

تحليل أداء سوق الأوراق المالية في ظل التحيزات السلوكية للمستثمرين
(دراسة حالة سوق الأوراق المالية العربية من 2007 إلى 2020)

Analysis of stock market performance under investor behavioural biases
(Arab Stock Exchange Case Study 2007 to 2020)

¹ جمال عديدو*¹، مكي مكاوي²

1 جامعة مصطفى اسطيمبولي - معسكر - djamel.adidou@univ-mascara.dz

2 جامعة مصطفى اسطيمبولي - معسكر - mekkimekkaoui9@gmail.com

تاريخ النشر: 2022/06/03

تاريخ القبول: 2022/03/19

تاريخ الإرسال: 2022/02/07

ملخص: من خلال هذه الورقة البحثية تم دراسة أهم المعطيات المفسرة لأداء سوق الأوراق المالية العربية خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى غاية 2020 و هذا بهدف إبراز أهم الأسباب و الأحداث التي أدت بالمستثمرين إلى اتخاذ قرارات هامة، حيث توضح التغيرات في أداء سوق الأوراق المالية العربية أهم الأحداث التي صاحبها خلال فترة الدراسة و التي انعكست على سلوك المستثمر بدأ بالأزمة المالية لسنة 2008 و من ثمة أزمة انخفاض أسعار النفط في أواخر سنة 2014 وصولا إلى تداعيات انتشار فيروس كورونا المستجد (COVID-19) بداية 2020، كل هذه العوامل أدت إلى انخفاض أداء سوق الأوراق المالية العربية من حيث القيمة السوقية و أحجام التداول مفسرة بذلك تغير سلوك المستثمرين من جراء تزايد المخاوف و الهلع و تم التوصل إلى أن التغير في القيم السوقية و أحجام التداول كان سببه التغير في سلوكيات المستثمرين نتيجة المخاوف من انحراف أسعار الأسهم بسبب الأزمات .

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية العربية، القرار الاستثماري، المالية السلوكية ، سلوك المستثمر .

تصنيف JEL: G41، G40، G11، G1

Abstract: Through this paper, the most important data explained by the performance of the Arab stock market for the period from 2007 to 2020 was studied, with a view to highlighting the main causes and events that led investors to make important decisions. The changes in the performance of the Arab stock market illustrate the main events in the course of the study, which were reflected in the investor's behaviour. (COVID-19) Beginning 2020, all these factors led to the underperformance of the Arab stock market in terms of market value and trading volumes, explaining the change in investor behavior caused by increased fears and panic.

Keywords: Arab Stock Exchange, Investment Decision, Behavioral Finance, Investor Behavior.

Jel Classification Codes : G1,G11,G40,G41

مقدمة

شهدت سوق الأوراق المالية العربية عدة أحداث و تغيرات كغيرها من الأسواق الدولية أثرت على القيم السوقية و أحجام التداول لأسهم الشركات الناشطة فيها ، الأمر الذي دفع بالجهات الرقابية و التنظيمية القائمة على هذه الأسواق لاتخاذ عدة تدابير و اجراءات تحدف إلى زيادة مستوى الإفصاح و الشفافية للشركات الناشطة فيها لتمكين المستثمرين من المعلومات الكافية التي تسمح لهم من اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة و توفير المناخ الاستثماري الملائم بهدف تعزيز ثقة المستثمر و زيادة كفاءة الأسواق، و من هنا تأتي اشكالية هذه الدراسة على النحو التالي:

الاشكالية : هل التغيير في أداء سوق الأوراق المالية العربية سببه مخاوف المستثمرين من انحراف أسعار الاصول ؟

أهداف الدراسة

تهدف هذه الورقة البحثية إلى دراسة أداء سوق الأوراق المالية العربية في ظل التحيزات و المخاوف لدى المستثمرين و معرفة الأسباب الحقيقية المؤدية إلى التشوهات السعرية و انحراف القيم السوقية للأسهم عن مستوياتها في سوق الأوراق المالية العربية خلال الفترة من 2007 إلى 2020 و التطرق لأهم الأحداث التي أثرت على كل من القيمة السوقية لأسهم سوق الأوراق المالية العربية و كذا حجم تداول الأسهم في هذه الأسواق و مدى انعكاسها على سلوكيات المستثمرين في السوق.

المنهج المتبع في الدراسة

تعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي من خلال عرض و تحليل أداء سوق الأوراق المالية العربية ووصف انعكاس الاحداث و الأزمات المترامنة مع تلك الفترة و انعكاساتها على قرارات المستثمرين في السوق .

الدراسات السابقة

دراسة "Meir Statman" التمويل السلوكي مقابل التمويل القياسي سنة 2010 و التي تطرق فيها إلى أن التمويل السلوكي مبني على إطار التمويل المتوازن ولكنه يوفر بديلا للتمويل المعياري كنظرية وصفية .لكونه يعكس نمودجا مختلفا للسلوك البشري ، وهو مبني من نظرية المكونات المختلفة ، والأخطاء الإدراكية ، ومشاكل السيطرة على النفس ، وآلام الندم .وتساعد هذه المكونات على فهم المخالفات العالمية ، بما في ذلك أفضليات المستثمرين ، وتصميم المنتجات المالية ، والأنظمة المالية ، وذلك من خلال فهم السلوك العادي للمستثمرين.

دراسة "Eugene F.Fama" كفاءة السوق ، والعائدات الطويلة الأجل ، والتمويل السلوكي سنة 1998 ، حيث أشار فيها إلى التحدي الذي تواجهه كفاءة الأسواق المالية من خلال المؤلفات المتعلقة بشذوذ العوائد على المدى الطويل .واتساقا مع فرضية كفاءة السوق القائلة بأن الشذوذ هو نتائج الصدفة ، والأهم من ذلك أنه تمشيا مع التنبؤ بكفاءة السوق بأن الشذوذ الواضح يمكن أن يكون راجعا إلى المنهجية ، فإن معظم الشذوذ في العودة على المدى الطويل يميل إلى الاختفاء مع حدوث تغييرات معقولة في الأسلوب.

دراسة "Jay R.Ritter" المالية السلوكية سنة 2003 ، قدمت هذه الدراسة مقدمة موجزة للتمويل السلوكي، حيث أن التمويل السلوكي حسب هذه الدراسة يشمل البحوث التي تقلل من الافتراضات التقليدية لزيادة الفائدة المتوقعة إلى أقصى حد مع المستثمرين العقلانيين في الأسواق الكفوءة، وبناء التمويل السلوكي يتلخص في علم النفس المعرفي (كيف يفكر الناس) وحدود التحكيم عندما تكون الأسواق غير فعالة ، كما أن نمو البحوث المالية السلوكية جاء نتيجة لعجز الإطار التقليدي عن تفسير العديد من الأنماط التجريبية حسب هذه الدراسة ، بما في ذلك فقاعات سوق الأوراق المالية في اليابان وتايوان والولايات المتحدة.

دراسة "Bruce Stangle & Sendhil Mullainathan & Burton Malkiel" كفاءة السوق مقابل التمويل السلوكي 2005 حيث جاءت هذه الدراسة لتناقش صحة فرضية كفاءة الأسواق الحالية على مدى أكثر من 30 عاما، كما تطرقت هذه الدراسة إلى أن السلوكيون يزعمون أن سوق الأوراق المالية الضعيفة على الأقل يمكن التنبؤ بها وهم يشيرون أيضا إلى الأدلة التي تشير إلى أن صغار المستثمرين الذين عادة ما يكونون تجار نهاريين يخسرون المال دوما نتيجة النفور من الخسارة ، و الثقة المفرطة وغير ذلك من السلوكيات .

مباحث الدراسة

المحور الأول: مفاهيم عامة حول أداء سوق الأوراق المالية

المحور الثاني: الأداء الاستثماري في ظل النظرية المالية السلوكية

المحور الثالث: دراسة و تحليل أداء سوق الأوراق المالية العربية خلال الفترة من 2007 إلى 2020

المحور الأول: مفاهيم عامة حول أداء سوق الأوراق المالية

1. مفهوم القيمة السوقية:

القيمة السوقية عبارة عن السعر الذي تتداول به أسهم رأس المال في سوق الأوراق المالية، و يتأثر سعر السهم في السوق بالعوامل الاقتصادية المؤثرة في تحديد السعر مثل ظروف العرض و الطلب في سوق السلع و في سوق النقود، و ربحية المؤسسة بالمقارنة بالمؤسسات الأخرى، و القيمة الدفترية للسهم. و تعتبر القيمة السوقية للسهم أهم القيم من وجهة نظر المستثمر، كما أنها تعكس بصفة عامة القيمة الاقتصادية لحقوق الملكية (صافي الأصول) كما تتحدد بالعوامل الاقتصادية المحيطة. هذا و تتأثر القيمة السوقية تأثيراً كبيراً بمعدلات الأرباح التي تقوم المؤسسة بتوزيعها على أسهم رأس المال و بمدى دوريتها و انتظامها و كلما كانت هذه المعدلات منتظمة و مرتفعة كلما زادت القيمة السوقية للسهم. (معاد محمد شقير، 2019، صفحة 43)

كما أن المستثمرون يختلفون في التنبؤ بالقيمة السوقية المناسبة لسعر السهم طبقاً للمعلومات المتواجدة لديهم حول هذا السهم حيث يعتمد المستثمرون على هذه المعلومات عند اتخاذ قراراتهم بشأن قيمة هذا السهم، و لا يمثل السعر السوقي الحالي للسهم اجماع السوق على القيمة السوقية للسهم لكنه يعكس رأي المستثمر الحدي و المستثمر الراغب في امتلاك السهم إذا ما ارتفع سعره و لو بشكل ضئيل عن السعر الحالي، و تتغير أسعار التنافس و أسعار المتاجرة (الأسعار السوقية) في سوق الأسهم عند: (أحمد سامح أمين الشوري، 2017، صفحة 449)

أ- ورود معلومات جديدة للسوق عن السهم تؤدي إلى صعود أو هبوط سعر السهم.

ب- تغير الكمية المعروضة من السهم.

إن تعظيم سعر السهم في سوق الأوراق المالية، يتطلب من ادارة المنشأة تحليل البيئة التنظيمية، الخارجية و الداخلية، لمعرفة مجموعة العوامل التي تمتلك تأثيراً في تلك القيمة، أي التعرف على تلك العوامل التي يمكن أن تؤدي إلى ارتفاع سعر السهم العادي أو انخفاضه في سوق الأوراق المالية و بالتالي التأثير على ثروة حملة تلك الأسهم. (أ.م.د.عدنان تاية ذياب النعيمي، 2018، صفحة 5)

2. مفهوم حجم التداول: يمكن تعريف حجم التداول بأنه عدد الأسهم التي تم إجراء الصفقات عليها خلال وقت محدد حيث قد يكون هذا الوقت دقائق، ساعات، أيام، أسابيع، أشهر، أو حتى سنوات، أو أي وحدة زمن، و بمعنى آخر هو عدد الأسهم التي تم بيعها (التي تم تداولها) خلال عدد من الدقائق أو خلال ساعة مثلاً و بما أن عدد الأسهم المباعة هي أيضاً عدد الأسهم المشتراة من طرف آخر وبالتالي فإن الحجم يظهر عدد الأسهم المنفذة من إجمالي العروض والطلبات وبالنتيجة هو عدد الأسهم التي تم تداولها في السوق لفترة زمنية معينة. (زين رأفت عبدالله خليل، 2018، صفحة 20)

3. عدد الشركات المدرجة: يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق و تدل الزيادة في عدد الشركات المسجلة في السوق على انتعاش الثقافة المالية في هذه السوق و هذا يعني أيضاً أن عدد أكبر من الشركات قد أصبح يعتمد في تمويله على سوق الأوراق المالية، كما تؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على السوق لتنوع الشركات المسجلة فيها و من ثم يزيد حجم العمليات التي يجريها عليه، من شراء و تداول الأوراق المالية لهذه الشركات، و هذا بدوره يشجع زيادة عدد الشركات التي ترغب في التسجيل و كل هذه الأمور تؤدي إلى زيادة حجم السوق بالضرورة. (صديقي مليكة و بسبع عبد القادر، 2017، صفحة 94)

المحور الثاني: الأداء الاستثماري في ظل النظرية المالية السلوكية

1. التمويل التقليدي مقابل التمويل السلوكي:

يستند التمويل التقليدي على أساس فرضية السوق الكفؤة، أن المستثمرون عقلانيون، و تجنب المخاطر، و المحافظ المثلى. و أن قرارات المستثمرين مبنية وفق نماذج رياضية و النظريات العلمية، و لكن أثبت الواقع العملي أن هذا النموذج يواجه مجموعة من التحديات في التطبيق.

في المقابل يدرس التمويل السلوكي سلوك الأفراد في الواقع لجعل القرارات المالية في الممارسات العملية، فالتمويل السلوكي يشير إلى الأخطاء الإدراكية و التحيز العاطفي التي يمكن أن تؤثر بطريقة ضارة على القرارات المالية . فتستند الأخطاء الإدراكية على التفكير الخاطئ أو بسبب أخطاء الذاكرة (أخطاء معالجة المعلومات)، فيما ينبع التحيز العاطفي من تأثير المشاعر و العواطف و ليس الحقائق الأساسية. (حسن شاكر الشمري و حيدر حمودي علي، 2018، صفحة 64)

2. النظرية المالية السلوكية

حسب " Meir Statman " فإن المالية السلوكية هي إطار يؤيد بعض أجزاء المالية التقليدية و يستبدل الأجزاء الأخرى، إذ أن مجال المالية السلوكية يوفر العديد من البيانات الشاملة لتوضيح الأداء الاستثماري، و بذلك فهي تصف سلوك المستثمرين و المديرين ، كما تصف نتائج التفاعلات بين المستثمرين و المديرين في سوق الأوراق المالية و الرأسمالية، و تصف أيضا السلوك الأكثر فعالية للمستثمرين و المديرين. (د. موسى بن منصور و الاستاذة سهام مانع ، 2017، صفحة 184)

إن الاستثمار لا يمثل عملية ناجحة عن قرار يتسم بالعقلانية التامة، تستند على تحليل الأمر الأساسي فقط، كمعدلات الأرباح، أو تطورات السوق. لهذا فالمحللون الماليون يقرون بوجود عوامل غير عقلانية تؤثر على العملية الاستثمارية، مثل الإفراط في الثقة، المحاكاة و التقليد، التصورات الخاطئة، و غيرها من العوامل الأخرى غير العقلانية، مما تؤثر في النهاية على تشكل الأسعار في سوق الأوراق المالية، لأجل ذلك ظهرت المالية السلوكية لدراسة عدم الرشاد في عملية اتخاذ قرار الاستثمار. (د. بن زاير مبارك و أ. بن زاير عبد الوهاب، 2017، صفحة 91).

تهتم النظرية المالية السلوكية بدراسة سلوك العون كفرد و ما يتأثر به من تحيزات نفسية عند صناعة قراره بشأن معاملاته المالية (العرض و الطلب على الأصول المالية)، و ما لهذا السلوك من أثر على سيورة تشكيل أسعار الأصول المالية و عوائدها، و تقوم هذه المقاربة المالية على ركيزتين أساسيتين هما محدودية عملية المراجعة و محدودية عقلانية الأعوان (د.ليلي غفوري، 2020، الصفحات 63-64).

تنقسم النظرية المالية السلوكية إلى مجالين رئيسيين هما: علم المالية السلوكية الجزئية Micro Behavioral Finance الذي يدرس التحيزات و سلوك المستثمرين عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، و علم المالية السلوكية الكلي Macro Behavioral Finance الذي يهتم بفهم و تفسير التشوهات في سوق الأوراق المالية. (بن سانية عبد الرحمان و آخرون، 2017، صفحة 17)

3. المبادئ الأساسية للنظرية المالية السلوكية:

1.3 محدودية التحكيم

يثبت أنصار كفاءة عقلانية الأفراد بوجود فئة المحكمين التي تلغي أثر المستثمرين غير العقلانيين، إلا أن الواقع أثبت بأن سلوكيات هذا النوع الأخير ليست عشوائية وإنما هي مرتبطة، إذ عوض أن تلغي أثر بعضها البعض كما كان يعتقد نجد أنها تتراكم في نفس الاتجاه بفعل التقليد (سلوك القطيع)، مكونة بذلك اتجاهها سعريا، كما لوحظ أيضا بأن عملية التحكيم تصاحبها في الواقع عدة أخطار تجعلها محدودة الأثر على غرار خطر السيولة، فقد لا يمتلك المحكمون السيولة اللازمة لشراء الأوراق المالية والعودة بالأسعار إلى مستواها الحقيقي، وقد يدفعهم إلى الاقتراض و ما 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. (أ.برارمة ريمة و أ.د.حاج صحراوي حمودي، 2017، صفحة 11)

2.3 عدم رشادة المستثمرين

تقر المالية السلوكية بوجود ما يطلق عليهم " المستثمرين الجاهلين أو العامة" (Noise Traders) و الذين يعرفهم "أندري أورليان" في مقاله بأنهم " أولئك المستثمرين الذين يقومون ببناء توقعاتهم بطريقة غير عقلانية سواء بالاعتماد على اشارات خاطئة أو باتباع استراتيجيات غير عقلانية على غرار أصحاب التحليل الفني". (أ.صفية صديقي و آخرون، 2015، صفحة 73).

لطالما اعتبرت نظرية الكفاءة أن جميع المستثمرين يتمتعون بالرشادة و العقلانية، إذ يتبع سلوكهم نمودجا محدد مسبقا، و حتى و لو وجدت سلوكيات غير عقلانية فإنها لا تعدو أن تكون ظواهر عشوائية و غير مترابطة يلغي بعضها أثر البعض، غير أن المالية السلوكية ترى أن هناك تعايشا بين المستثمرين العقلانيين و المستثمرين غير العقلانيين (أو تجار الضوضاء)، و باعتبار أن سوق الأوراق المالية هو المكان المثالي للتفاعل

الاجتماعي فإن التعايش بين هاتين الفئتين من المستثمرين ينتج عن توقعات غير متجانسة و بالتالي تصبح السلوكيات غير العقلانية مرتبطة و منتظمة، ومن ثم فإن هذه السلوكيات سوف تتراكم في نفس الاتجاه بدل إلغاء بعضها البعض حسب نظرية الكفاءة. (د. موسى بن منصور و الاستاذة سهام مانع ، 2017، صفحة 187)

3.3 علم النفس المعرفي

علم النفس يركز على كيفية صنع الأخطاء من قبل الأفراد. و يهتم علم النفس الإدراكي بدراسة إدراكات و ذاكرة و تفكير الأفراد، 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. ويصعب تحليل السلوك البشري بسبب الطبيعة المعقدة جدا له، و السلوك في علم النفس هو جميع ردود الأفعال للكائنات الحية و التي تأتي استجابة للمحفزات. (م.أ.د. ميثم ربيع هادي و م.م. علي أحمد فارس، 2014، صفحة 93)

إن النظرية المالية السلوكية قامت بالتشكيك في أهم مفهومي ارتكزت عليهما نظرية كفاءة الأسواق المالية و هما الرشادة و التحكيم، ولم تكتف بهذا فحسب، و إنما أكدت ما توصلت إليه من نتائج من خلال ملاحظة مجموعة من الظواهر الشاذة في سوق الأوراق المالية، ثم السعي إلى تفسيرها في ظل إطار نظري مستقل و خاص بها، فقد أثمرت الاستعانة بعلم النفس التوصل إلى اكتشاف و ملاحظة العديد من الانحرافات التي تطبع سلوك البشر بشكل عام، و المتعاملين في سوق الأوراق المالية بشكل خاص، و تجعل من سلوكياتهم و قراراتهم بعيدة عن النموذج العلمي للنظرية المالية. (د. موسى بن منصور و الاستاذة سهام مانع ، 2017، صفحة 189).

أشار " Fallahpour و Raei " إلى أن المستثمرين لا يتصرفون دائما بطريقة عقلانية كما تبينها النماذج المشتركة. بناء على النظريات النفسية، البشر لديهم ميل للحفاظ على الأحداث الخاصة كما هي الصور في عقولهم وهذه الصور العقلية هي في بعض الأحيان أكثر فعالية من الأحداث على سلوكهم. ومع وصول علوم أخرى مثل العلوم المتصلة بالبشر باعتبارها العامل الأكثر أهمية في اتخاذ القرارات بما في ذلك علم النفس، والطب النفسي ، و علم الاجتماع ، تم إنشاء أفق جديد لعلم المالية يفتح أبوابا جديدة لمدرسة حديثة تسمى التمويل السلوكي من أجل التقدم في المجالات المالية. (Nader Rezaei & Zahra Elmi, 2018, p. 68)

4. مقاربات المالية السلوكية

1.4 نظرية الاحتمال

يطلق على هذه النظرية أيضا نظرية التوقع، حيث تعد من أهم النظريات التي تتعلق بعملية اتخاذ القرار في ظل ظروف عدم التأكد والعوامل النفسية، تم تصميمها من قبل Kahneman and Tversky (1979)، حيث سماها الباحثان بتلك التسمية لأنها تبحث في كيفية تشكيل الأفراد للقرارات وفق الاحتمالات، إذ قدما من خلالها إطار وصفي يساعد الأفراد على اتخاذ قرارات، فهي تفسر اختلاف سلوكيات صانعي القرار الذين يواجهون حالة الاختيار ما بين البدائل، كما ترى هذه النظرية أن عملية اتخاذ القرار في ظل المخاطرة عبارة عن اختيار بين التوقعات أو المقامرات. (بن سانية عبد الرحمان و آخرون، 2017، صفحة 24)

نظرية الاحتمال هي البديل الأكثر قبولا لنظرية الفائدة المتوقعة. إن نظرية الاحتمالات ونظرية المنافع المتوقعة تشكل النهج الرئيسي المهم في عملية صنع القرار لدى المستثمرين من وجهات نظر مختلفة. لقد طور خبراء الاقتصاد المالي نظرية الفائدة المتوقعة باعتبارها نموذجا معياريا لوصف الكيفية التي ينبغي للناس أن يتصرفوا بها ، في حين يوفر السلوك الفعلي الأساس لنظرية الاحتمال. (Mr. GHALMI Ettayib & Dr. BOUDJERFA Bennacer, 2018, p. 160)

وتعتبر نظرية الاحتمالات التي وضعها Kahneman and Tversky أن المستثمرين يحجمون عن بيع الأسهم الخاسرة. وبالإضافة إلى ذلك، يجد Kahneman and Riepe (1998) أن الخراف المستثمرين عن الحد الأقصى من العقلانية الاقتصادية منتشر ومنهجي. وعلى طول الخط المائل ، يميل المستثمرون إلى زيادة وزخم للمعلومات الحديثة ومعلومات عن المعدل الأساسي لنقص الوزن (K.C. Tseng, 2006, p. 11)

2.4 نظرية الاستدلال

يشير الاستدلال في عملية اتخاذ القرار إلى الطريقة التي تسهل اتخاذ القرارات و خاصة في ظل بيئة العمل التي تتصف بالتعقيد و عدم اليقين، وذلك من خلال تخفيض درجة تعقيد تقويم احتمالات العوائد و التدفقات النقدية، و من ثم تسهيل عملية اتخاذ القرار الاستثماري، بشكل عام فإن الاستدلال عملية ضرورية و ذلك عندما يكون الوقت المتاح لعملية اتخاذ القرار قليلا و محدودا، و لكن في بعض الأوقات يقود الاستدلال إلى التحيز عند اتخاذ القرار الاستثماري وخصوصا عند تغير الأشياء. و يعرف الاستدلال أيضا بأنه استخدام الخبرة و الجهود العملية للإجابة عن التساؤلات أو لتحسين الأداء. (جميل النجار، 2017، صفحة 117)

يدرك الاقتصاد السلوكي أنه من أجل التنقل من عالم يزداد تعقيدا، يجب الاستفادة من الاستدلال ، أشار "Kahneman" " Slovic" و "Tversky" (1982) أنه عندما يواجه الأفراد المستثمرين حكم معقد مثل الاحتمالات الإحصائية، التردد أو المعلومات ناقصة و مختلف الموضوعات، يمكنهم الاستفادة من عدد محدود من الاستدلال الذي يقلل من صعوبة اتخاذ القرار و يصبح مهمة سهلة، فقواعد الاستدلال بسيطة و عامة يوظفها المستثمر لحل فئة معينة من المشاكل في ظل الظروف التي تطوي على درجة عالية من سلوك المخاطرة و عدم اليقين، و علاوة على ذلك، فإن الاستدلال هو " أداة معرفية" تساعد في تقليص الوقت في عملية صنع القرار بالنسبة للمستثمر الفرد، فهو يسمح بتسريع عملية صنع القرار مقارنة بمعالجة المعلومات المقدمة بعقلانية، أين يعتبر الجانب الأكثر جاذبية من استخدام هذه الأداة هو الوقت الذي يمكن إنقاذه (عدم تضيق الوقت) و معالجة المشاكل المعقدة و في بيئات غير مؤكدة. (د. موسى بن منصور و الاستاذة سهام مانع ، 2017، صفحة 193)

إن أحد الأمثلة الجيدة على الاستدلال الذي يؤثر عادة في صنع القرار هو النظر في "الأداء السابق هو أفضل مؤشر لأداء المستقبل". لقد أدرج الباحثون أكثر من 50 تحيزا مثل التمثيلية و الاتاحة و الترسخ و التكيف و الألفة و الثقة الزائدة و الوضع الراهن و المحافظة. (بوعجمي عبد القادر و آخرون، 2019، صفحة 174)

3.4 عامل السوق

ويقول التمويل المعياري إن أخطاء المستثمرين لن تؤثر على أسعار السوق لأنه عندما تنحرف الأسعار عن القيمة الأساسية ، فإن التجار العقلانيين سيستفيدون من سوء التسعير لتحقيق أرباحهم الخاصة. ولكن من هؤلاء المستشارين الذين يحافظون على كفاءة السوق ؟ و المؤسسات الاستثمارية هي أفضل المرشحين للحفاظ على كفاءة الأسواق لأن لديها المعرفة والثروة اللازمتين. غير أن لديها في كثير من الأحيان حوافز للتجارة مع الاتجاه الذي يؤدي إلى ضعف الأسعار وبالتالي ، كثيرا ما تؤدي مؤسسات الاستثمار إلى تفاقم عدم الكفاءة . و سلوك المستثمرين هو العامل الرئيسي الذي يؤثر على سوق الأوراق المالية.

وإذا كانت آراء التمويل السلوكي صحيحة ، يُعتقد أن للمستثمرين رد فعل مفرط أو أقل إزاء تغيرات الأسعار أو الأخبار ، واستقرار الاتجاهات السابقة في المستقبل ، وعدم الاهتمام بالأسس الأساسية ، والتركيز على الأسهم الشعبية ودورات الأسعار الموسمية. وتؤثر هذه العوامل في السوق بدورها على اتخاذ القرارات من قِبَل المستثمرين في سوق الأوراق المالية (Mr. GHALMI Ettayib & Dr. BOUDJERFA Bennacer, 2018, p. 162)

وبشكل عام فإن عامل السوق لا يعتبر ضمن العوامل السلوكية المؤثرة لدى المستثمرين وذلك لأن عامل السوق يعتبر ضمن العوامل الخارجية المؤثرة في قرارات المستثمرين، ومع ذلك فإن عامل السوق يؤثر في قرارات المستثمرين العقلانيين بطريقة مختلفة، لذا فمن الضروري إدراج عامل السوق ضمن العوامل السلوكية، وقد قام العديد من الباحثين باعتبار عامل السوق من العوامل السلوكية المؤثرة في القرارات الاستثمارية. (جميل النجار، 2017، صفحة 121)

4.4 عامل القطيع

سلوك القطيع هو ميل الفرد إلى اتباع إجراءات الآخرين في سوق الأوراق المالية. يعني المحللون بتأثير القطيع لأن المستثمر يحاول الاعتماد بشكل أكبر على المعلومات الجماعية بدلا من المعلومات الخاصة وينتج عن ذلك انحراف في أسعار الأسهم عن قيمتها الأساسية .

سلوك القطيع يشير إلى عقلية "اتبع الزعيم" ومن ميل الفرد إلى اتباع الحشد لأن القرارات التي تتخذها الأغلبية يفترض أنها صحيحة دائما ويمكن أن يؤدي عامل القطيع إلى تحيزات مختلفة. يذهب المستثمرون عموما إلى القطيع لأنهم يعتقدون أنه سيساعدهم في الحصول على معلومات مفيدة. (بوعجمي عبد القادر و آخرون، 2019، صفحة 181)

وقد ظهر سلوك القطيع في المجال المالي ضمن نشاطات الأسواق المالية بوصفه تعبيراً عن فعالية المتحجمين (الحشود) والذين يواجهون باستمرار تقلبات أسعار التداول في السوق، الأمر الذي دعا المهتمين إلى إيجاد الحلول للسيطرة وبالحد الأدنى على تلك التقلبات، حيث أشار العديد من الباحثين إلى اعتبار تغيرات السلوك أحد أهم التفسيرات، لعدم الثبات في حالات التداول في سوق الأوراق المالية. (د.معن و عد الله المعاضيدي و د.حسن صبحي حسن العباس، 2009، صفحة 113)

المحور الثالث: دراسة و تحليل أداء سوق الأوراق المالية العربية خلال الفترة من 2007 إلى 2020

من خلال هذه الورقة البحثية تم اختيار سوق الأوراق المالية العربية خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2020 كعينة لدراسة التغيرات الحاصلة في أدائها و معرفة الاسباب و العوامل التي تتحكم في حجم التداول و كذا دراسة سلوك المستثمرين ، و سوف يتم التطرق إلى أهم التطورات الاقتصادية التي لها صلة بنشاط هذه الأسواق.

و من خلال الجداول و الاشكال التالية سيتم عرض أهم التغيرات الحاصلة في أداء سوق الاوراق المالية العربية ثم تأتي مرحلة تحليل هذه التغيرات .

1. الجداول الاحصائية و الأشكال البيانية:

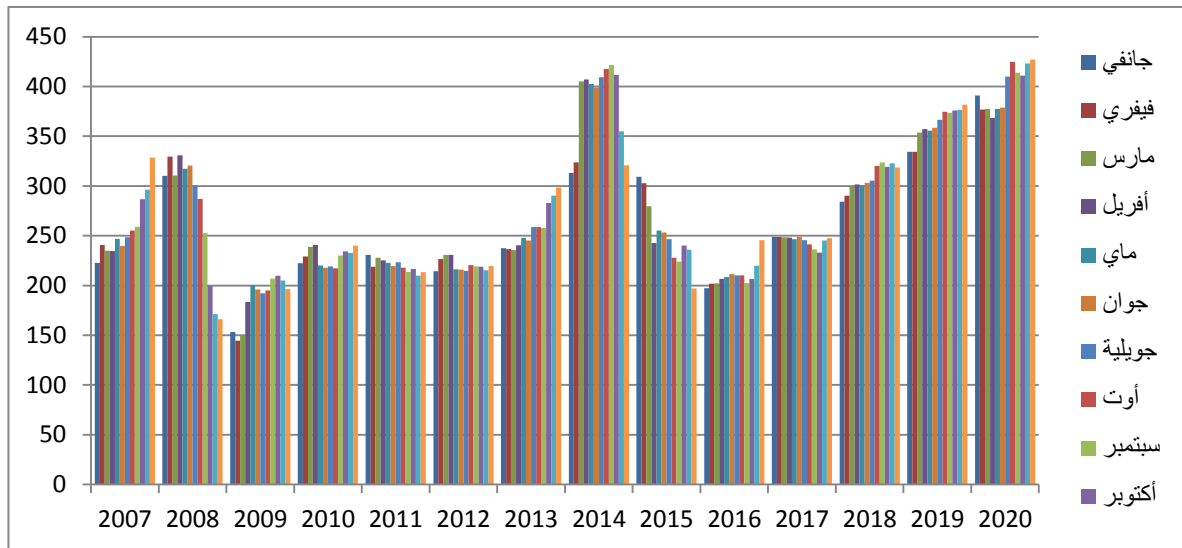
جدول رقم 01 يبين التغير في مؤشر صندوق النقد العربي المركب من 2007 إلى 2020

السنة	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان
2007	222.8	240.8	234.8	234.5	246.9	239.9
2008	310.3	329.6	310.4	330.8	317.4	320.5
2009	153.3	144.4	150.0	183.4	200.2	195.9
2010	222.5	229.3	238.9	240.8	220.2	217.9
2011	230.6	218.8	227.8	225.3	222.8	219.5
2012	214.3	226.6	230.7	230.7	216.4	216
2013	237.4	236.4	235.6	240.5	247.7	245.3
2014	313.1	323.6	405	407	402.5	399.1
2015	309.4	302.9	279.7	242.7	255.1	253.3
2016	197.4	201.9	202.1	206.7	208.4	211.5
2017	248.9	248.8	248.3	248	246.6	248.8
2018	284.3	290.3	299.3	301.4	300.7	303.2
2019	334.2	334.4	353.8	357.2	355.5	358.4
2020	391.1	376.7	377.3	368.6	377.5	378.7

السنة	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
2007	248.5	255.2	259.1	286.6	296.5	328.7
2008	300.1	287.0	252.5	199.4	171.3	166.2
2009	192.0	195.1	206.8	209.8	205.1	196.3
2010	219.2	217.3	230.1	234.2	232.8	240
2011	223.3	217.8	213.6	216.6	209.7	213.3
2012	214.6	220.4	219.3	219	215.2	219.6
2013	258.9	258.9	257.9	283	290.4	298.4
2014	409.4	417.8	421.4	411.6	355	320.9
2015	246.5	227.8	422	240	235.8	197
2016	210.1	210.2	202.6	206.5	219.8	245.4
2017	245.6	241.5	236.1	233	245.1	247.6
2018	305.3	320.3	323.6	319.3	322.8	318.7
2019	366.4	374.5	373.5	375.9	376.5	381.5
2020	410.1	424.6	413.7	410.9	423.2	426.9

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي 2007-2020

شكل رقم 01 يمثل التغير في مؤشر صندوق النقد العربي المركب خلال الفترة الممتدة من سنة 2007 إلى غاية 2020



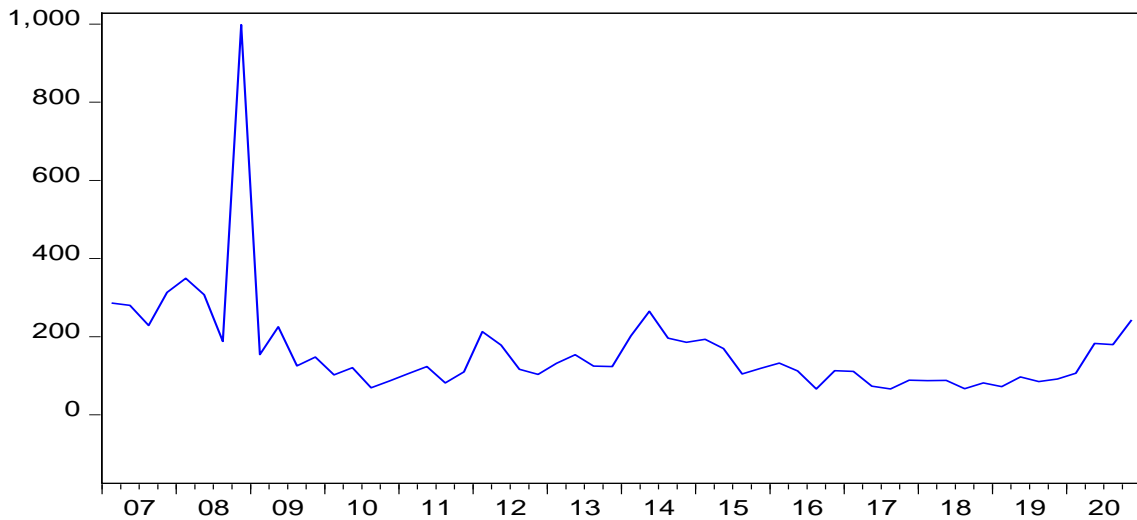
المصدر: من إعداد الباحثان بإدراج بيانات الجدول رقم 01 في برنامج Excel

جدول رقم 02 يبين التغير في قيمة الأسهم المتداولة و عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية العربية من 2007 إلى 2020

عدد الشركات المدرجة				قيمة الأسهم المتداولة مليار دولار				السنة
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	
1550	1608	1613	1600	313.467	228.501	279.918	286.184	2007
1542	1555	1539	1547	997.87	187.837	307.290	349.421	2008
1495	1523	1512	1544	147.911	125.474	225.516	154.486	2009
1441	1371	1414	1417	87.133	69.388	120.795	102.232	2010
1460	1458	1480	1464	110.264	81.541	123.834	105.402	2011
1466	1464	1452	1463	103.649	116.776	178.801	212.906	2012
1466	1462	1471	1467	123.389	124.689	153.446	131.987	2013
1494	1489	1481	1468	185.900	196.261	264.872	202.391	2014
1500	1502	1504	1498	118.737	104.719	169.414	193.395	2015
1509	1510	1514	1506	112.913	66.090	112.562	132.431	2016
1529	1492	1493	1521	88.709	66.415	73.165	111.190	2017
1544	1543	1539	1536	81.895	66.598	88.041	87.783	2018
1536	1542	1543	1540	91.559	85.029	97.168	72.032	2019
1520	1525	1522	1542	243.168	179.730	182.703	106.649	2020

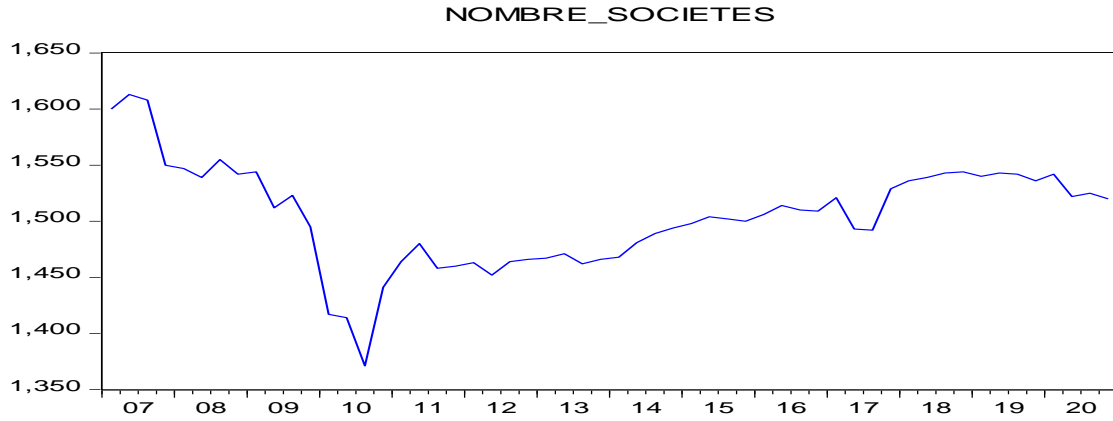
المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي من 2007 إلى 2020

شكل رقم 02 يمثل التغير في قيمة الأسهم المتداولة بالمليار دولار في سوق الأوراق المالية العربية من 2007 إلى 2020
VALEURS_ACTIONS



المصدر: من إعداد الباحثان بإدراج بيانات الجدول رقم 02 في برنامج EViews 9

شكل رقم 03 يمثل التغير في عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية العربية من 2007 إلى 2020



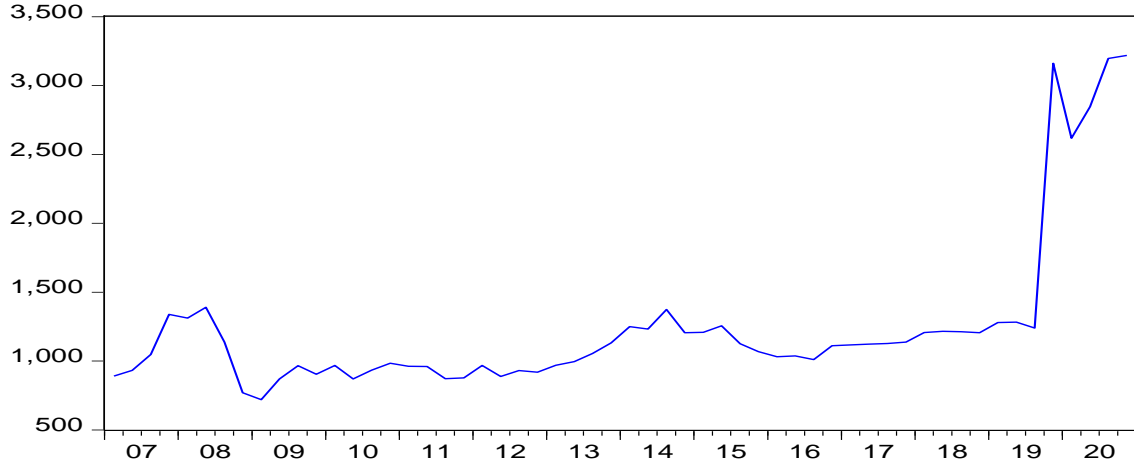
المصدر: من اعداد الباحثان بإدراج بيانات الجدول رقم 02 في برنامج EViews 9

جدول رقم 03 يبين التغير في القيمة السوقية الاجمالية في سوق الأوراق المالية العربية من 2007 إلى 2020

القيمة السوقية مليار دولار				السنة
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	
1338.550	1046.794	931.840	890.171	2007
769.589	1137.745	1389.506	1311.894	2008
903.427	966.329	870.543	719.47	2009
983.754	933.1	869.872	967.782	2010
876.982	871.521	959.648	961.790	2011
918.612	930.403	887.995	968.211	2012
1132.166	1055.271	994.852	969.336	2013
1205.900	1373.800	1232.135	1249.309	2014
1067.904	1125.366	1255.222	1207.575	2015
1110.793	1010.495	1036.468	1030.559	2016
1137.785	1127.156	1122.639	1116.309	2017
1204.728	1212.955	1214.988	1206.116	2018
3160.720	1239.200	1281.719	1279.883	2019
3218.649	3196.092	2846.661	2617.554	2020

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي من 2007 إلى 2020

شكل رقم 04 يمثل التغير في القيمة السوقية لأسواق الأسهم خلال الفترة 2007 إلى 2020 (مليار دولار أمريكي)
VALEUR_MARCHANDE



المصدر: من إعداد الباحثان بإدراج بيانات الجدول رقم 03 في برنامج EViews 9

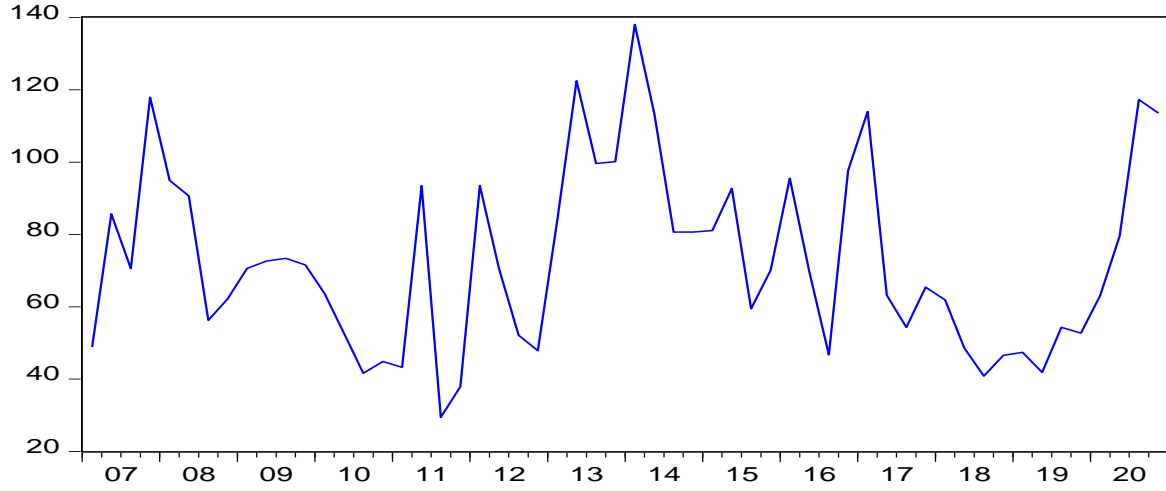
جدول رقم 04 يبين التغير في حجم تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2007 إلى 2020 (مليار سهم)

حجم التداول (مليار سهم)				السنة
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	
117.922	70.552	85.673	48.872	2007
62.170	56.227	90.651	94.928	2008
71.562	73.361	72.593	70.593	2009
44.830	41.581	52.568	63.615	2010
37.894	29.434	93.473	43.225	2011
47.875	52.099	70.439	93.478	2012
100.151	99.608	122.483	84.065	2013
80.637	80.626	113.343	138.066	2014
70.083	59.437	92.707	81.068	2015
97.656	46.652	69.683	95.564	2016
65.417	54.307	63.166	113.966	2017
46.533	40.802	48.546	61.873	2018
52.681	54.282	41.830	47.413	2019
113.560	117.303	79.556	63.050	2020

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي من 2007 إلى 2020

شكل رقم 05 يمثل التغير في حجم تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2007 إلى 2020 (مليار سهم)

NOMBRE_ACTIONS_ECHANGEES



المصدر: من اعداد الباحثان بإدراج بيانات الجدول رقم 04 في برنامج EViews 9

2. تحليل أداء سوق الأوراق المالية العربية خلال الفترة الممتدة من سنة 2007 إلى غاية 2020

من خلال الجداول و الرسوم البيانية سنقوم بتحليل و دراسة سلوك أداء سوق الأوراق المالية العربية تزامنا مع الأحداث و التغيرات الداخلية و الخارجية التي حدثت خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى غاية 2020 و سيتم التركيز في دراستنا هذه على تأثير سوق الأوراق المالية العربية و سلوك المستثمر بتلك المتغيرات و الاحداث .

لقد سجل مؤشر صندوق النقد العربي نهاية 2007 328.7 نقطة مقارنة بشهر جانفي 2007 التي سجل فيها 222.8 ليسجل إرتفاعا بنسبة 47.5% و يعود هذا الارتفاع إلى التحسن في أداء معظم الاسواق المالية العربية من حيث زيادة حجم التداول و ارتفاع القيم السوقية للأسواق، كما شهدت هذه الفترة عمل الجهات التنفيذية و الرقابية لسوق الأوراق المالية العربية على تطوير الأطر التشريعية و الرقابية لهذه الأسواق و أساليب عملها و سعي الدول المعنية على توفير المناخ الاستثماري الجيد و سعيها لرفع درجات التقييم الائتماني الذي يتم من طرف مؤسسات التقييم الدولية، الأمر الذي سمح للمستثمرين الأجانب بتغيير سلوكياتهم حيث أنه من المعروف أنهم يتفادون الأسواق المالية لعدم كفاءتها ، غير أن هذه التدابير من شأنها تغيير سلوكياتهم و تشجيع الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية العربية خصوصا و أن التدابير التي اتخذتها بعض هذه الأسواق كان الهدف منها رفع مستوى أداؤها من خلال إجراء تعديلات على معايير الإفصاح عن البيانات المالية و تحسين أنظمة التداول القائمة و وضع أسس جديدة لتنظيم صفقات الاندماج و الاستحواذ المتعلقة بالشركات المدرجة أسهمها للتداول في الأسواق ، و اعتماد مؤشرات جديدة تعكس أداء الأسواق بدقة أكثر، و تطور النظم الضريبية على الشركات الأجنبية المدرجة في الأسواق ، و تطوير عمل شركات الوساطة بهدف حماية المستثمرين.

غير أنه بالنظر إلى سنة 2008 و خاصة الثلاثي الرابع نلاحظ تراجع كبير في مؤشر صندوق النقد العربي مركب حيث بلغ 166.2 نقطة مقارنة مع نهاية سنة 2007 مسجلا انخفاض قدره 49.4 %، ويعود ذلك انخفاض أحجام التداول و الأسعار و القيم السوقية للأسواق نتيجة الهلع و الخوف الذي انتاب المستثمرين من جراء ظهور أزمة الرهن العقاري ، الأمر الذي دفع بالجهات الرقابية و التنفيذية إلى تطوير الأطر الرقابية و التنظيمية لهذه الأسواق من خلال إلزام الشركات المدرجة في السوق على رفع مستوى الإفصاح المالي و الشفافية و كذا تعديل نظم إدارة المحافظ الاستثمارية لحماية المستثمرين حيث بقي منحى التغير في مؤشر صندوق النقد العربي مركب يتراوح ما بين 196.3 نقطة و 240 نقطة من سنة 2009 إلى غاية 2012 مسجلا 298.37 نقطة خلال شهر ديسمبر من سنة 2013 حيث حققت معظم الأسواق المالية العربية تحسنا ملحوظا و سجلت أعلى مستوى لم تشهده منذ الازمة المالية لسنة 2008 حيث سجلت غالبية الأسواق العربية صافي

تدفق موجب مواصلة بذلك السلطات الرقابية الإشرافية في رفع مستوى الافصاح و الشفافية و تحسين البيئة الاستثمارية فيها بغية تحقيق كفاءة عالية فيها.

كما واصلت الأسواق المالية العربية اتجاهها التصاعدي مسجلة ارتفاعات ملحوظة خلال الربع الأول من سنة 2014 حيث سجل المؤشر ارتفاعا بنسبة 36.4% هو الأعلى منذ سنة 2008 بـ 406.94 نقطة كما يتضح في الشكل البياني و سجلت القيمة السوقية الاجمالية لسوق الأوراق المالية العربية زيادة بلغت 116.6 مليار دولار مع نهاية الربع الأول من سنة 2014 ، رافق هذا التحسن تواصل التدفق الموجب للاستثمار الأجنبي و يعود ذلك إلى الحالة النفسية و زيادة الشعور بالتفاؤل لدى المستثمرين.

ومع نهاية سنة 2014 سجلت المؤشرات السعرية لغالبية الأسواق المالية العربية انخفاضا كان سببه التغير في سلوكيات المستثمرين على إثر التراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية التي عرفت تراجعا بنحو 50% خلال الثلث الأخير من نفس السنة حيث سجل انخفاضا ريعيا بنحو 23.9% خلال الربع الأخير 2014 حيث سجل صافي تعاملات المستثمر الأجنبي في البورصات العربية صافي تدفق سالب ، و استمرت المؤشرات السعرية للأسواق المالية العربية في التذبذب في أدائها مع بداية سنة 2015 متأثرة باستمرار التراجع في أسواق النفط العالمية من جهة و حالة عدم الاستقرار التي شهدتها الأسواق المالية العالمية و أسواق العملات الأجنبية من جهة أخرى حيث سجل مؤشر المركب لصندوق النقد العربي انخفاضا بنسبة 14.1% في نفس الفترة، و واصلت المؤشرات السعرية تراجعها حتى نهاية 2015 بسبب استمرار انخفاض أسعار النفط العالمية و تداعيات ذلك على النمو الاقتصادي للدول العربية المصدرة للنفط، إلى جانب انعكاسات مخاوف تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي و تداعيات مخاوف رفع البنك الفيدرالي الأمريكي أسعار الفائدة ، ومع حلول سنة 2016 سجلت المؤشرات السعرية لسوق الأوراق المالية العربية بصورة عامة تحسنا نتيجة التحسن النسبي الذي شهدته أسعار النفط العالمية خلال الفترة و تداعيات ذلك على النمو الاقتصادي للدول المصدرة للنفط حيث سجل مؤشر صندوق النقد العربي ارتفاعا ريعيا بمعدل 2.6% مقارنة بالربع الأخير من سنة 2015 الذي سجل فيه انخفاضا بنسبة 12% عن الربع الذي سبقه حيث استقرت المؤشرات السعرية حتى نهاية 2016 في مستوياتها المسجلة نتيجة استقرار أسعار النفط العالمية بعد الاتفاق بين منتجي النفط الرئيسيين على تخفيض كميات الانتاج حيث بقي أداء الأسواق المالية العربية متبائنا بشكل عام حتى الربع الثالث من سنة 2018 مع تراجع في مؤشرات التداول و استقرار مستويات أسعار النفط العالمية عند مستويات مرتفعة نسبيا و استمرار التحسن النسبي في الأوضاع الجيوسياسية في عدد من الدول العربية هذا كله سمح بتحسين المؤشرات السعرية لسوق الأوراق المالية العربية حيث سجل مؤشر المركب خلال الربع الثالث من سنة 2018 ارتفاعا بنحو 6.7% عن الربع الثالث لسنة 2017 مسجلا بذلك نسبة 1.3% عن الربع الذي سبقه ، كما سجل صافي تعاملات المستثمرين الأجانب في البورصات العربية مجتمعة خلال الثلاثي الثالث 2018، صافي تدفق موجب، و سجل تراجع في أداء سوق الأوراق المالية العربية في نهاية سنة 2018، ليعرف تحسنا ملموسا في بداية سنة 2019 مع وجود ضعف في مؤشرات التداول حيث تأثرت الأسواق بتحسين مستويات أسعار النفط العالمية و تحسن المؤشرات السعرية للأسواق المالية العالمية و الناشئة و سجل مؤشر المركب ارتفاعا كبيرا بلغ 11% خلال الثلاثي الأول 2019 مقارنة بالتراجع المسجل في الربع الأخير من سنة 2018 و المقدر بـ 1.5% و بلغت القيمة السوقية الاجمالية لسوق الأوراق المالية العربية مجتمعة 1280 مليار دولار نهاية مارس 2019 مقارنة بـ 1205 مليار دولار نهاية 2018 أي بارتفاع 75 مليار دولار تقريبا، كما سجل صافي تعاملات المستثمرين الأجانب صافي تدفق موجب خلال الثلاثي الأول 2019 حيث استمر هذا التحسن حتى نهاية 2019 .

ومع بداية 2020 تراجع أداء سوق الأوراق المالية العربية حيث سجل تراجع كبير خلال الربع الأول من نفس السنة ليعكس بذلك التحسن الذي عرفته هذه الأسواق على مدار سنة 2018 و يرجع السبب الرئيسي لهذا التراجع إلى التغير في السلوكيات النفسية للمستثمرين من هلع ومخاوف من الاقتصاديات المرتبطة بتداعيات انتشار فيروس كورونا المستجد (COVID-19)، إلى جانب التراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية و سجل مؤشر صندوق النقد العربي المركب تراجعاً كبيراً بلغت نسبته 19.3% خلال الربع الأول 2020 مقابل 2.1% عن الربع الأخير من سنة 2019 و انخفضت القيمة السوقية الاجمالية لسوق الأوراق المالية العربية بنحو 2618 مليار دولار بنهاية مارس 2020 مقارنة بـ 3161 مليار دولار للثلاثي الرابع 2019 مع تسجيل صافي تدفق سالب لتعاملات المستثمرين الأجانب .

و خلال الربع الثاني 2020 سجلت هذه الأسواق تحسنا نسبيا كان سببه الانحسار النسبي للمخاوف الاقتصادية بتداعيات انتشار فيروس كورونا المستجد (COVID-19)، و التحسن النسبي في مستويات أسعار النفط العالمية ليسجل بذلك مؤشر المركب ارتفاعا قدره 10.7% مقارنة بالفترة التي سبقت مع تسجيل صافي تعاملات موجب ، واستمر أداء هذه الأسواق في الارتفاع خلال الربعين الثالث و الرابع من سنة 2020 ليعكس السبب الرئيسي في تحسن مؤشرات التعافي الاقتصادي خاصة مع العودة التدريجية لنمو أنشطة القطاع الخاص في عدد من الدول العربية مدعومة بتخفيف قيود السفر بين الدول و التحسن النسبي في مستويات أسعار النفط العالمية، إلى جانب زيادة ساعات التداول في عدة بورصات عربية ، و اتجاه بعض الأسواق إلى رفع الحدود السعرية لتداولات الأوراق المالية المدرجة و الاتجاه إلى إعادة تنظيم تداولات.

كما سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي ارتفاعا بنسبة 9.2% مواصلا بذلك الارتفاع الذي سجل في الربع الثاني من 2020 و ارتفاعا بنسبة 3.2% خلال الربع الرابع 2020 بسبب تحسن توقعات المؤسسات الدولية الخاصة بالمؤشرات الاقتصادية و نسب النمو الاقتصادي العالمي والبدء في حملات التطعيم في عدد من الدول ضد الفيروس بعد الاعلان عن توفر عدة لقاحات جديدة مع تسجيل صافي تدفق موجب للمستثمرين الأجانب في نهاية 2020 .

الخاتمة

من خلال هذه الدراسة تم محاولة فهم تفسير النظرية المالية السلوكية للتحيزات السلوكية لدى المستثمرين أثناء اتخاذ القرار الاستثماري حيث فشلت النظرية المالية التقليدية عن تفسير التشوهات السعرية في الأسواق لكونها تعتمد في طرحها على أن المستثمرين في سوق الأوراق المالية يتصرفون بالعقلانية و الرشادة غير أنها لم تتطرق إلى فهم العوامل النفسية و الشعور المرتبطة بالمستثمرين، مثل حالة عدم التأكد و الشعور بالخوف و نقص الثقة و غيرها من التحيزات التي تدفع بالمستثمرين إلى تغيير نمط سلوكياتهم الاستثمارية ، وبالتالي جاءت النظرية المالية السلوكية لتحاول فهم و دراسة التحيزات السلوكية للمستثمرين و معرفة الأسباب و الدوافع النفسية التي تؤثر على القرارات الاستثمارية داخل الأسواق المالية و محاولة تفسيرها للأسباب التي أدت إلى عدم كفاءتها و المرتبطة بعوامل نفسية.

و بالنظر إلى سوق الأوراق المالية العربية التي شهدت أحداث خلال فترة الدراسة أثرت على أدائها من حيث حجم التداول والقيمة السوقية يمكن تفسيرها من منظور المالية السلوكية على أنها مرتبطة بتحيزات المستثمرين من جراء حالة عدم التأكد و المخاوف من تكبد خسار نتيجة توقعاتهم بانحراف الأصول المالية عن مستوياتها ، و على هذا الأساس يمكن صياغة نتائج الدراسة كما يلي:

- النظرية المالية التقليدية تعرف المستثمر على أنه عقلائي في اتخاذ القرار بينما علم النفس يبين أن الأفراد تختلف سلوكياتهم لتأثرها بجملة من التحيزات أثناء اتخاذ القرار الاستثماري كما تتسم قرارات المستثمرين بالتعقيد و بالتالي لا يمكن للنظرية المالية التقليدية تفسيرها .
- التغيير في أداء سوق الأوراق المالية العربية مرتبط أساسا بتغير سلوك المستثمر نتيجة المخاوف من التشوهات السعرية بسبب الازمات.
- أثبتت النظرية المالية التقليدية عجزها عن تفسير التشوهات في أسعار الأصول المالية .
- عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية يغير من سلوكيات المستثمرين الراغبين في الاستثمار .
- عدم كفاءة الأسواق المالية تؤدي بالمستثمرين إلى تفاديهما.

توصيات

- ضرورة العمل بمبادئ حوكمة الشركات لزيادة نسب الشفافية و الافصاح المالي لحسابات الشركات في سوق الأوراق المالية لجذب المستثمرين.
- ضرورة العمل بالقواعد الاحترازية في سوق الأوراق المالية لضمان مصالح المستثمرين.
- فرض رقابة صارمة و سن القوانين على الأسواق المالية من طرف السلطات التنظيمية و الرقابية يساهم في تحسين أدائها.
- توفير المناخ الاستثماري المناسب يرفع من أداء سوق الأوراق المالية .
- نشر ثقافة الاستثمار من طرف السلطات التنظيمية و زيادة الوعي الاستثماري لدى المتدخلون في البورصة.

المراجع:

- 1- د. موسى بن منصور، و الاستاذة سهام مانع . (2017). مدخل المالية السلوكية في إدارة المحفظة المالية،. مجلة دفاتر البحوث العلمية، 5(2)، الصفحات 182-202.
- 2- أ.برارمة ريمة ، و أ.د.حاج صحراوي حمودي. (2017). محاولة قياس اثر التشوهات اليومية و الموسمية على عوائد الأسهم في اطار نظرية المالية السلوكية دراسة حالة سهم شركة بيجو خلال الفترة 2010-2016. مجلة الاقتصاد و التنمية البشرية، 8(2)، الصفحات 7-19.
- 3- أ.صفية صديقي، و آخرون. (2015). بناء محفظة الاوراق المالية في ظل المالية السلوكية بالتطبيق على الشركات المدرجة في مؤشر CAC40. مجلة رؤى اقتصادية، 5(8)، الصفحات 69-88.
- 4- أ.م.د. ميثم ربيع هادي، و م.م.علي أحمد فارس. (2014). من المالية التقليدية إلى المالية السلوكية: التعن الجذري- دراسة نظرية لأهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية و السلوكية. المجلة العراقية للعلوم الإدارية، 10(40)، الصفحات 79-109.
- 5- أ.م.د.عدنان تاية ذياب النعيمي. (2018). طبيعة النشاط و القيمة السوقية للمنشأة دراسة مقارنة في سوق عمان للأوراق المالية. مجلة كلية المأمون، 31، الصفحات 1-27.
- 6- أحمد سامح أمين الشوري. (2017). العوامل المؤثرة في تحديد السعر السوقي للسهم العادي في سوق الأوراق المالية المصري. المجلة العلمية للدراسات التجارية و البيئية، 08(03)، الصفحات 445-467.
- 7- بن سانية عبد الرحمان، و آخرون. (2017، 12). الخلفية النظرية للمالية السلوكية و تحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال. مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد و الادارة، 02، الصفحات 12-31.
- 8- بوعجمي عبد القادر، و آخرون. (2019). العوامل و التحيزات السلوكية المؤثرة على القرارات المالية للمستثمرين. 01(02)، الصفحات 164-188.
- 9- جميل النجار. (2017). العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد أثرها في أداء المحفظة الاستثمارية " دراسة تحليلية من سوق فلسطين للأوراق المالية". 03(02)، الصفحات 109-153.
- 10- حسن شاكر الشمري، و حيدر حمودي علي. (2018). نظرية المالية السلوكية كمدخل لإدارة المخاطر الفاعلة. مجلة المثنى للعلوم الادارية و الاقتصادية، 8(3)، الصفحات 60-72.
- 11- د. بن زاير مبارك، و أ. بن زاير عبد الوهاب. (2017). نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية. مجلة البشائر الاقتصادية، 3(1)، الصفحات 86-97.
- 12- د.ليلي غفوري. (2020). المالية السلوكية اسهامات السيكلوجيا في النظرية المالية (المجلد 1). عمان، الأردن: زمزم ناشرون و موزعون.
- 13- د.معن و عد الله المعاضيدي، و د.حسن صبحي حسن العباس. (2009). تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركة الاستثمار في أسواق الاوراق المالية. مجلة تنمية الرافدين، 31(94)، الصفحات 105-130.
- 14- صديقي مليكة، و بسبع عبد القادر. (09، 2017). تحليل مؤشرات تنمية و استقرار أسواق الأوراق المالية الناشئة. مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، 01(02)، الصفحات 85-103.
- 15- صندوق النقد العربي. (2007-2020). أداء أسواق الأوراق المالية العربية.
- 16- معاذ محمد شقير. (2019). رسالة ماجستير. أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات، دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية، 1-134. سوريا.
- 17- زين رأفت عبدالله خليل. (02، 06، 2018). رسالة ماجستير في المحاسبة. أثر حجم التداول على مؤشر الأسعار في سوق عمان للأسهم المالية، دراسة تطبيقية على القطاع المصرفي المدرج في سوق عمان للأسهم المالية، 1-122. الأردن، عمان.
- 18- K.C. Tseng. (2006). Behavioral Finance, Bounded Rationality, Neuro-Finance, and Traditional. Investment Management and Financial Innovations, 03(4), pp. 6-18.
- 19- Mr. GHALMI Ettayib, & Dr. BOUDJERFA Bennacer. (2018). Investor behavior & financial decisions. Journal of Economic Integration, 06(02), pp. 153-166.
- 20- Nader Rezaei, & Zahra Elmi. (2018). Behavioural Finance Models and Behavioural Biases in Stock Price Forecasting. Advances in mathematical finance & applications., 03(04), pp. 67-82.