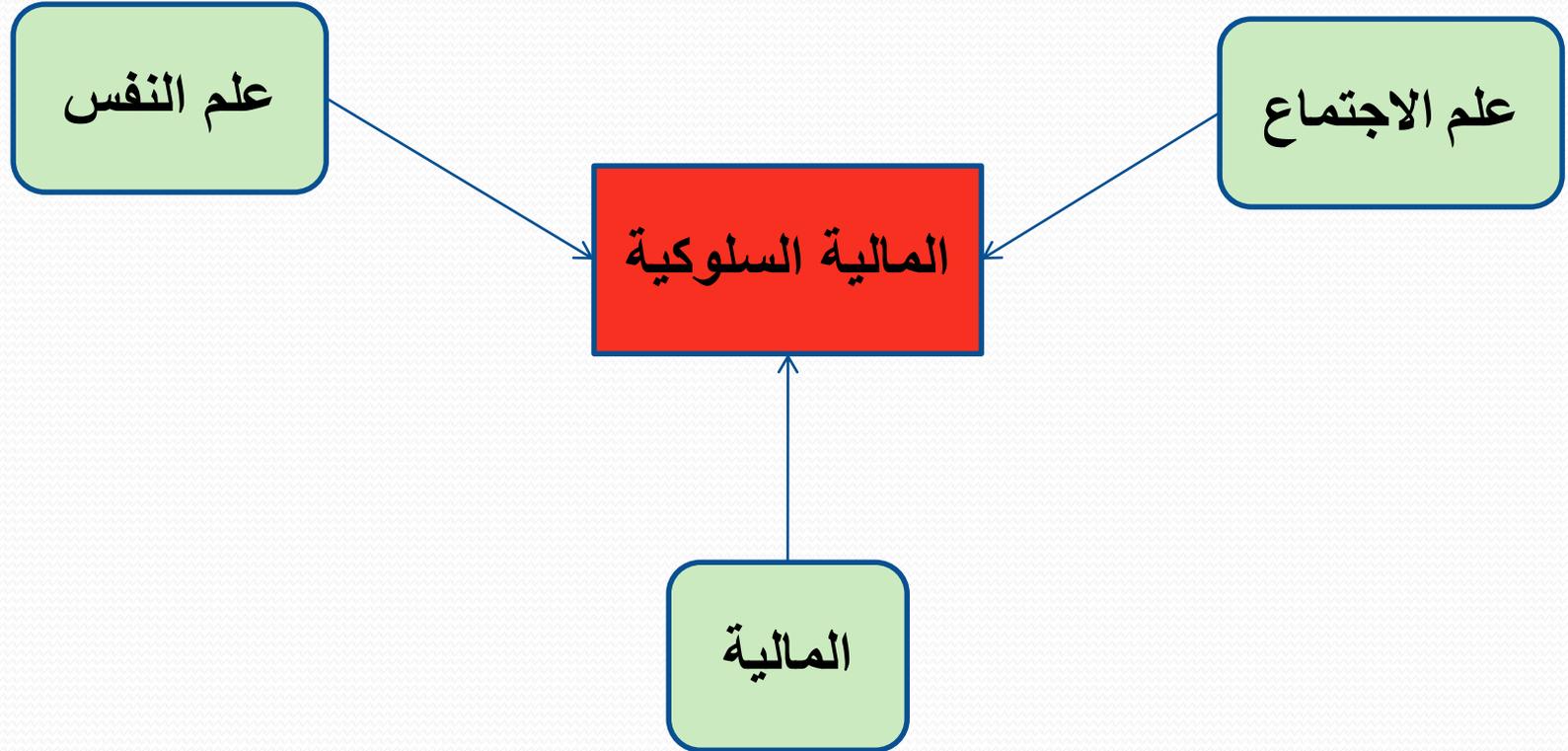
نشأة التمويل السلوكي وإسهاماته:

- من بين الانتقادات التي وجهت إلى النماذج التقليدية في الاقتصاد والتمويل هو أن أنها تعتمد في صياغتها كما لو أن متخذ القرار النموذجي هو فرد ذو ذاكرة غير محدودة، وأنه عند اتخاذه للقرارات سيأخذ باعتباره كل المعلومات ذات الصلة ويأتي بأفضل خيار ممكن.

- بالإضافة إلى اعتقادها أن المستثمرون يتسمون دوما بالعقلانية في اتخاذ قراراتهم. على هذا الأساس يتساءل المختصين في هذا الشأن، هل فعلا المستثمرين الأفراد عقلانيين في اتخاذ قراراتهم؟ فالقرارات المالية يتخذها بشر حتى ولو اعتمدوا على أفضل التقنيات الفنية والتحليلية في هذا المجال، فهم في النهاية من يتخذون هذه القرارات. وهم يختلفون في قراءات الأحداث لاختلاف القاعدة التي يستمدون من خلالها هذه القراءات، فمن المرجح أن تكون تلك القرارات مدفوعة بنوبات من المشاعر كالطمع في الحصول على أرباح، والخوف من الخسائر والتي يمكن أن تؤدي إلى قرارات سيئة، فسلوك الأفراد يختلف عما ترسمه النظريات المالية الحديثة للسلوكيات البشرية العقلانية.

ومن هنا جاءت ضرورة دراسة وفهم سلوك المستثمرين وكذا محيطهم، ما نتج عنه مفهوم المالية السلوكية.

مكونات المالية السلوكية



مفهوم المالية السلوكية:

- ✓ يعرف التمويل السلوكي، بأنه ذلك التمويل الذي يركز في اتخاذ قراراته على الجوانب العاطفية والسيكولوجية للمستثمرين وكذا أنماط تفكيرهم، كما يحاول الإجابة على أهداف وطرق التمويل من منظور إنساني.
- ✓ في حين عرفها (Thaler) على أنها " الانفتاح الفكري من أجل إيجاد حل لبعض المشاكل المالية، من خلال التأكد من سلوك الأفراد وتصرفاتهم، فيما إذا كانت عقلانية أو غير عقلانية " .
- ✓ كما يمكن اعتبارها ذلك التيار الجديد الذي يهتم بتفسير التشوهات الملاحظة في السوق المالي إضافة إلى تفسير سلوك المتعاملين، الذي لم تتمكن نظرية الكفاءة من تفسيره، وذلك من خلال التزاوج بين علم النفس والمالية.

فرضيات المالية السلوكية:

✓ **عدم رشادة (عقلانية) المستثمرين:** أي أن القرارات الاستثمارية تتأثر باعتقادات وانفعالات، والسلوكيات العشوائية غير العقلانية للمستثمرين.

✓ **محدودية التحكيم:** يفترض مضمون المالية السلوكية، أن المستثمرين يواجهون صدمات الطلب اللاعقلانية، الناتجة عن التحيزات السلوكية للمستثمرين غير العقلانيين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، والتي يمكن أن تدفع الأسعار بعيدا عن القيم الحقيقية مع صعوبة ترجيح سعرها، ما يؤدي إلى عجز عملية المراجعة في التسعير العادل للأوراق المالية .

مبادئ التمويل السلوكي:

✓ **المحاسبة العقلية:** والتي عرفها "thaler" على أنها مجموعة العمليات المعرفية التي يستخدمها الأفراد لتنظيم الأنشطة المالية وتقييمها وتتبعها، وغالبا ما تقود المستثمرين إلى اتخاذ قرارات غير منطقية.

✓ **سلوك القطيع:** أي ميل المستثمرون إلى تقليد السلوكيات المالية للآخرين بدل من استخدام معلوماتهم الخاصة.

✓ **الفجوة العاطفية:** بمعنى اتخاذ القرار بناء على مشاعر أو توترات عاطفية.

✓ **الاسناد الذاتي:** أي اعتقاد الشخص أن النجاح الذي حققه في الاختيارات الاستثمارية يرجع إلى خصائصه الشخصية مع تجاهل دور القوى الخارجية.

تفسير بعض التشوهات السعرية وفق منظور المالية السلوكية:

✓ **تفسير ظاهرة أثر جانفي:** تم تفسير هذه الظاهرة بالتفاؤل المبالغ فيه، حيث أن تفاؤل المستثمرين يكون أعلى في بداية سنة جديدة (بحلول شهر جانفي)- وقد تم ذلك من خلال قياسه بمؤشر ثقة المستثمر-، حيث يدفع هذا التفاؤل المبالغ فيه المستثمرين بقبول تحمل المخاطر.

✓ **تفسير ظاهرة أثر رمضان:** يؤثر شهر رمضان على الحالة النفسية والمزاجية للمستثمرين الصائمين، حيث يكونوا أكثر ارتياحا، ما يؤدي بهم لاتخاذ قرارات أكثر تفاؤلا تمتد إلى الاستثمار، وذلك من خلال تأثير مزاجهم على طبيعة سلوكهم وعلى القرارات المتخذة فيصبحون أكثر ميلا لاتخاذ قرارات تحمل مخاطر اكبر.

✓ **تفسير ظاهرة تباين الربح/ الخاسر:** يعتبر تحيز تجنب الخسارة أكثر تفسيراً لهذا اللغز، حيث أن تجنب الخسارة يدفع المستثمرين للاحتفاظ أكثر بالاستثمارات الخاسرة على أمل استعادة قيمتها مستقبلاً، وهذا السلوك يسبب مخاطرة كبيرة على المحفظة الاستثمارية لأنه يقلل من عائداتها. بالمقابل، يلجأ المستثمرون لبيع الأوراق المالية الرباحة مبكراً خوفاً من ضياع الأرباح في حالة عدم البيع.

✓ **تفسير أثر الطقس:** تم تفسيره على أن عامل الطقس يؤثر على نفسية المستثمر ومزاجه وهو يؤثر على أسعار الأسهم من خلال جعل المستثمرين أكثر تفاؤلاً أو تشاؤماً عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

✓ **أثر الزخم:** تم تفسير هذه الظاهرة بالتجنب أو النفور من الخسارة، حيث تستمر الأسهم الرباحة في الماضي بمواجهة ضغط شراء مرتفع على عكس ما تواجهه الأسهم الخاسرة سابقاً، وهذا يسبب تفاعل غير كافي مع المعلومات الجديدة المتوفرة ويخلق حالة من الزخم تعكس حالة من سوء التقدير من قبل المستثمرين.

إن التساؤل عن الكفاءة والتخلي عن نموذج العقلانية الجوهرية، يشكلان ثورة حقيقية تسمح للتمويل أن يكون احد أكثر المجالات عطاء في العلوم الاقتصادية، حيث أنه في الواقع كان البحث عن تفسيرات للمخالفات التي لوحظت في أسواق المال فرصة للباحثين للاهتمام بالعلوم المعرفية والاجتماعية من أجل البحث أكثر في معرفة العوامل التي تؤثر على صنع القرار البشري، بينما فضل التمويل السلوكي دمج العوامل المعرفية والنفسية بعلم الاقتصاد. الشيء الذي مكن التمويل السلوكي من صياغة فرضيات أكثر واقعية لفهم السلوكيات المالية، بحيث تتيح كل سمة سلوكية تفسيراً لظاهرة لوحظت في الأسواق أو المختبر، والتي كانت سابقاً في تناقض مع نتائج النموذج التقليدي.

• لذا فالتمويل السلوكي من خلال فرضياته لا يسعى لإلغاء النظريات المالية التقليدية، وإنما يسعى لتحقيق المزيد من التكامل معها من خلال دمجها مع علم النفس المعرفي بهدف خلق نموذج أكثر واقعية وشمولاً للسلوك البشري في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية.

شكرا على حسن المتابعة والإصغاء

الورشة الخامسة

المداخلة الأولى

الملتقى العلمي الدولي الأول حول: المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق

المنظم من طرف كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية
خلال الفترة 02-03 أفريل 2022.

ورقة تدرج ضمن المحور الثاني المعنون: الشبكات العصبية والذكاء العاطفي في اتخاذ القرار المالي

عنوان المداخلة

تأثير الذكاء الاصطناعي والذكاء العاطفي في ترشيد
واتخاذ القرار المالي في المؤسسات الاقتصادية

من إعداد

جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي

جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي

جامعة الجزائر 3

ط.د/ خلايفة ريجانة

د. بن خليفة حمزة

د. بايزيد علي

المقدمة

❖ إن ما يشهده العالم الحالي من تطور تكنولوجي فعال في شتى الميادين وخاصة في بيئة المؤسسات الاقتصادية التي تتعكس بشكل كبير على القرارات المالية داخلها الأمر الذي أدى بالوحدات الاقتصادية بالاعتماد على الطرق والأساليب الحديثة في وضع خططها الإستراتيجية نتيجة التلائم مع تقنيات التقدم التكنولوجي ونخص بالذكر تقنيات الذكاء الاصطناعي, وفي مختلف ميادينه وعند الاعتماد على هذه الأنظمة الحديثة لاتخاذ القرارات المالية ويتم الاحتفاظ بالمعلومات المالية داخل أنظمة الحاسوب الآلي من أجل بناء قاعدة بيانات مثل ما يعتمد عليه العقل البشري في تخزين المعلومة من أجل استخدامها بطريقة ذكية منطقية وعقلانية أكثر لحل المشكلات المالية قبل حدوثها من أجل صنع قرارات مالية تتلائم مع الوضعية المالية للوحدة الاقتصادية, ونجد العديد من العلماء قد نجحوا في تطوير أنظمة الذكاء الاصطناعي على الرغم من أن هذه الأنظمة لازالت تحت التطوير والتجربة.



إشكالية الدراسة

تبرز مشكلة البحث من خلال التركيز على ضرورة استخدام أنظمة الذكاء الاصطناعي داخل الوحدة الاقتصادية بالشكل الذي يسمح بأن يكون مساعد على اتخاذ القرارات المالية السليمة, ولهذا طرحنا الإشكالية التالية:

"ما مدى مساهمة الذكاء الاصطناعي والذكاء العاطفي في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية"؟



التساؤلات الأساسية والفرضيات

ومن الإشكالية الرئيسية تنبثق التساؤلات الفرعية التالية:

❖ ماذا نقصد بالذكاء الاصطناعي؟

❖ ماذا نقصد بالشبكات العصبية الاصطناعية؟

❖ ما المقصود بالذكاء العاطفي؟

❖ ماذا نقصد باتخاذ القرار المالي؟

وللإجابة على إشكالية الدراسة تم صياغة الفرضيات التالية:

❖ تساهم التقنيات الحديثة للذكاء الاصطناعي الوحدة الاقتصادية في اتخاذ القرارات المالية في الوقت المناسب.

❖ يساهم الذكاء العاطفي الوحدة الاقتصادية على اتخاذ القرارات المالية في الوقت المناسب.

❖ يساهم التكامل بين الذكاء الاصطناعي والذكاء العاطفي المؤسسة الاقتصادية في اتخاذ القرارات المناسبة في الوقت المناسب.



أهمية وأهداف الدراسة



أهمية الدراسة: إن الاعتماد على الذكاء الاصطناعي والذكاء

العاطفي يساعد الوحدة الاقتصادية في اتخاذ القرارات المالية بأنواعها وبصورة صحيحة ودقيقة مما يساعد في تسهيل المصادر المالية التي تعتمد عليها المؤسسة في اتخاذ هذا النوع من القرارات, وهذا راجع لنتيجة التقنيات الحديثة المستخدمة في الإدارة المالية.

أهداف الدراسة:



تهدف هذه الدراسة إلى معالجة النقاط الرئيسية التالية:

توضيح مفهوم الذكاء الاصطناعي والذكاء العاطفي.

توضيح مفهوم اتخاذ القرار المالي واتخاذ في ظل تطبيق أنظمة الذكاء

الاصطناعي.

الإطلاع على القرارات المالية المعتمدة في المؤسسة وبيان أهميتها.



خطة الدراسة

وللإجابة على الإشكالية المطروحة، تم تناول
الدراسة من خلال ثلاثة محاور كما يلي:

المحور الأول: الجانب النظري للذكاء الاصطناعي والذكاء العاطفي

المحور الثاني: اتخاذ القرار المالي

المحور الثالث: تأثير الذكاء الاصطناعي والذكاء العاطفي
على القرار المالي في المؤسسة الاقتصادية



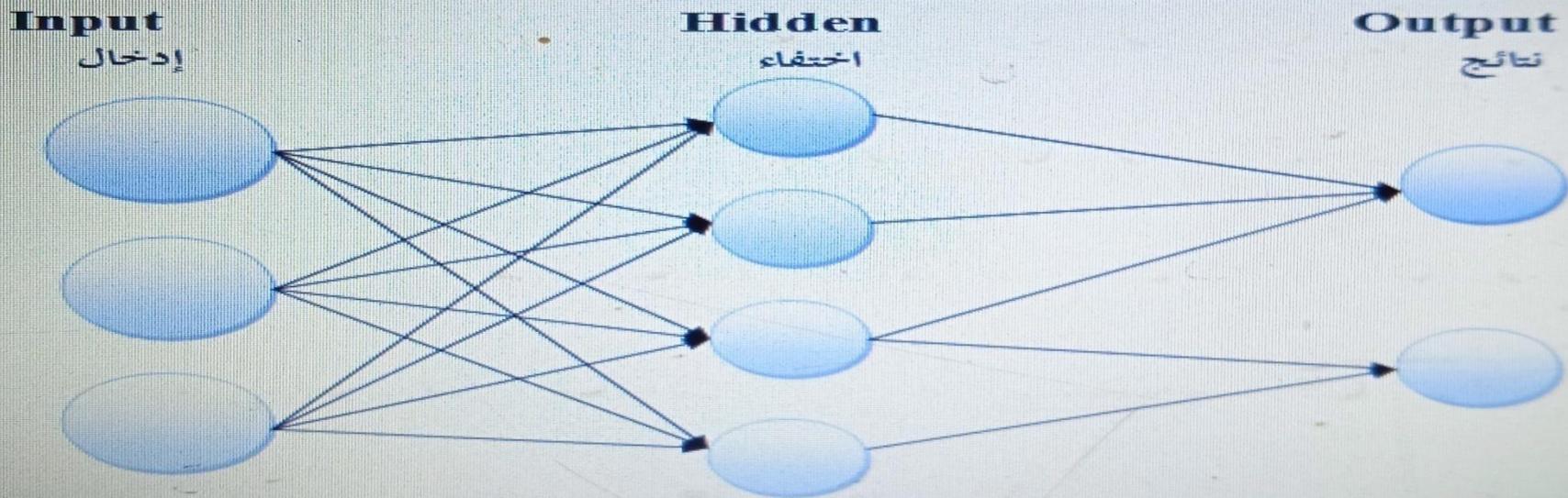
المحور الأول: الجانب النظري للذكاء العاطفي والذكاء الاصطناعي



تعريف الشبكات العصبية الصناعية: تعرف الشبكات العصبية الاصطناعية على

أنها تقنيات حسابية مصممة لمحاكاة الطريقة التي يؤدي بها الدماغ البشري مهمة معينة, وذلك عن طريق معالجة ضخمة موزعة على التوازي ومكونة من وحدات معالجة بسيطة, هذه الوحدات ماهي إلا عناصر حسابية تسمى عصبونات أو عقد والتي لها خاصية عصبية, من حيث أنها تقوم بتخزين المعرفة العلمية والمعلومات التجريبية لجعلها متاحة وذلك عن طريق ضبط الأوزان.

الشكل الموالي يوضح الشبكات العصبية



المحور الأول: الجانب النظري للذكاء العاطفي والذكاء الاصطناعي

✓ 2- الذكاء الاصطناعي: يعرف الذكاء الاصطناعي على أنه فرع من

فروع علم الحاسب الذي يتمكن بواسطته خلق وتصميم برامج للحاسبات تحاكي أسلوب الذكاء الإنساني تمكن الحاسب من أداء بعض المهام بدلا عنه والتي تتطلب التفكير، التفهم، السمع، التكلم، الحركة.

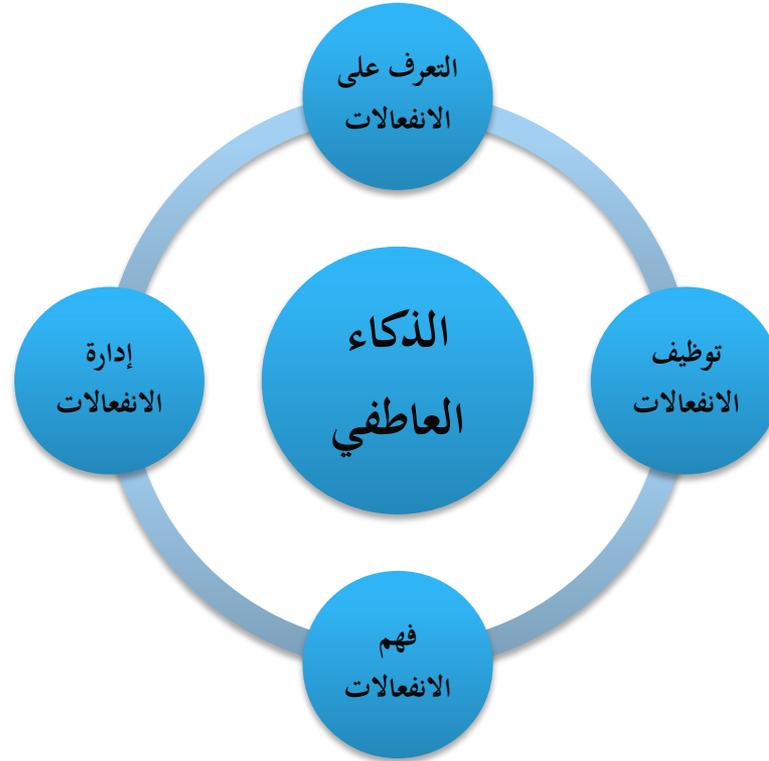
✓ كما يعرف أيضا على أنه: قدرة الآلة على القيام بالمهام التي تحتاج للذكاء البشري عند أدائها مثل: الاستنتاج المنطقي والتعليم والقدرة على التعليل.

✓ تعريف الذكاء العاطفي: عرفه بار-أون هو عبارة عن منظومة من الانفعالات غير المعرفية والعاطفية والاجتماعية التي تؤثر في قدرة الفرد في معالجة مطالب وضغوطات البيئة وإمكانية التكيف معها باقتدار.



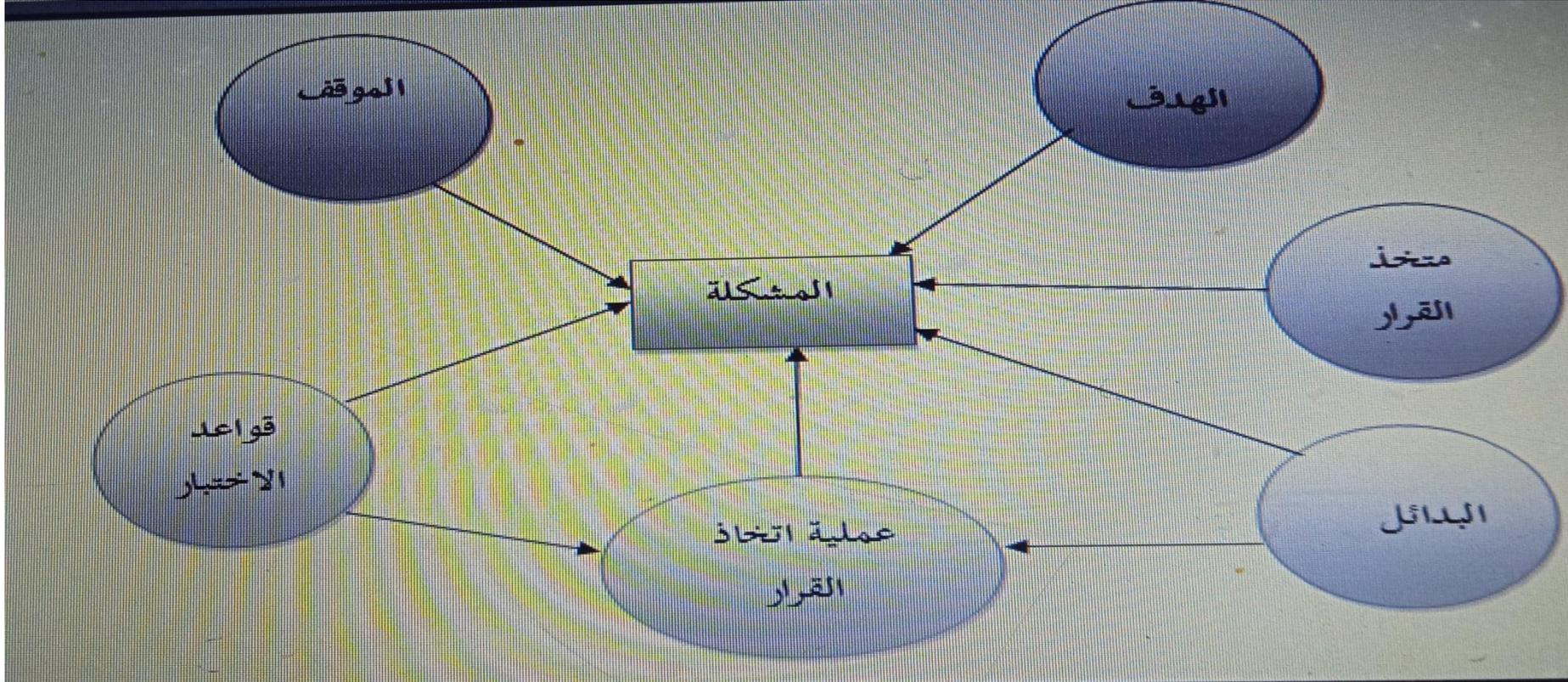
المحور الأول: الجانب النظري للذكاء العاطفي والذكاء الاصطناعي

الشكل التالي يوضح المكونات الأساسية للذكاء العاطفي حسب نموذج Salovey & Mayer



المحور الثاني: القرار المالي

تعريف اتخاذ القرار : تعرف عملية اتخاذ القرار على أنها " عملية أو أسلوب الاختيار الرشيد بين البدائل المتاحة لتحقيق هدف معين والشكل الموالي يوضح مكونات اتخاذ القرار كما يلي:



المحور الثاني: القرار المالي

تعريف القرار المالي

يعرف القرار المالي على أنه " كل قرار يوازن بين الحصول على الأموال وامتلاك الأصول (طبيعية مالية), بحيث تهدف القرارات المالية إلى تمويل الاستثمارات مع تحقيق أعلى ربح وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة وتشكل هذه القرارات كل من قرار التمويل وقرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح



المحور الثالث: تأثير الذكاء الاصطناعي والذكاء العاطفي على القرار المالي في المؤسسة الاقتصادية

1. تأثير الذكاء الاصطناعي على اتخاذ القرار: إن النظم الخبيرة للذكاء الاصطناعي تلعب دورا مهما في مجال اتخاذ القرار, حيث تعتمد على أدوات الذكاء الاصطناعي في تحديد المشكلات المالية وذلك بواسطة قاعدة معلومات وبيانات عبر أنظمة الحاسوب التي تعد من النظم الخبيرة التي يعتمد عليه في تقديم البدائل والحلول وتقديمها واقتراح الحل الأنسب والملائم, وتوفر أيضا هذه النظم المنطق الذي يساعد الإدارة المالية في الإرشاد والنصح لاتخاذ القرار الصحيح.

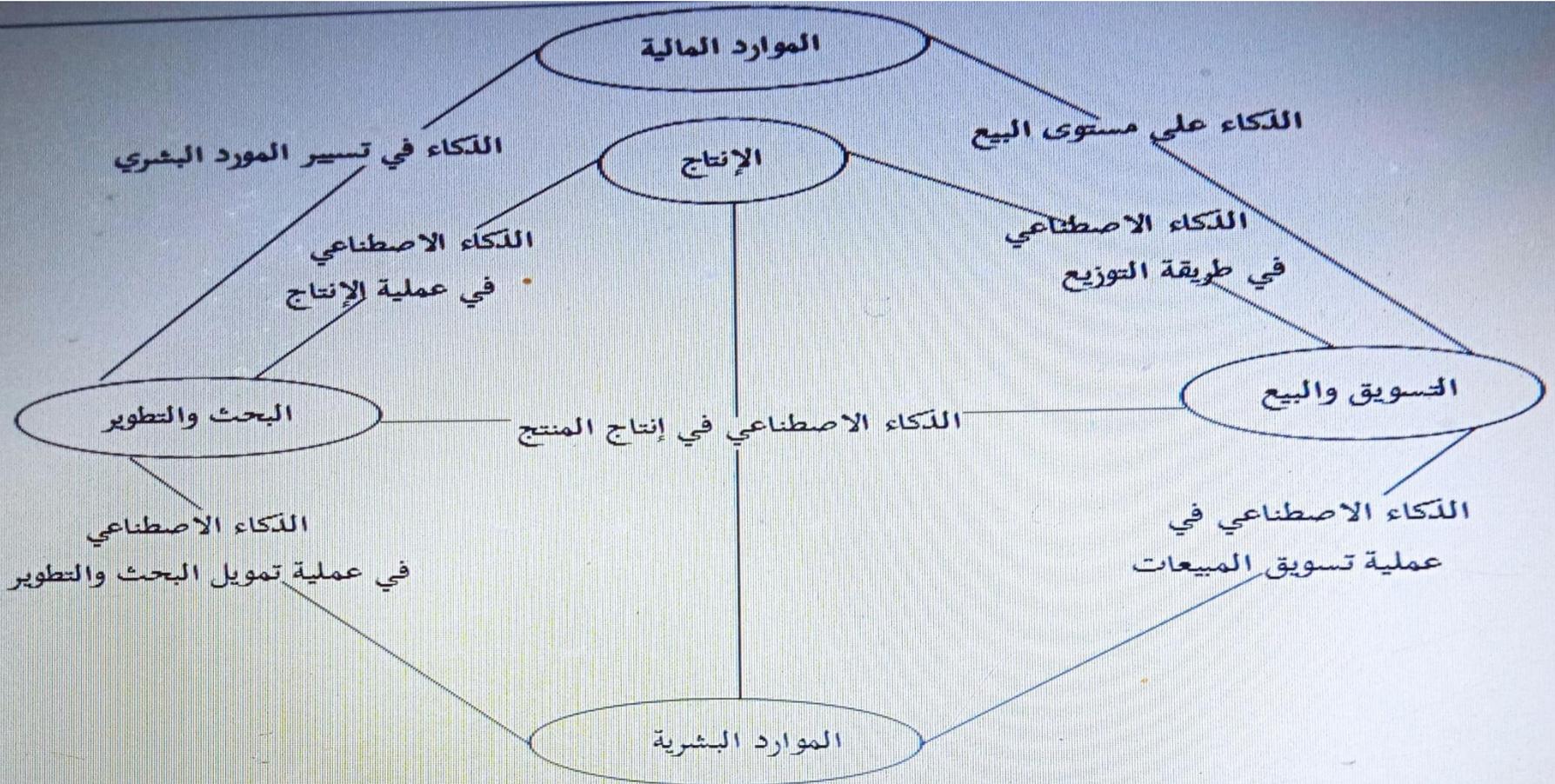
2. تأثير الذكاء العاطفي على اتخاذ القرار:

تمكن علماء النفس من إبراز مفهوم الذكاء العاطفي كمفهوم حديث يمتاز بالأهمية النادرة, وأنه يعد مؤشر أساسي في النجاح وهو قادر على وضع نظم مفيدة لتطوير ذاته وتدريبه على حل المشكلات الذاتية المتعلقة بالمؤسسة في اتخاذ قراراتها من بينها المالية والوصول إلى الأهداف المسطرة وانجاز التوقعات وحل المشاكل



المحور الثالث: تأثير الذكاء الاصطناعي والذكاء العاطفي على القرار المالي في المؤسسة الاقتصادية

الشكل الموالي يوضح كيفية الذكاء الاصطناعي والعاطفي على اتخاذ القرار المالي داخل الوحدة الاقتصادية



الخاتمة

إن العالم في الوقت الحالي أصبحت التكنولوجيا مسيطرة عليه مما دفع بالمؤسسات الاقتصادية للمحافظ على مكانتها في السوق العالمي الذي يشهده حدة قوية في المنافسة, وهذا نتيجة استعمال التقنيات الحديثة للذكاء الاصطناعي داخل الوحدات الاقتصادية الذي يعد من الأساليب والطرق الحديثة في برمجة الحاسوب من خلال استخدام أنظمة تحاكي الذكاء البشري المكونة من معلومات وبيانات التي تعتمد عليها المؤسسة في اتخاذ القرارات المالية من خلال قدرتها على التكيف بصفة كبيرة لحل المشاكل وتحليلها في سبيل إيجاد الحلول المناسبة عن طريق وضع مجموعة من البدائل ليتم اختيار بديل مناسب من البدائل المقترحة يتناسب مع الوضع المالي للمؤسسة الاقتصادية والعمل على تخزين المعلومات



الخاتمة

النتائج:

أثبتت نتائج الدراسة عن مدى تأثير الذكاء الاصطناعي والذكاء العاطفي في اتخاذ القرار المالي من خلال النقاط التالية:

- أهمية التقنيات الحديثة للذكاء الاصطناعي في اتخاذ القرار المالي.
- التكامل بين الذكاء الاصطناعي والذكاء العاطفي في اتخاذ القرار المالي.
- يساهم الذكاء الاصطناعي في بناء شبكة معلومات مالية عن طريق الحاسوب تساعد متخذي القرار باتخاذ القرارات الصائبة التي تتلائم مع الوحدة الاقتصادية.

التوصيات:

- تدريب عمال المؤسسة على برامج الذكاء الاصطناعي لاكتساب الخبرة أكثر في هذا المجال.
- الاستعانة بخبراء متخصصين في مجال الذكاء الاصطناعي والذكاء العاطفي من أجل كسب الخبرة للموظفين واستخدامه في اتخاذ القرار.
- تقديم البرامج تنمية الذكاء مخصصة لتنمية ذكاء المورد البشري داخل الوحدة الاقتصادية.
- تخصيص مبالغ لتوفير التكنولوجيا الحديثة في المؤسسة الاقتصادية.
- استعمال التقنيات الحديثة للذكاء الاصطناعي في عملية الرقابة واتخاذ القرار.
- مواكبة التطور والتقدم التكنولوجي داخل المؤسسة الاقتصادية في اتخاذ القرارات الإدارية تساعد المؤسسة في اتخاذ القرارات المالية الصحيحة



شكرا على حسن الإنتباه



المدخلات الثانية

جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير

الملتقى الدولي الافتراضي حول المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق

النظرية المالية السلوكية كاتجاه جديد لتفسير سلوك المستثمرين في النظرية المالية

من إعداد :

د.صفية صديقي

03-02 أفريل 2022

مقدمة

لقد شكلت فرضية رشادة الأفراد التي قدمها كل من "فون نيومان" و"أوسكار مورغنسترن" عام 1944 محور الجدل القائم في الأوساط الأكاديمية بين أنصار النظرية التي أصبحت تعد اليوم "تقليدية" بعد أن كانت أساس بناء النظرية المالية الحديثة، ألا وهي "نظرية كفاءة الأسواق"، وبين أنصار هذا الاتجاه البحثي الجديد الذي أخذ في الظهور حديثاً، وزاد قوة بعد حصول "دانيال كانمان" أحد مؤسسيه، على جائزة نوبل للاقتصاد في عام 2002 ألا وهو "المالية السلوكية".

إشكالية الدراسة

حاولنا من خلال هذه المداخلة التركيز على مناقشة الإطار النظري لظهور المالية السلوكية والانطلاق من الإشكالية التالية : ماهي الأسس والفرضيات التي قامت عليها المالية السلوكية وماهي أهم الانتقادات التي وجهتها لفرضية كفاءة الأسواق المالية ؟ تسعى هذه الورقة البحثية إذن لاستعراض نظرية كفاءة الأسواق المالية وأهم الأفكار التي بنيت عليها بشكل مختصر لنحاول لاحقا التعرض لمفهوم ومضمون النظرية المالية السلوكية وأهم الأفكار الجديدة التي جاءت بها لمعالجة الاختلالات التي تم تسليط الضوء عليها في نظرية الكفاءة.

نظرية كفاءة الأسواق المالية

بدأت فرضية كفاءة الأسواق المالية كاتجاه فكري بالتبلور منذ ظهور أعمال "لويس باشولي" عام 1900 وإثباته لعشوائية تغيرات الأسعار في سوق المال، ثم تعززت أكثر من خلال أعمال "فون نيومان" و"مورغنسترن" وبنائهما لنموذج المنفعة المتوقعة عام 1944 الذي شكل الإطار المرجعي للسلوك الاقتصادي ككل، كما فتح الباب على مصراعيه للبحث في هذا الميدان الجديد مما جعل ظهور نظرية كفاءة أسواق المال عام 1965 نتيجة حتمية لأعمال عدة باحثين على رأسهم "يوجين فاما" وتشكل على هذا النحو اتجاه فكري علمي متكامل قائم على ضرورة الارتقاء بعلم الاقتصاد إلى أقصى درجات العلمية من خلال تصور الإنسان ككائن عقلائي يساهم في الحياة ويسير موارده الاقتصادية بغية تعظيم منفعته، إلى جانب السعي إلى إضفاء طابع تجريدي على التحليل الاقتصادي عن طريق عزل سلوك الفرد وإقصاء أثر كل جانب أخلاقي أو سلوك اجتماعي

التشكيك في نظرية كفاءة الأسواق المالية

1. تناقض الكفاءة أو تناقض "غروسمان وستيجليتز" (1980)

على مستوى سوق كفو، يعكس السعر جميع المعلومات المتاحة

ليس من الضروري الدفع مقابل الحصول على المعلومات

لن يقوم أي شخص بالبحث عن المعلومات

عندها، أي معلومات سيعكسها السعر ؟

التشكيك في نظرية كفاءة الأسواق المالية

2. التذبذب المفرط في الأسعار وظهور الفقاعات السعرية

أظهرت أعمال "شيلر" (1981) تذبذبا مفرطا في الأسعار لا يمكن أن يفسر بتغير مماثل في القيم الحقيقية وهذا يتناقض مع ما قاله "فاما" من أن الأسعار قد تبتعد مؤقتا عن القيم الحقيقية، إذ قد يظهر التذبذب مؤقتا وبشكل طفيف لكن سرعان ما يصحح، ولعل أشد أوقات التذبذب هي الأزمات التي يعتبرها أنصار الكفاءة "حوادث مؤقتة وشاذة" حسب "مالكايل" (2003) وليست إلا نتيجة لسلوك غير عقلاني عابر.

ظهور المالية السلوكية

لقد أثبتت العديد من الدراسات والأحداث الاقتصادية وجود خروقات لنظرية الكفاءة، وهو ما أطلق عليه اسم "التشوهات". وقد أشار "أندري أورليان" في مقاله (2004) إلى أن مصطلح التشوهات يستعمل في الأدبيات المالية للدلالة على بعض الوضعيات التي يلاحظ فيها خرق لنظرية الكفاءة. كما عرف "أكتاس" التشوهات بكونها : "فروق معتبرة ومستمرة بين العوائد الملاحظة والعوائد النظرية التي تم حسابها بالاعتماد على نموذج (MEDAF)". ومن بين التشوهات الملاحظة يمكن أن نشير إلى التشوهات الموسمية كأثر نهاية الأسبوع ونهاية السنة، بالإضافة إلى أثر الحجم، أثر الزخم، أثر إدماج ورقة مالية في مؤشر الأسعار، أثر الدخول إلى البورصة وغيرها.

مفهوم المالية السلوكية

يتناول الاقتصاد السلوكي دراسة سلوكيات الأفراد وتصرفاتهم إزاء النقود، الإنتاج، العمل، النفقات التوظيفية... الخ، أما المالية السلوكية تحديدا فهي تطبيق لعلم نفس الأفراد والجماعات على المالية، وقد قدمت "هيلين لومونتاني" في مقالها التعريف التالي : "المالية السلوكية هي مجموع المقاربات التي تقترح وتقدم منظورا جديدا لسلوك الأفراد في أسواق المال والمؤسسات على حد سواء". إذن، فالمالية السلوكية هي ذلك الاتجاه الذي يسعى إلى تفسير حالات الشذوذ "التشوهات" في نظرية الكفاءة الملاحظة في أسواق المال وغيرها من المسائل العالقة بالاعتماد على الجمع بين المالية وعلم النفس، والأخذ في الاعتبار البعد الإنساني لعلم الاقتصاد.

الفرضيات الأساسية للنظرية المالية السلوكية

1. الفرضية الأولى : عدم رشادة المستثمرين

2. الفرضية الثانية : محدودية التحكيم

عرض ومناقشة أهم الانحرافات السلوكية الملاحظة في أسواق المال

يشير مصطلح "الانحراف" (le biais) في علم النفس إلى الاختلاف بين الطريقة التي يفترض بالإنسان أن يفكر بها كي يصل إلى أفضل النتائج الممكنة وبين الطريقة التي يفكر بها في الواقع. والانحراف في طريقة التفكير قد ينجم عن وجود خطأ في المعلومات المقدمة للإنسان راجع لوجود خطأ على مستوى الحواس وهذا ما يعرف بالخطأ الإدراكي أو بفعل أخطاء انفعالية، وعليه فهناك من الباحثين من يصنف الانحرافات السلوكية الملاحظة ويقسمها إلى أخطاء إدراكية (Cognitifs) (أو معرفية) وأخرى انفعالية (Affectifs) وسنحاول إتباع تصنيف كل من "باربريز" و "تالر" وتقسيمها حسب نطاق تأثيرها حيث نجد عندها :

□ التأثير على توقعات المستثمرين؛

□ التأثير على تفضيلات المستثمرين؛

عرض ومناقشة أهم الانحرافات السلوكية الملاحظة في أسواق المال

1. الانحرافات المؤثرة على التوقع (التنبؤ)

الثقة المفرطة أو الزائدة

التفاؤل

المعارف المبسطة أو المعممة، **Heuristics**

عرض ومناقشة أهم الانحرافات السلوكية الملاحظة في أسواق المال

2. الانحرافات المؤثرة على التفضيل

طريقة عرض الموضوع أو المشكلة

تجنب الخسارة

أثر الالتزام

خلاصة واستنتاجات

شهدت النظرية المالية تطورا كبيرا في النصف الثاني من القرن الماضي، حيث تعددت الأبحاث فيها في شقيها مالية المؤسسة ومالية الأسواق. وكل الفضل في هذا، يعود إلى فرضية رشادة الأفراد التي اقترحها "فون نيومان" و "مورغنسترن" والتي تظهر في سوق المال من جهة في قدرة المستثمرين على بناء توقعات عقلانية وفي قدرتهم على تعظيم منفعتهم المتوقعة من جهة أخرى.

بالرغم من كثرة الأدلة على كفاءة سوق المال، إلا أن الباحثين قاموا بتسليط الضوء على بعض التناقضات داخل نموذج الكفاءة كان أهمها تناقض "غروسمان" و"ستيجلتزر" (1980) إلى جانب ملاحظة تشوهات كثيرة عند تطبيق هذه النظرية في الواقع؛ كأثر نهاية الأسبوع، أثر الحجم والتذبذب المفرط... الخ. فقد أثبتت الدراسات وجود اختلالات مستمرة وسلوكيات بعيدة تماما عن العقلانية وعمما تنص عليه النظرية. وفي محاولة لتفسير هذه التشوهات، سلك بعض الباحثين منحى جديدا في البحث أساسه المزاجية بين المالية وعلم النفس أثمر في التوصل إلى ما أصبح يعرف اليوم بـ " المالية السلوكية " .

خلاصة واستنتاجات

لقد تمحورت فلسفة "المالية السلوكية" على وصف مجموعة من الظواهر التي قد تؤثر على سلوك الأفراد في سوق المال باستعمال أدبيات ومصطلحات علم النفس، وخاصة تلك التي عجزت النظرية التقليدية عن تفسيرها، ثم السعي إلى اقتراح نموذج يأخذ في الاعتبار هذا الجانب النفسي. وقد قام الاتجاه السلوكي على فرضيتين جوهريتين هما : عدم تمتع كافة المستثمرين بالرشادة، إضافة إلى أن عملية التحكيم التي يفترض بها تصحيح السلوكيات غير العقلانية هي محدودة الأثر في الواقع لعدة أسباب تصل حتى التشكيك في رشادة المحكمين أنفسهم.

خلاصة واستنتاجات

وقد أثبتت "المالية السلوكية" أن المستثمر في سوق المال يكون عرضة عند اتخاذ القرار لكثير من الأخطاء الإدراكية على غرار تبسيط عملية اتخاذ القرار سواء باللجوء إلى التمثيل أو الترسخ أو بالاعتماد على المعلومات المتاحة، إضافة إلى امتلاك رؤية نفقية وذاكرة انتقائية. هذا إلى جانب وجود عوامل كثيرة قد تؤثر على تفضيلاته، حيث أثبت كل من "كانمان" و "تفرسكي" أن معظم الأفراد يتأثرون بالطريقة التي قدم بها الموضوع دون التعمق في التفكير، كما يميلون إلى تجنب الخسارة في الوضعيات التي تتضمن الربح ويميلون إلى المخاطرة في الوضعيات التي تتضمن الخسارة، إضافة إلى أنهم يفضلون تجنب خسارة مبلغ على توقع ربح نفس المبلغ، وبالتالي يميلون لاتخاذ قرارات تحد من الخسائر عوضا عن قرارات تزيد من الأرباح. وقد توصل البحث السلوكي أيضا إلى إثبات أن الندم الناجم عن القيام بالفعل يفوق الندم الناجم عن الامتناع عنه، هذا إلى جانب انحرافات أخرى في التفضيل كأثر الالتزام وتجنب الغموض والميل إلى تقليد سلوك الغير كالأفراد المقربين أو المجموعة التي ينتمي إليها الفرد وهذا ما يطلق عليه "سلوك القطيع" الذي يتنافى مع استقلالية التفكير ومع فرضية الرشادة.



شكرا على كرم الإصغاء

المداخلة الثالثة



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

السلام عليكم ورحمة الله وبركاته

جامعة غرداية

الملتقى الدولي الافتراضي حول:
المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق

مداخلة بعنوان:

► -العوامل والتحديات السلوكية المؤثرة في القرارات الاستثمارية للمستثمرين
الأفراد في الأسواق المالية-

من إعداد:

- و داد بوقلع

مقدمة:

نتيجة للتزايد المسجل في ظهور الحالات الشاذة في الأسواق المالية وتكرارها مثل كثرة الأزمات المالية والفقاعات، وفي ظل عجز المالية التقليدية ممثلة بنظرية الكفاءة عن تفسيرها، بالنظر لفرضياتها القائلة بعقلانية ورشادة المستثمرين وكذا نجاعة عملية التحكيم؛ من خلال فئة المحكمين التي تلغي أثر المستثمرين غير العقلانيين وتحقيق استقرار الأسواق المالية، غير أن الواقع العملي أثبت عكس ذلك، أي أن المستثمرين لا يتمتعون دائما بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وقد حددت المالية السلوكية العديد من العوامل والمحددات السلوكية المؤثرة على قرارات المستثمرين والتي نجحت إلى حد بعيد في تفسير العديد من التشوهات التي تشهدها الأسواق المالية.



اشكالية الدراسة:



فيما تتمثل العوامل والتحيزات
السلوكية المؤثرة في القرار
الاستثماري للمستثمرين
الأفراد في الأسواق المالية؟

تقسيمات الدراسة:

المحور الأول:

• ماهية المالية السلوكية

المحور الثاني:

• العوامل والتحييزات السلوكية المؤثرة في
اتخاذ القرار الاستثماري

مفاهيم أساسية:

المالية السلوكية:

- المالية السلوكية بمثابة فرع من فروع الاقتصاد السلوكي؛
- تهتم بدراسة تأثير النواحي النفسية على الممارسين للسلوك المالي وتأثيرها على السوق؛
- وجوهه تبني فلسفة المالية السلوكية ينبع من تحليل الطرق التي يصنع من خلالها الأفراد قراراتهم المالية؛

القرارات الاستثمارية:

وهو القرار الذي يقوم على اختيار البديل الملائم من البدائل المتاحة، وتنقسم القرارات الاستثمارية إلى ثلاثة أنواع: **قرار الشراء** وذلك عندما يرغب المستثمر في حيازة أصل مالي، **قرار البيع** ويتخذه المستثمر نتيجة لوجود فرصة لتحقيق الأرباح، وأخيراً **قرار عدم التداول** ويتخذه المستثمر في حال توقعه لعدم تحقيقه لأي عوائد مما لا يدفع به للقيام بأي قرار متعلق بالبيع أو الشراء، وفي العادة يحاول المستثمر المبادلة بين العوائد والمخاطر عند اتخاذ القرار الاستثماري.

المالية السلوكية عبارة عن التفاعل بين التخصصات الموضحة أدناه:

علم النفس

يهتم بالدراسة العلمية للسلوك والعمليات العقلية، وكيفية تأثر هذه العمليات بالحالة البدنية أو العقلية للإنسان والبيئة الخارجية

و علم المالية أو التمويل ويعنى بتحديد القيمة واتخاذ القرارات، والقيام بالوظائف المالية بتخصيص رأس المال، يدخل في ذلك حيازته والاستثمار وإدارة الموارد

علم المالية

المالية السلوكية

علم الاجتماع

يبحث في دراسة منهجية السلوك الاجتماعي والمجموعي الشريفي، ودرسته على تأثير العلاقات في المجتمعات على الناس في المواقف والسلوكيات

مشاعر المستثمرين

أعلى نقطة للمخاطر المالية



أفضل نقطة تحتوي على فرص للشراء

انطلاقاً مما سبق نستنتج أن القرار الاستثماري من وجهة نظر المالية السلوكية يتأثر بدرجة كبيرة بالعوامل النفسية والعواطف التي تتضمن المشاعر التي تعترى الأفراد مثل الخوف، القلق، الذعر، النشوة، الجشع، الرضا، الطموح، الغرور، الخ... وعلى الأرجح تتداخل هذه المشاعر بنسب متفاوتة في صنع القرار المالي الاستثماري، وذلك ما يوضحه الشكل التالي:

فرضيات المالية السلوكية:

1. لا عقلانية المستثمر:

على عكس النظرية المالية التقليدية أين تعتبر نظرية الكفاءة أن جميع المستثمرين يتمتعون بالرشادة والعقلانية، تقر المالية السلوكية بوجود ما يطلق عليهم المستثمرين الجاهلين والذين يعرفهم أندري ويليام بأنهم: "أولئك المستثمرين الذين يقومون ببناء توقعاتهم بطريقة غير عقلانية، سواء بالاعتماد على إشارات خاطئة أو بإتباع استراتيجيات غير عقلانية على غرار أصحاب التحليل الفني."

فرضيات المالية السلوكية:

2. محدودية التحكيم:

حيث يثبت أنصار نظرية الكفاءة عقلانية الأفراد بوجود فئة المحكمين التي تلغي أثر المستثمرين غير العقلانيين، إلا أن الواقع أثبت أن سلوكيات هذا النوع الأخير مرتبطة غير عشوائية، تتراكم في نفس الاتجاه بفعل التقليد، كما لوحظ أيضا أن عملية التحكيم تصاحبها في الواقع عدة مخاطر:

- لا يوفر التحكيم إمكانية بيع الأوراق المالية بالأجل وشرائها في موعد لاحق؛
- خطر المنافسة؛
- خطر السيولة؛
- خطر اختلال توازن السوق المالي.

العوامل والتحييزات السلوكية المؤثرة في اتخاذ القرار الاستثماري

ينظر للتحيزات السلوكية كحالة من السلوك الذهني تعبر عن الميل عن التفكير العقلاني وتشتت صانع القرار عن اتجاهه، وعدم إدراك الحجم الحقيقي للمخاطر، والتفسير المنطقي للحقائق والبحث الكامل للمعلومات.

- نظرية الاستدلال أو التحيز الإدراكي؛

- التحيزات العاطفية؛

- التحيزات الاجتماعية وسلوك القطيع؛

- عوامل السوق والتحيز المعلوماتي.

نظرية الاستدلال أو التحيز الإدراكي:

تحيز الثقة الزائدة:

أو الوهم المعرفي والإيمان غير المبرر بالقدرات والأحكام، يؤثر هذا التحيز على قرار المستثمر وتصوره للمخاطر، فعادة ما يقيم الأفراد أنفسهم على أن قدراتهم أعلى من قدرات الآخرين.

تحيز المتاح:

ويطلق عليه أيضا تحيز الأحداث الأخيرة، حيث يميل الأفراد إلى إعطاء وزن أكبر للأحداث الأخيرة والحديثة لتقدير احتمالات وقوع حدث معين، وذلك بإدراكها من قبل العقل وتذكرها بسهولة.

تحيز التمثيل:

ويشير تحيز التمثيل إلى الأحكام القائمة على الإفراط في الاعتماد على الصور النمطية، وهي جزء من التحيز المعرفي في الأسواق المالية.

تحيز التأطير:

يلاحظ عندما يحمل القرار مخاطر ويكون المستثمر أمام خيارات متعددة في نفس الوقت، فيتم اتخاذ القرار بناءا طريقة عرض أو وصف الخيارات المتاحة

تحيز الإدراك المتأخر:

وهي الحالية التي يقنع فيها الفرد نفسه بعد وقوع الحادثة أن هذا الحدث كان متوقعا بناءا على أحداث ماضية، أي أنه كان بالإمكان التنبؤ به على الرغم من صعوبة التنبؤ به.

تحيز الترسخ:

ويعني الارتكاز على معلومات قليلة وغير مرتبطة بالحدث عند اتخاذ قرار أو تقدير حادث معين، أي ربط الحدث بفكرة أو نقطة مرجعية سابقة، ومن تم اعتماد هذه النقطة كأساس لعملية اتخاذ القرار.

تحيز مغالطة المقامر:

وتعني الفهم الخاطئ للأمر وإمكانية حدوثه من عدمها، والفهم الخاطئ قد يؤدي إلى بناء افتراضات خاطئة وبالتالي بناء توقعات خاطئة، ومن المغالطة في المقامرة اعتقاد حدوث حدث عشوائي ما يعني بالضرورة عدم حدوث حدث معين أو سلسلة أحداث معينة بعده

التحيزات العاطفية:

يعرف التحيز العاطفي بأنه التحيز أو الميل الذي ينتج عنه اتخاذ قرارات أو إجراءات بناء على ما تمليه العواطف والمشاعر بعيدا عن الحقائق، ونذكر من بين هذه التحيزات:

- تحيز النفور من الندم؛

- تحيز النفور من الخسارة؛

- تحيز الوضع الراهن؛

- تحيز التفاؤل؛

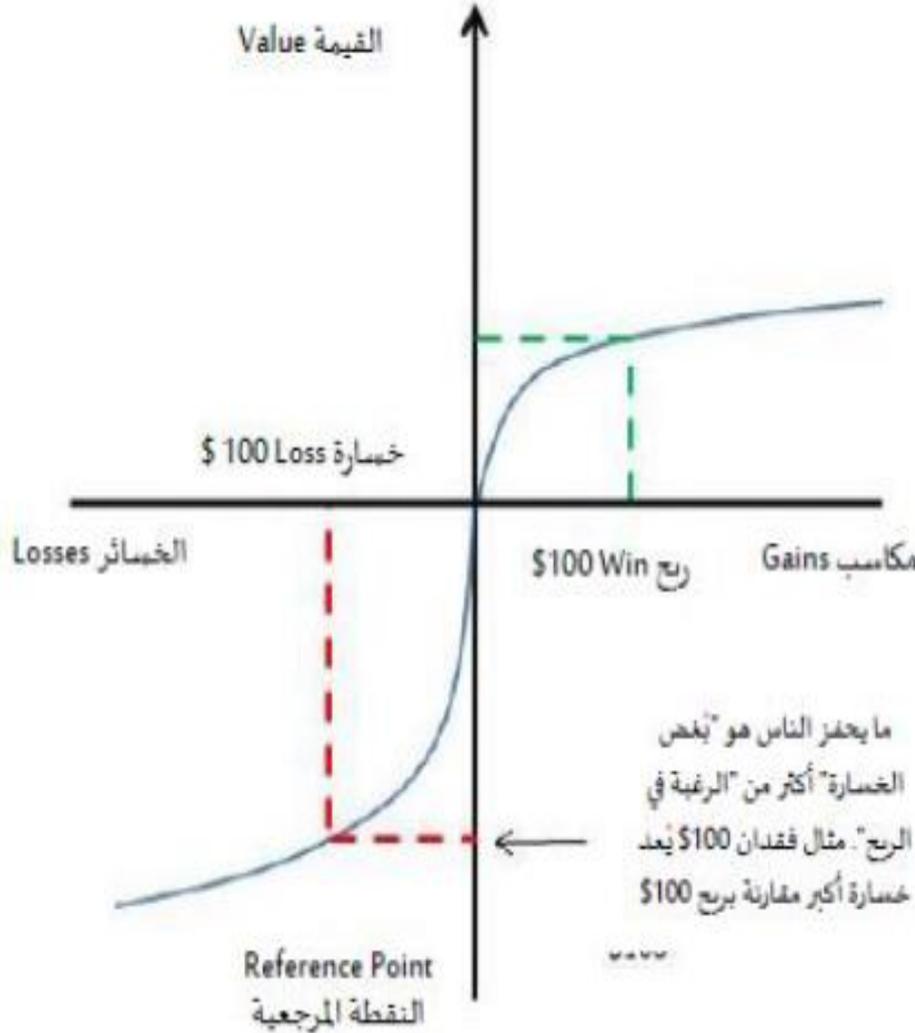
- تأثير التصرف.

- تحيز المحاسبة العقلية؛

تحيز النفور من الخسارة:

يعتبر تحيز النفور من الخسارة أحد أهم الإضافات التي قدمها علم النفس للاقتصاد السلوكي، حيث يميل المستثمرون إلى تجنب الخسارة وحساسيتهم لها أكثر من الأرباح كما يوضحه الشكل أدناه، وهو ما يفسر لماذا يصبح المتداولون باحثين عن المخاطر في المجالات الخاسرة ومتحفظين في المجالات الربحية، إذ تلعب محاولاتهم لتجنب الخسارة دورا كبيرا في عملية اتخاذ القرارات.

نظرية المأمول - مخاطرة الربح والخسارة



ولتوضيح ذلك نفترض أن المستثمر يواجه الحالة التالية لاتخاذ القرار:

- **القرار الأول:** أنك مخير بين: **a** مكسب مؤكد 200 وحدة نقدية؛ أو **b** فرصة أن تكسب 1000 وحدة نقدية باحتمال 25% مقابل احتمال قدره 75% ألا تكسب شيئاً؛

- **القرار الثاني:** أنت مخير بين: **a** خسارة مؤكدة 70% قدرها 750 وحدة نقدية؛ أو **b** احتمال 75% أن تخسر 1000 وحدة نقدية واحتمال 25% ألا تخسر شيئاً.

- والسؤال هنا ماذا يختار المستثمر؟

بالنسبة للقرار الأول غالبية من تم سؤالهم من قبل كانت استجابتهم (84%) باختيار الخيار **a**، بينما القرار الثاني اختار غالبية المشاركين (87%) الخيار **b**، وهو الأمر الذي يعطي نتيجة لا تتوقعها نظرية المنفعة المتوقعة، إذ يبدو الأفراد المشاركون كارهين للخسارة في القرار الأول، مع أن الخيار **b** يعطي مكسباً أفضل، في حين يظهر المشاركون كباحثين عن المخاطر في القرار الثاني مع أن الخيار **a** يعطي خسارة أقل وفقاً لنظرية المنفعة المتوقعة.

تحيز النفور من الندم:

وهو شعور ينتاب المستثمر عند اتخاذ قرار استثماري خاطئ، فيحاول بذلك تجنب الندم من خلال رفض بيع أوراقه المالية الخاسرة، والتوجه نحو بيع أوراقه الربحية.

تحيز الوضع الراهن:

بمعنى أن الأفراد يميلون إلى تقدير المكاسب الحاضرة أو السريعة، أكثر من تقديرهم للمكاسب اللاحقة أو المستقبلية.

تحيز تأثير التصرف:

يعتبر تأثير التصرف من الظواهر السلوكية الهامة التي تؤكد ميل المستثمرين إلى بيع أسهمهم الربحية والتي تم شرائها مبكرا وإبقاء الأسهم الخاسرة لفترة طويلة، فالمستثمر يبدي استعدادا لتحمل المخاطر من أجل تجنب الخسائر.

تحيز التفاؤل:

يميل عامة الأفراد إلى الاعتقاد بأن مستقبلهم سيكون أفضل حالا، ولذلك يبالغون في تقدير قيمة الأصل الذي في حوزتهم مع التقليل من أهمية التذبذبات الذي يشهدها سعره، بالإضافة إلى اعتقادهم بأن ما يملكونه من معلومات صحيحة ودقيقة، وهو ما يقودهم في الغالب إلى اتخاذ قرارات خاطئة.

المحاسبة العقلية:

تعني أيضا تخصيص الفرد للموجودات المالية في أصناف مختلفة داخل عقولهم بدلا من معاملتها كمحفظة واحدة.

التحيزات الاجتماعية وسلوك القطيع:

وهو ما يطلق عليه أيضا تحيزات المقارنات الاجتماعية، ومعناه أن الأفراد في الغالب يتبعون القرارات والخيارات التي يتبعها الغير تأثرا بالعرف والقيم الاجتماعية السائدة، أو تأثرا بالمقارنة بمجموعة أخرى من الأفراد.

عوامل السوق والتحيز المعلوماتي:

تشتمل عوامل السوق المؤثرة في قرارات المستثمرين داخل السوق المالي في:

- تغيرات الأسعار؛
- معلومات السوق؛
- توجهات وأسعار الأسهم في الفترات السابقة؛
- تفضيلات العملاء؛
- المغالات في رد الفعل اتجاه التغير في الأسعار؛
- وطبيعة الأسهم ونوعيتها.

وبشكل عام فإن التغيرات في معلومات السوق وطبيعة الأسهم ونوعيتها، وأسعار الأسهم يمكن أن تسبب ردة فعل لدى المستثمرين، وقد تكون ردود الفعل مبالغ فيها أحيانا، وقد أثبتت التجربة أن تلك التغيرات تؤثر وبشكل كبير في عملية اتخاذ المستثمرين لقراراتهم، ويرى كل من (DeBondt & Thaler 1985) أن ردود الفعل المبالغ فيها وردود الفعل دون المستوى المتوقع اتجاه المعلومات والأخبار الجديدة يمكن أن تحدث ضمن استراتيجيات مختلفة بالنسبة للمستثمرين، وبالتالي التأثير في قراراتهم الاستثمارية.

وفيما يلي نستعرض نتائج بعض الدراسات التي قدمت نتائجها أدلة مؤكدة لوجود التحيزات السلوكية عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، رغم اختلاف تصنيفاتها

Kahneman & Riepe (1998)

- تحيزات الأحكام: الثقة المفرطة، التفاؤل المفرط، الإدراك المتأخر، المبالغة في ردة الفعل؛
- أخطاء التفضيل: الوزن غير الخطي للاحتمالات، شكل وجاذبية المراهنات، دالة القيمة؛
- سعر الشراء كنقطة مرجعية: التأطير، المقامرة، وجهة نظر طويلة وقصيرة؛
- العيش مع عواقب القرار: الندم على الإهمال وارتكاب الأفعال، الندم وتقليل المخاطرة.

Shefrin (2002)

- الموجهات: التمثيل، مغالطة المقامرين، الثقة المفرطة، الارتكاز، تجنب الغموض، العاطفة والإدراك المعرفي؛
- اعتمادية الإطار: تجنب الخسارة، المحاسبة الذهنية، العاطفة، تجنب الندم.

Pompian (2006)

- التحيزات الإدراكية: الثقة المفرطة، التمثيل، الارتكاز، التنافر الإدراكي، المتاحة، وهم السيطرة، المحاسبة الذهنية، التأطير، تجنب الغموض؛
- التحيزات العاطفية: النفور من الخسارة، تجنب الندم، التفاؤل المفرط، ضبط النفس.

De Bondt, Muradoglu, Shefrin & Staikouras (2008)

- عاطفة المستثمرين: الارتكاز، التمثيل، المتاحة، الثقة المفرطة؛
- تفضيلات المستثمرين: النفور من الخسارة، المحاسبة العقلية، قصر النظر، ضبط النفس، تجنب الندم.

Acker & Deaves (2010)

- نظرية الاحتمال: تجنب الخسارة، التأطير، المحاسبة الذهنية؛
- الموجهات: تحيز الألفة، تجنب الغموض، تحيز الامتلاك، تحيز الوضع الراهن، التمثيل، المتاحة، الارتكاز؛
- الثقة المفرطة: التفاؤل المفرط، وهم السيطرة؛
- العناصر العاطفية: الغضب، الخوف، الحزن، الندم، السعادة.

خاتمة:

من خلال هذه الدراسة والتي حاولنا من خلالها تسليط الضوء على موضوع العوامل والتحيزات السلوكية المؤثرة على قرارات الاستثمار للأفراد في السوق المالي، توصلنا إلى مجموعة من النتائج كما حاولنا تقديم بعض التوصيات:

أولاً. نتائج الدراسة:

- المالية السلوكية علم حديث تهتم بدراسة الأسواق المالية انطلاقاً من مدخل علم النفس.
- تنتج المالية السلوكية عن التفاعل بين ثلاث تخصصات، ممثلة بعلم النفس وعلم الاجتماع وعلم المالية.
- تقوم النظرية المالية السلوكية على فرضيتين أساسيتين: عدم رشادة المستثمرين ومحدودية عملية التحكيم.
- للعوامل والتحييزات السلوكية دور كبير في فهم وتفسير سلوكيات المستثمرين في الأسواق المالية، وذلك لما لها من أثر كبير في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية.
- تشير التحييزات الاستدلالية إلى عملية اتخاذ القرار من خلال تخفيض درجة تقييم احتمالات العوائد والتدفقات النقدية، وتضم العديد من التحييزات منها: تحيز التمثيل، الترسخ، المتاح، الإدراك المتأخر، الثقة الزائدة، التأطير ومغالطة المقامر.
- تحدث التحييزات العاطفية نتيجة لحدس المستمر ومشاعره وعواطفه، وتضم تحيز النفور من الخسارة، النفور من الندم، التفاؤل، الوضع الراهن، المحاسبة العقلية، وتأثير التصرف.
- التحييزات الاجتماعية وسلوك القطيع وتشير إلى تأثير قرارات المستثمر بسلوكيات الآخرين، ظناً منه أنهم يمتلكون معلومات أكثر مما لديه وخبرة تفوق خبرته.
- أظهرت عوامل السوق والتحييز المعلوماتي والمتمثلة في: تغيرات الأسعار، معلومات السوق، توجهات وأسعار الأسهم في الفترات السابقة، تفضيلات العملاء، والمغاللات في رد الفعل اتجاه التغير في الأسعار، وطبيعة الأسهم ونوعيتها، مدى تأثيرها على قرارات المستثمر.
- نظرية المالية السلوكية ورغم تفوقها على النظرية التقليدية تبقى عاجزة أما تحليل ونفسير بعض الظواهر الشاذة الملاحظة في الأسواق المالية.

ثانياً. توصيات الدراسة:

- اتخاذ القرارات الاستثمارية ينبغي أن يكون من خلال الدراسة والتحليل العميق للاستثمارات وكذا الظروف المحيطة.
- تثقيف المستثمرين حول تجنب الانحياز خلف جميع السلوكيات التي من شأنها التأثير على قراراتهم وبالتالي زيادة نسبة المخاطر وحتى التسبب في الأزمات.
- إقامة المزيد من الندوات والمؤتمرات بهدف تثقيف الرأي العام وخاصة فئة المستثمرين فيما يتعلق بالنظرية المالية السلوكية وكيفية تأثيرها على قرارات الاستثمار.
- اتخاذ التدابير وتسطير الحلول الممكنة للحد من الآثار السلبية التي يمكن أن تنتج عن التحيزات السلوكية الملاحظة في السوق المالي.
- وفي الأخير المستثمر الرشيد يتخذ قراراته بشكل عقلائي بعيداً عن كل تحيزات سلوكية، أي يجب فصل العاطفة عن المخاطرة وتحقيق الربح.

المداخلطة الرابعة

جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
الملتقى الدولي الافتراضي حول:
المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق

بحث بعنوان

السوق المالية وفق مفهوم المالية السلوكية

من إعداد:

ط د، حملة عيسى
جامعة البويرة-الجزائر-

د، وادي عزالدين
جامعة بالبويرة-الجزائر-

يومي 02 و03 أفريل 2022

مقدمة

يتميز السوق المالي بكثرة تقلبات في أسعار منتجاتها، فاحتمالية استقرار الأوضاع نادر بحيث يتميز السعر بالارتفاع والانخفاض فلا يكاد يستقر عند مستوى معين إلا وينخفض أحياناً ويرتفع أحياناً أخرى، وهذا ما جعل كثير المهتمين بالشأن الإقتصادي والمالي يرجعون دوافع كثيرة لذلك، ولقد تعدد النقاشات والآراء حول النظريات المالية، واستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطرة. ويرى كثير من الباحثين أن النظريات المالية التقليدية والنموذج التقليدي السائد غير قادر على فهم سلوك الأسواق، خاصة بعد الأزمات المالية العالمية، وكذلك أن هناك حالات كثيرة تؤثر فيها العاطفة والحالة النفسية في اتخاذ القرارات الاستثمارية مما يؤدي إلى التصرف بطرق غير عقلانية، ومع تعدد الآراء وعدم قدرة السياسات التقليدية على استحواذ سلوك الاقتصاد، برزت المالية السلوكية لمحاولة تقديم تفسيرات للحالات غير العادية التي تتعرض لها أسواق المال من التشوهات واللاعقلانية وفعاعات المضاربة، كما تبحث عن أساليب لتفاديها، إضافة إلى شرح ماذا ولماذا، وكيف يتم الاستثمار والتمويل في أسواق المال من منظور سلوك الإنساني.

إشكالية الدراسة :

فيما تتمثل أهمية المالية السلوكية كآلية في استحواذ مخاطر السوق
المالية ؟



تقسيم البحث

المحور الثالث:
المالية السلوكية في السوق المالية

المحور الثاني:
أنواع السوق المالية

المحور الأول:
مفهوم السوق المالية

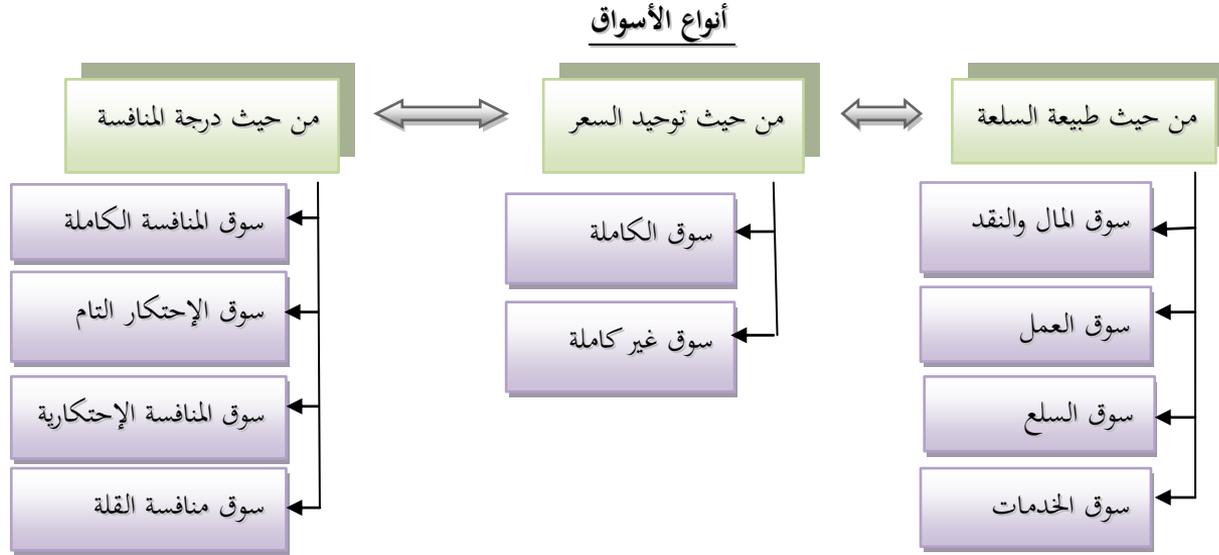


المحور الأول: مفهوم السوق المالية

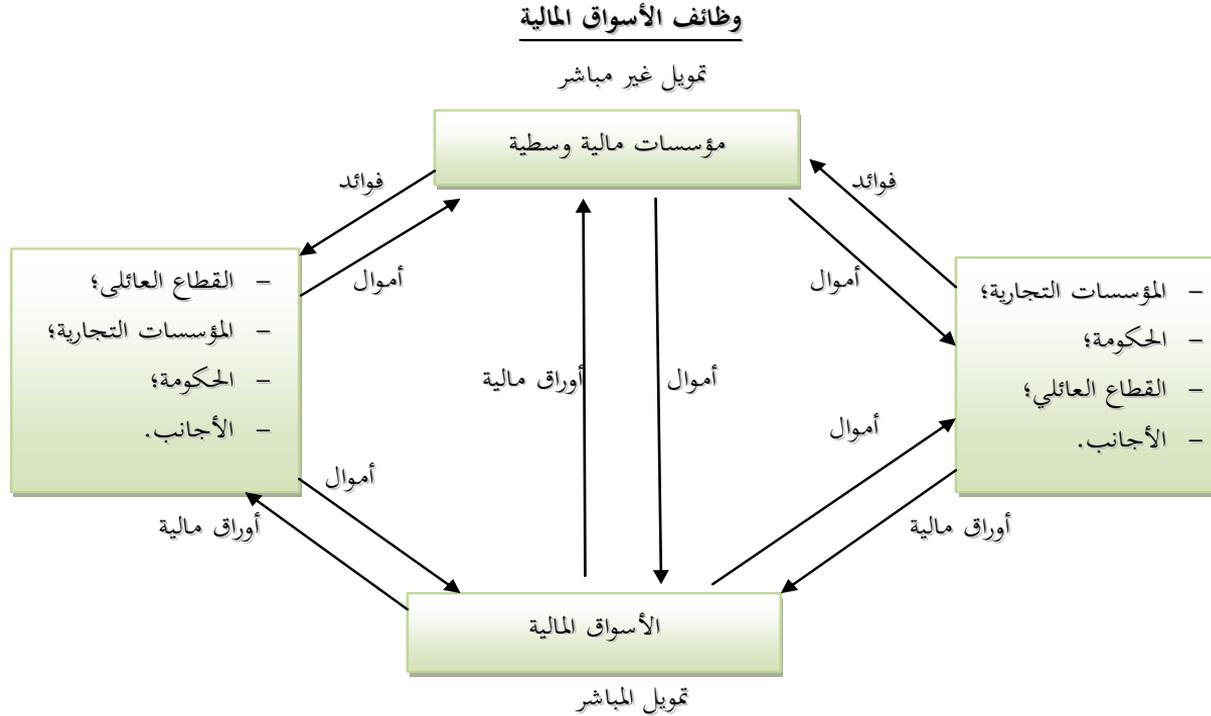
يعرف السوق المالي بأنه: الإطار أو النظام الذي تتجمع فيها طلبات الشراء والبيع للأدوات المالية والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية، ويعتبر وجود الأسواق المالية من الشروط الضرورية لإتمام المبادلات المالية بسرعة وسعر عادل.

وأيضاً تعرف: السوق التي تمثل قناة الربط المالية بين الادخارات المتدفقة من العوائل والأعمال باتجاه متطلبات الإنفاق الجاري لأغراض الاستثمار والاستهلاك فهي تقوم بدور محوري في الاقتصاد المعاصر، والسوق المالي يمثل قلب النظام الاقتصادي، إذ يجذب ويخصص الادخارات من خلال معدلات الفائدة وأسعار الأصول المالية

أنواع الأسواق



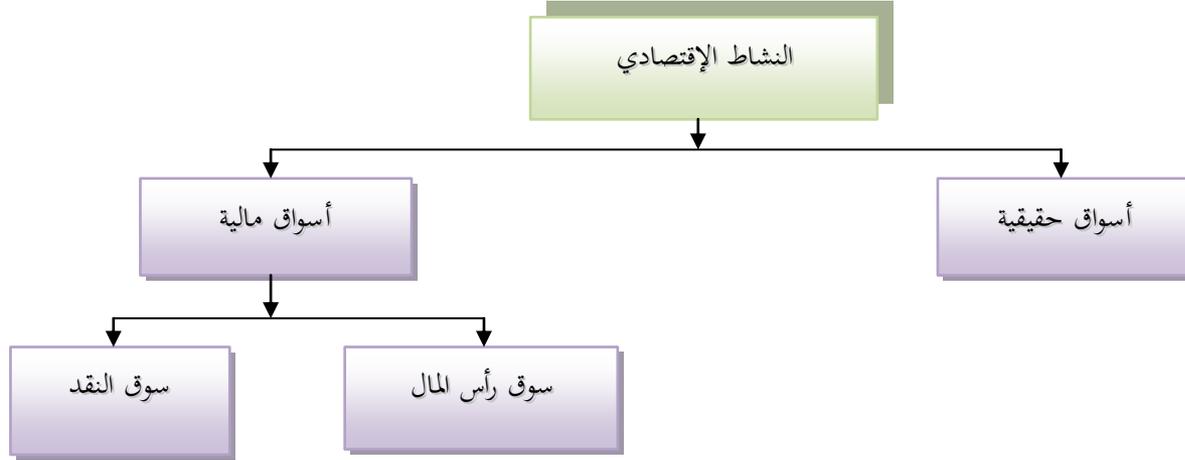
وظائف الأسواق المالية



المحور الثاني : أنواع السوق المالي

يمكن تقسيم الأسواق المالية الى عدة أسواق كما يظهر في الشكل التالي:

مكونات السوق المالية

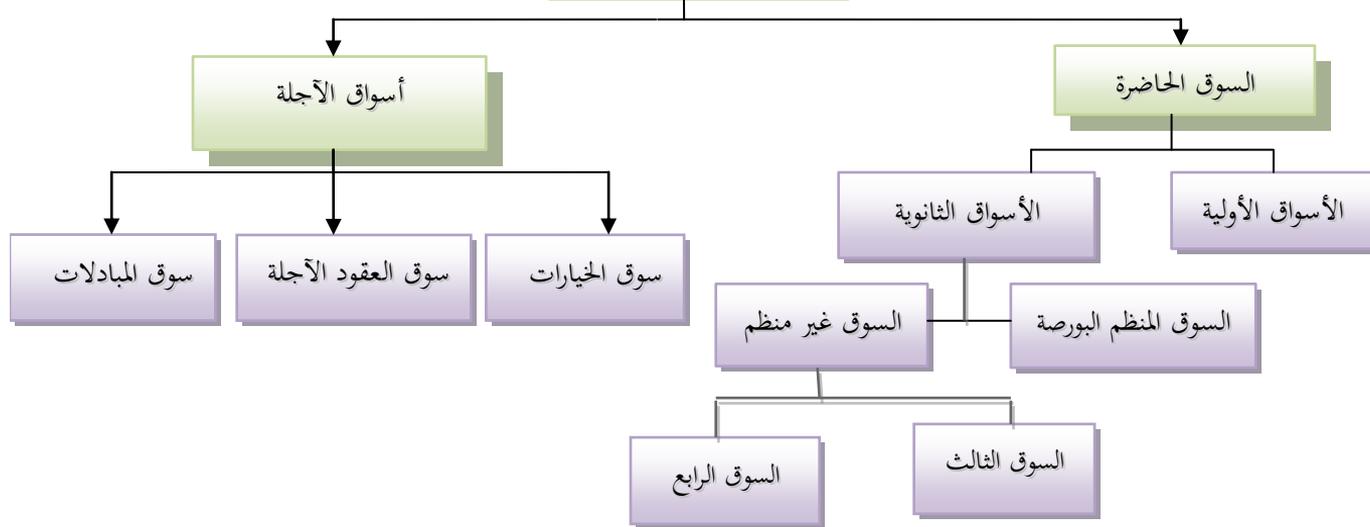


أولاً: سوق رأس المال

أسواق رأس المال هي الأسواق التي تتعامل في أدوات الدين طويلة الأجل وكذا الأسهم، والغرض الأساسي منها تحويل المدخرات إلى إستثمارات، لذلك فإن الأوراق المالية المتعامل عليها في هذه الأسواق، هي تلك التي تستحق بعد مدة تزيد عن عام، أو تلك التي ليس لها تاريخ استحقاق كما هو الحال بالنسبة للأسهم وتضم هذه الأسواق الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل والتي يمكن تسيلها بسهولة، وكذا سندات الشركات، وأسهمها، وسندات البلدية التي تصدرها الدولة أو الحكومات المحلية فضلاً عن سندات الخزنة وسندات الرهن العقاري، وصكوك الاستثمار الإسلامية بأنواعها.

أسواق رأس المال

هيكل أسواق رأس المال



ثانيا: السوق النقدية

سميت هذه السوق بـ (سوق النقد) لأنه يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود، بسرعة وسهولة، أو لأن هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود، أو لمجموع الأمرين. وهي السوق التي من خلالها يمكن الحصول على القروض قصيرة الأجل، أي التي لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكان ذلك من خلال عقد القرض المباشر، أم من خلال إصدار الأوراق المالية التي تتميز بسيولتها العالية، أي التي يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة، كشهادات الإيداع القابلة للتداول.

المحور الثالث: المالية السلوكية في السوق المالية

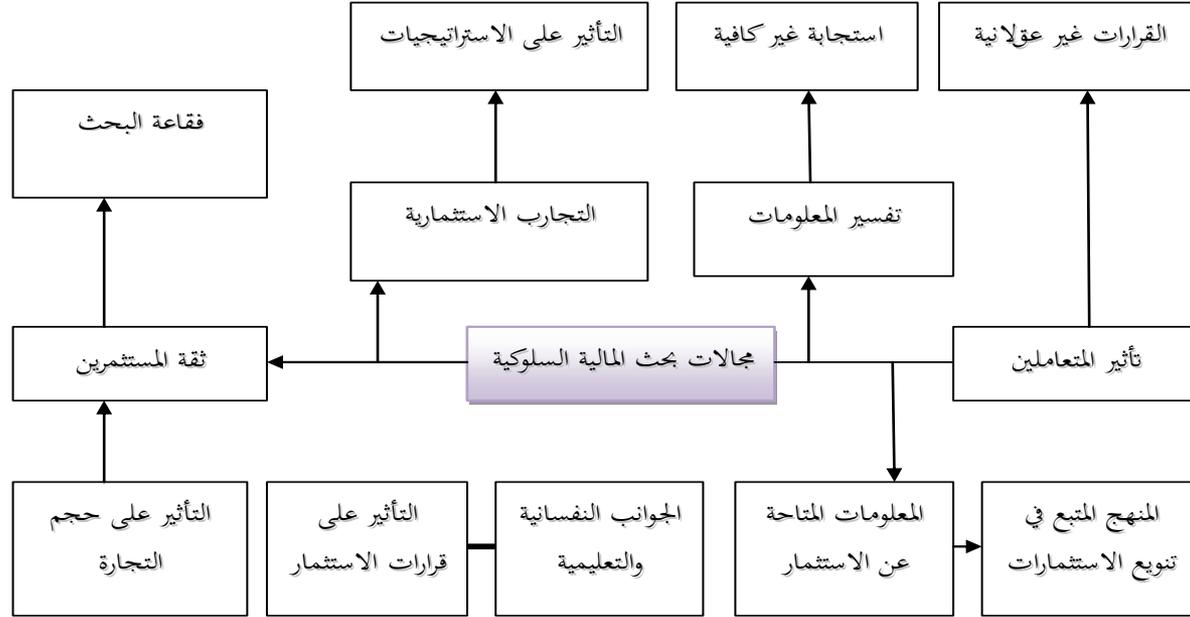
تعتبر المالية السلوكية Behavioural Finance فرع من فروع اقتصاد السلوكي Behavioral Economics ، يعد هذا الأخير منهج حديث من مناهج التحليل الاقتصادي الذي يدمج التبصر السايكولوجي بسلوكيات الأفراد، بغية وصف وتحليل السوق وإعطاء نتائج تتفق بدرجة أكبر من الواقع.

أولاً: مفهوم المالية السلوكية

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

تتمثل المالية السلوكية في ذلك الاتجاه الجديد في علم المالية والذي يحاول إعطاء تفسير لحالات التشوه الملاحظ في الأسواق المالية، وذلك عند ملاحظة أن أسعار الأصول المالية في السوق تتحدد بعيداً عن افتراضات النظرية المالية التقليدية (نظرية كفاءة الأسواق المالية)، وذلك نتيجة ممارسات وسلوكيات الأفراد في الأسواق المالية والمنشآت المصدرة للأصول المالية على حد سواء.

مجالات بحث المالية السلوكية



ثانيا: الافتراضات الأساسية للنظرية المالية السلوكية

جاءت المالية السلوكية لدراسة ما يشوب عملية اتخاذ القرار من سلوكيات غير العقلانية وهي تقوم على فرضيتين أساسيتين هما:

1- عدم تمتع المستثمرين بالعقلانية (الرشاد): تسعى نظرية المالية السلوكية إلى تفسير وشرح الحالات الشاذة الملاحظة في الأسواق المالية وذلك على أساس دراسة السلوك البشري للأفراد المتعاملين فيه، وملاحظة درجة الترابط المعقد بينهم، مما يبرز نوع من اللاعقلانية 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 والرشادة

2- محدودية التحكيم: يثبت أنصار الكفاءة عقلانية الأفراد بوجود فئة المحكمين التي تلغي أثر المستثمرين غير العقلانيين، إلا أن الواقع أثبت بأن سلوكيات هذا النوع الأخير ليست عشوائية، إذ عوض أن تلغي أثر بعضها البعض كما كان يعتقد نجد أنها تتراكم في نفس الإتجاه بفعل التقليد (سلوك القطيع)، مكونة بذلك إتجاهها سعريا، كما لوحظ أيضا بأن عملية التحكيم تصاحبها في الواقع عدة أخطار جعلتها محدودة الأثر على غرار خطر السيولة، فقد لا يمتلك المحكمون السيولة اللازمة لشراء الأوراق المالية والعودة بالأسعار إلى مستواها الحقيقي، وقد يدفعهم إلى الإقتراض وما يرتبط به من أخطار، إلى جانب الخطر التنافسي الذي قد يؤدي بالمحكم إلى تحمل عدة خسائر عند معاكسته للإتجاه السعري في الوقت الذي يحقق فيه جميع المستثمرين، الذين ساروا مع التيار عدة أرباح مما قد يجرحه من السوق، ويبقى أن نشير إلى أنه يمكن أن يكون لهذه العملية أثر عكسي حين يعمل المحكمون أنفسهم على إطلاق الإتجاه السعري والاستفادة من معرفتهم بالأساسيات لأجل التخلي عن الأوراق المالية في الوقت الذي تستثمر فيه الأغلبية في الشراء، إذن فعملية التحكيم في الواقع محدودة الأثر، لا تخلو من مخاطر كما قد لا تقود إلى إلغاء الفارق بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية .

ثالثا: المالية السلوكية والسوق المالية

علم المالية السلوكية علم بجهوره يعمل على تحليل طرائق اتخاذ القرارات المالية للأفراد ويسعى لفهم المضامين النظامية لعملية اتخاذ القرارات النفسية في الأسواق المالية، وفيما يلي ايضاح لدعائم المالية السلوكية:

1- علم النفس

علم النفس يركز على كيفية ارتكاب الأخطاء من قبل الأفراد ، ويهتم علم النفس الإدراكي بدراسة ادراكات وذاكرة وتفكير الأفراد ويساعد هذا العلم على شرح وتفسير العمليات الذهنية لدى الأفراد متى ما تعاملوا مع غيرهم او 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، والسلوك في علم النفس هو جميع ردود الأفعال للكائنات الحية والتي تأتي استجابة للمحفزات.

- علم الاجتماع

يقدم هذا العلم دراسة نظامية للسلوك الاجتماعي البشري وسلوك الجماعات ويركز هذا العلم بالأساس على تأثير العلاقات الاجتماعية على مواقف وسلوكيات الأفراد وغالباً ما يتعلم الأفراد من خلال التفاعل مع الآخرين إذ تتحول المحادثات وبشكل متزايد إلى الاستثمار، وتعني المبادئ الاجتماعية مجموعة الآراء والقواعد والإجراءات غير الرسمية للجماعة وتمثل التحيزات الاجتماع ية ميول ممتدة عميقاً داخل الأفراد تحاول مطابقة وجهات النظر السائدة لدى الجماعة ولعل سلوك القطيع من أشهر التحيزات المرتبطة بعلم الاجتماع والذي يعني تصرف المستثمرون بنفس الأسلوب مما ينتج عن هذا التصرف ظهور فقاعات الأسواق.

سلوك القطيع: يتم تحديد تأثير القطيع في السوق المالية على أنه اتجاه سلوكيات المستثمرين لاتباع إجراءات الآخرين، عادة ما يفكر الممارسون بحذر في وجود عامل القطيع، وذلك بسبب حقيقة أن المستثمرين يعتمدون على المعلومات الجماعية أكثر من المعلومات الخاصة يمكن أن يؤدي إلى انحراف في الأسعار للأوراق المالية من القيمة الأساسية، لذلك، يمكن أن تتأثر ال عديد من الفرص الجيدة للاستثمار في الوقت.

خاتمة:

من خلال دراستنا يجدر القول أن المالية السلوكية جانب جديد من العلوم المالية يدرس مختلف الظواهر الاجتماعية والنفسية للمستثمرين في عملية اتخاذ القرارات المالية والاقتصادية، ومع تميز السوق المالي بجانب المخاطر وتقلبات الأسعار تعتبر المالية السلوكية ذات أهمية بالغة في تسليط الضوء على الانحرافات وفهم ما يحدث في السوق المالي، وهذا ما فشلت فيه النماذج التقليدية في تفسيره ما نتج عن أزمات مالية عديدة يمكن إبراز أهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة كالآتي:

-علم النفس السلوكي علم حديث جاء لتحديد وتفسير السلوك الإنساني وتأثيره على عمليات تداول الأصول المالية؛

-المالية السلوكية نموذج علمي جديد في العلوم المالية، يسعى إلى تكملة النموذج المالي التقليدي عن طريق إدخال الجوانب الاجتماعية والنفسية المحددة لسلوك الفرد في اتخاذ القرارات المالية والاقتصادية؛

-تعتبر المالية السلوكية مكملة للمالية التقليدية بإدخال الجانب السلوك كعامل أساسي في اتخاذ القرارات المالية؛

-هناك مجموعة من التحيزات النفسية المرتبطة بالأحكام مثل الثقة المفرطة والتمثيلية تؤثر على عملية صنع القرار الاستثماري وتجعل المستثمرين يقعون في أخطاء التحيزات عند اتخاذ القرار؛

-تعتبر نظرية المالية السلوكية نظرية أقرب للواقع العملي في تفسيرها لما يحدث من اختلالات وتشوهات في الأسواق المالية، فهي تعمل على سد الفجوة بين النظرية المالية والواقع العملي؛

الجانب السلوكي في الاقتصاد جد ضروري لدراسة مختلف توجهات الأفراد في اتخاذ القرارات المالية والاقتصادية، وكذا يساعد متخذي القرار المالي على فهم توجهات الأفراد ومعرفة ماذا يريد الفرد، وهذا ما يساهم في التوجه الصحيح لمختلف المؤسسات المالية المثلة للسوق المالي للتلبية حاجات المالية للأفراد.

توصيات

الملتقى

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير

مخبر التطبيقات الكمية والنوعية للارتقاء الاقتصادي، الاجتماعي والبيئي بالمؤسسات الجزائرية

ينظم: الملتقى الدولي الافتراضي webinar حول:
المالية السلوكية بين النظرية و التطبيق
يومي: 24 و 25 ماي 2022

التوصيات

بسم الله الرحمن الرحيم

في يوم الأربعاء 25 ماي 2022 الموافق لـ 24 شوال 1443 هـ اجتمعت لجنة التوصيات المنبثقة عن فعاليات الملتقى الدولي حول المالية السلوكية بين النظرية و التطبيق الذي دام أشغاله يومي 24 و 25 ماي 2022، و المنظم من قبل مخبر التطبيقات الكمية و النوعية، للارتقاء الاقتصادي لاجتماعي والبيئي بالمؤسسات الجزائرية، اشراف كلية العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير، بجامعة غرداية، و بعد الاطلاع على الأبحاث والعروض المقدمة في الملتقى، فإن لجنة التوصيات تسجل خالص معاني الشكر والتقدير لكل من ساهم في انجاح هذا المحفل العلمي الأكاديمي كما تشكر اللجنة سائر الأستاذة الباحثين الذين أسهموا في إثراء فعاليات هذا الملتقى، حيث خلصت اللجنة إلى تقديم التوصيات الآتية:

1. توظيف العلوم النفسية والاجتماعية في القطاعات المالية والاستثمارية من خلال استخدام المتخصصين لفهم وتفسير السلوكيات النفسية والاجتماعية للمستثمر في جميع الاقسام بعلم النفس والكليات والمجمعات البحثية المتخصصة بالشؤون المالية والاستثمارية؛

2. محاولة الأخذ في الاعتبار اعتقادات الأفراد و الجماعات في اتخاذ القرار المالية و فهم سلوكيات المجتمع؛

3. عدم التقليل من أهمية البعد السلوكي وأثره على أسواق المال فبقدر ما تكون الأزمات الناجمة عنه معقدة، بقدر ما يمكن تجاوزها ، وذلك بتحليل و دراسة السلوك الذي كان وراءه، إضافة إلى العمل على إدراك آثار هذا الجانب على المؤسسة المالية؛

4. محاولة دمج العوامل النفسية في قرارات الاستثمار، فإن نظرية المحفظة السلوكية ساهمت إلى حد ما في تحديث نظرية المحفظة الحديثة بصفة خاصة والتمويل التقليدي بصفة عامة. إلا أن تأكيد هذه النتائج على مستوى الأسواق المالية المحلية والناشئة يبقى مفتوح للبحث والدراسة؛

5. يجب أن يركز إصلاح النظام المالي على إلغاء الممارسات المالية المعقدة والخالية من المردودية الاجتماعية، ويتطلب إلغاء التعقيد إعادة خلق أفضل الشروط اللازمة لتقييم ومراقبة المخاطر المالية، بما في ذلك إدخال العوامل النفسية وسلوكيات المتعاملين في تقييم الخطر؛

6. تضمين المعرفة والتعليم المالي في المقررات والمناهج التعليمية والتدريبية في مختلف المستويات والأطوار التعليمية مما يرفع من درجة الثقافة المالية في الأجل القصير سعياً للثقافة المالية للأفراد و الجماعات. لذلك يجب أن يكون التعليم المالي جزءاً من استراتيجية متكاملة لمعالجة وحماية وتعزيز كفاءات الفرد المالية؛

7. تطوير وتنفيذ برامج تعليمية وحملات إعلامية لتحسين المعرفة المالية، وهذا يشمل تطوير وتنفيذ البرامج التعليمية، الحملات الإعلامية وتوسيع نطاق مبادرات تحسين المعارف المالية الحالية؛

8. زيادة الاهتمام بفهم العوامل والأنماط السلوكية لتأثيرها الكبير في ممارسات الأفراد الواقعية كالعواطف، الإدراكات، المشاعر، الطموح والمواقف اتجاه الكثير من الظواهر والظروف البيئية؛

9. دراسة وتفسير سلوكيات المستثمرين ستسهل حتماً على الباحثين تطوير نماذج تتماشى أكثر مع الواقع ولهذا يجب الاهتمام أكثر بهذا المجال ومحاولة التطوير منه؛

10. أثر إقصاء الجانب الأخلاقي في علم الاقتصاد عامة والمالية تحديداً على ما تشهده الأسواق من اختلالات، وبالتالي أصبحت ضرورة أخلقت التعاملات المالية أمراً ضرورياً لتجنب تلك الاختلالات المالية.