

تاريخ القبول: 2020/05/12

تاريخ الإرسال: 2019/11/25

تاريخ النشر: 2020/07/02

من فرضية كفاءة السوق إلى التمويل السلوكي From efficient market hypothesis to behavioral finance

سعيدة بن ثابت

جامعة عمار تليجي (الجزائر)، saidabentabet@gmail.com

الملخص:

ستعرض هذه الورقة نموذجين أساسيين للاستثمار، كان لهما تأثير كبير على الطريقة التي يميل بها المستثمرون إلى تطوير استراتيجياتهم الخاصة. على وجه التحديد، تتناول الدراسة فرضية السوق الكفاء EMH، والتي على الرغم من أنها ظلت بارزة وشعبية حتى التسعينيات من القرن الماضي، وتعتبر حقلاً مثيراً للجدل إلى حد كبير ومتنازع عليها في كثير من الأحيان؛ ونظرية التمويل السلوكي، والتي تم تنفيذها بشكل متزايد في المؤسسات المالية. استناداً إلى دراسة شاملة حول التمويل السلوكي وأدبيات السلوك البشري، توضح الدراسة العقلانية المتأصلة لنظرية السوق الكفاء، وتناقش الأسباب المحتملة لانحسارها مؤخراً، معتبرةً استبدالها أو التعايش معها مع التمويل السلوكي حتمية لا مفر منها.

هذه الدراسة تسلط الضوء على مدى نجاعة كل من نظرية كفاءة السوق، نظرية التمويل السلوكي، في تفسير الانحرافات التي تشهدها الأسواق المالية.

الكلمات المفتاحية: كفاءة الأسواق المالية؛ النظرية السلوكية للتمويل؛ السلوك الاستثماري

Abstract:

the present paper reviews two fundamental investing paradigms, which have had a substantial impact on the manner investors tend to develop their own strategies. specifically, the study elaborates on efficient market hypothesis (emh), which, despite remaining most prominent and popular until the 1990s, is considered rather controversial and often disputed, Traditional finance suggests that investors are rational and make optimal investment decision without the effect of emotions on their decisions, and the theory of behavioural finance, which has increasingly been implemented in financial institutions. Behavioural finance explains that investor behavior is irrational as emotions have effect on investment decision Making, based on an extensive survey of behavioural finance and emh literature, the study demonstrates, despite any assertions, the inherent irrationality of the theory of efficient market, and discusses the potential reasons for its recent decline, arguing in favor of its replacement or co-existence with behavioural finance.

Keywords: Efficient Market Hypothesis; Behavioural finance; investor psychology; investment portfolio

المؤلف المرسل: سعيدة بن ثابت، SAIDABENTABET@GMAIL.COM

1. مقدمة:

تتعمد النظرية المالية التقليدية على ثلاثة مبادئ أساسية، العقلانية المثالية للفرد إلى جانب بحثه الدائم عن تعظيم المنفعة، رواج المنافسة التامة والكاملة،

والأهم من ذلك نظرية كفاءة السوق، هذه الأخيرة هي حجر الزاوية في كل النظريات المالية، و تعد السوق الكفاء إحدى أهم الموضوعات في أدبيات السوق المالية ككل، وهذا بسبب سيادة الحجة الرياضية لتأسيس صحتها.

غير أن هذا الطرح اصطدم بواقع أظهر جليا أن هناك بعض الظواهر الشاذة أو غير المعتادة أو التي ينظر إليها بعضهم على أنها نتاج قرارات غير رشيدة، اتخذها الباحثون كمدخل لإيجاد تفسير جاد و منطقي لهذه الظواهر الشاذة، حيث أن القرار الاستثماري هو نتاج بشري يحكمه السلوك الإنساني و المعلومات التي في حوزة متخذ القرار، تم الاعتماد على نظريات السلوك والإدراك النفسي كمحاولة لتفسير تشوهات السوق.

ولا يزال الصراع مستمر إلى يومنا هذا بين فرضية السوق الكفوءة EMH التي سادت لعقود من الزمن كإطار نظري للاستثمار، وبين التمويل السلوكي BF، الذي عرف قبولا على نحو متزايد كنموذج للسلوك الاستثماري، وشكلت نقاط الضعف الكامنة في الفرضية التقليدية EMH أسلحة النهج العلمي الجديد، نتيجة تناقض فرضية عقلانية والسوق مع سيكولوجية المستثمرين والقواعد السلوكية المتحيزة للسوق.

إشكالية الدراسة: من خلال هذا المقال سنحاول الإجابة على الإشكال التالي:

هل تعتبر المالية السلوكية أداة بديلة أو مكملة لنظرية الكفاءة من أجل فك تشفير الأسواق المالية ضمن قيد العقلانية والعوامل السلوكية؟

فرضيات الدراسة: للإجابة على الإشكالية تم اعتماد الفرضيتين التاليتين:

نظرية كفاءة السوق غير قادرة على تفسير التشوهات الحاصلة في الأسواق؛

تفسر المالية السلوكية حالات الشذوذ فهي نموذج بديل للاستثمار السلوكي.

أهمية الدراسة: تتبع أهمية هذه الدراسة من أهمية الجدل القائم إلى حد الساعة بين التيار التقليدي وإيمانه المفرط بكفاءة الأسواق التي تعتمد على الحلول العقلانية لمشكل اتخاذ القرار، عن طريق تطوير الأفكار والأدوات المالية حول "كيف يجب أن يتصرف المستثمر"، وبين التيار الحديث ممثل بالمالية السلوكية التي تعتبر وصفية كونها تقدم تفسيرات حول "ما يحدث في الواقع على ما يجب أن يحدث"، والتي تعتبر من أحدث النظريات في مجال الأسواق المالية.

ومن أجل معالجة الإشكالية المطروحة، والتأكد من صحة الفرضيات موضع النقاش وبناءً على دراسة استقصائية شاملة والمنهج الوصفي نحاول في الجزء الأول من الورقة الحالية تقديم مناقشة شاملة لكل من EMH و BF، أما الجزء الثاني، فيناقش الأسباب التي جعلت النموذج التقليدي بالفعل نموذجًا غير فعال، وكانت حجرة الأساس للنظرية الجديدة لسلوك الاستثمار، الذي يدمج باستمرار المكونات النظرية الجديدة ويتميز بأنه نهج السوق السلوكي، فأصبح التمويل السلوكي هو المهيمن الجديد لنموذج الاستثمار في السوق.

2. نظرة عامة على نظريات الاستثمار الأساسية

1.2: فرضية كفاءة السوق Market efficiency hypothesis

تعتبر فرضية كفاءة السوق بمثابة العمود الفقري للنظرية المالية المعاصرة، التي ظلت مهيمنة لأكثر من 30 عاما (من أوائل الستينيات إلى منتصف التسعينيات)، وكانت النهج الأكثر قبولا من قبل خبراء الاقتصاد المالي؛ في الأسواق الكفاء، ووفقاً للخبراء الاقتصاديين، لا تسمح للمستثمرين بكسب عوائد غير عادية دون قبول مخاطر¹، ووفقا لـ Fama، فإن الأسواق الكفاء هي الأسواق التي يوجد فيها عدد كبير من الأرباح العادية، مع كل محاولة للتنبؤ بقيم السوق المستقبلية، وتتوفر المعلومات بشكل شبه مجاني لجميع المتعاملين في السوق.²

يمكننا النظر إلى الأسواق المالية ذات الكفاءة على أنها لعبة عادلة **Fair Game**، بمعنى أنه لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق بشكل مستمر عوائد استثمارية أعلى من تلك التي يحققها باقي المستثمرين وبما أن كافة المتعاملين يحصلون على نفس المعلومات فإنهم يشتركون في لعبة عادلة والنتيجة المنطقية لهذه الكفاءة هي أن سعر الأداة المالية في السوق يساوي قيمتها الحقيقية.³

تتميز الكفاءة بثلاثة مستويات مختلفة:

المستوى القوي Strong-form : المعلومات (العامة والشخصية وحتى السرية) تساهم في التسعير، وبالتالي، لا تمكن المستثمرين من تحقيق ميزة تنافسية في عمليات الاستثمار؛

المستوى الشبه قوي Semi-strong form : أسعار الأسهم تعكس المعلومات المالية العامة (إعلانات الشركات المدرجة، الأوراق المالية المتوازنة، الأصول وغيرها)؛

المستوى الضعيف Weak efficiency : يتم دمج جميع أسعار الأسهم السابقة في الأسعار الحالية؛ لذلك لا يمكن استخدامها للتنبؤات المستقبلية.

تقوم نظرية الكفاءة على فرضيتين أساسيتين هما:⁴

العقلانية (الرشادة) Rationality: العقلانية هي قدرة المستثمرين على اتخاذ القرار الأمثل بناء على تحليل المعلومات و توقعات تتسم بالرشادة، لذلك فإن عقلانية المستثمرين من ناحية تمكنهم من صياغة توقعات منطقية، ومن ناحية أخرى، تحقيق أقصى منفعة ممكنة لهم. وتعتبر فرضية العقلانية فرضية أساسية من فرضيات كفاءة السوق المالية، وأي تشكيك في عقلانية المستثمرين هو انتقاد مباشر لنظرية الكفاءة.⁵

التحكيم أو المراجعة **Arbitration**: تنطلق فكرة الترويج من أن سعر الأصل المالي يعكس القيمة الحقيقية للجهة المصدرة له، لكن الواقع ليس بهذه البساطة ويمكن ملاحظة انحرافات، في هذه الحالة، يجب على المراجحين التدخل من أجل إزالة هذه الفجوة، وتصحيح السعر عند انحرافه مؤقتاً عن سعره الحقيقي.

حسب **Lucas**، يشعر المستثمرون العقلانيون بالقلق من الفائدة المتوقعة التي توجه إلى أداء عائد مرتفع، جنباً إلى جنب مع توقعاتهم العقلانية، وتحقيق أرباح سهلة وسريعة هو انحراف مؤقت وقصير الأجل نتيجة إجراءات غير عقلانية يتم تعويضها عن طريق التحكيم الذي يقوم به المستثمرون العقلانيون ويحملون بذلك توازن السعر.⁶ عموماً، نقول عن سوق مالي أنه كفؤ، إذا توفر على ثلاث خصائص ومن خلالها يمكننا الحكم على أداء السوق من جهة، وعلى تحقق فرضية الكفاءة من جهة أخرى:

The information: لا يمكننا الفصل بين كفاءة السوق المالية، ومدى توفر البيانات والمعلومات الضرورية، وسرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها، وهذا يساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المناسبة، حيث أن قرارات الاستثمار من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء معلومات متاحة تساعد المتعاملين في السوق المالية على تحديد العوائد وتقدير المخاطر المرتبطة بها.⁷

يفترض **FAMA** أن الآثار الكاملة للمعلومات الجديدة تنعكس بشكل فوري على الأسعار الفعلية، ولا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية نتيجة حصوله على معلومات جديدة، فهي مباشرة ومتاحة للسوق ككل، ولا يمكن تحقيق عائد مرتفع عن طريق استغلال معلومات خاصة، لأنه يتم دمج المعلومات بسرعة فائقة في السوق سواء عامة أو خاصة.⁸

السيولة Liquidity : تظهر العلاقة بين السيولة و كفاءة السوق المالية، من خلال التغيرات السعرية، حيث تنقسم هذه التغيرات إلى تغيرات عارضة تعكس تصرفات المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم المعلومات، وتغيرات يحدثها أصحاب المعلومات. في ظل التغيرات المؤقتة ما تلبث أن ترجع إلى حالة التوازن، أما التغيرات التي يحدثها أصحاب المعلومات الناتجة عن وصول معلومات جديدة إلى السوق فإنها لا تحدث تغيير فوري في السعر، وإنما يتغير السعر شيئاً فشيئاً حتى يصل إلى المستوى الجديد تبعاً لطبيعة المعلومة⁹؛ إن الانسجام بين السيولة والكفاءة يكون واضحاً في ظل النوع، وعلى خلاف ما سبق فإن التعارض يبدو واضحاً بين السيولة والكفاءة في ظل التغيرات السعرية للنوع الثاني.

الحركة العشوائية للأسعار Random Walk of Prices: يفترض نموذج السير العشوائي أن المعلومات الجديدة ترد إلى السوق بشكل عشوائي تتسبب بأحداث تغيرات عشوائية في أسعار الأوراق المالية ذات العلاقة، لذا فإن هذا النموذج يبين أن حجم واتجاه تغير الأسعار يكون عشوائياً في لحظة زمنية إذا ما تمت مقارنته بالمعرفة المتاحة عند تلك اللحظة¹⁰؛ وفي إطار **EMH**، ووفقاً لـ **Kendall** يفضي التحليل الأساسي للأوراق المالية إلى تقييمها بدلاً من التنبؤ بالحركات المستقبلية، ولا يمكن استخدام هذا التحليل لمواجهة التغيرات المستقبلية مع مرور الوقت، و لتقليل أهمية التحليل الفني، استخدم الأكاديميين و النقاد فرضية المشي العشوائي، حيث يتضمن المبدأ الأساسي لنموذج الاستثمار المحدد عدم إمكانية التنبؤ بالأسعار لأنها تسير عشوائياً، فتقلبات الأسعار مستقلة عن بعضها البعض و لها نفس التوزيع الاحتمالي، لا يمكن التنبؤ بها.¹¹

2.2 نظرية التمويل السلوكي The theory of behavioral finance

فقدت كفاءة السوق الفرضية **EMH** مكانتها وهيمنتها مع ظهور المالية السلوكية **BF** في أوائل التسعينيات، تدرس تأثير السلوك البشري على صنع القرار الاستثماري، ولم يظهر الطرح السلوكي كافتراض تكميلي، بل كتناقض أو نهج بديل للطرح التقليدي؛ التمويل السلوكي هو دراسة لكيفية تأثير علم النفس على القرارات المالية وسلوك الممارسين الماليين الأقل عقلانية و التأثير اللاحق على الأسواق في الأسواق،¹² فإن أجداد **BF** هم علماء النفس البارزين **Kahneman** و **Tversky**، الذين يدعون إلى أن الاستدلال والتحييزات تؤثر الحكم في ظل عدم اليقين وصياغة نظرية التوقعات،¹³

كما ساهم نموذج **Thaler**، في عمله "المحاسبة العقلية واختيار المستهلك" أين أقرح أن النظرية المستقبلية هي أساس نموذج وصفي بديل،¹⁴ وزاد الاهتمام بعلم نفس المستثمرين وسلوكهم وولد عددًا كبيرًا من الدراسات والأعمال، التي أنشأت **BF** كنموذج مهيم في مجال التمويل، بصرف النظر عن تأطير وتشوهات السوق؛ وقد وثق العديد من علماء النفس المعرفي أنماط بشأن كيفية تصرف الأفراد، وتقديم أدلة على سلوك غير العقلاني للمستثمرين بعض هذه الأنماط هي:

النفأل **Optimism**: يعتقد الأفراد دائمًا أن مستقبلهم وقدراتهم المستقبلية ستكون الأفضل، لذلك يتفاعل الفرد عند تقدير قيمة الأصل و يقلل من تقلباته مع الأخذ في الاعتبار أن معلوماته ستكون أكثر دقة، لأداء مهام معينة ولا يؤثر هذا التحيز على المستثمرين عديمي الخبرة فحسب، بل أيضًا على المحللين الماليين.¹⁵

التمثيل **Representativeness**: محاولة الأشخاص لتناسب حدث جديد و غير معروف في حدث حالي وبالتالي اكتشاف العناصر المشتركة في أحداث مختلفة تمامًا، فغالبًا ما يتم الحكم على الاحتمالات حسب الدرجة التي تكون بها **A** ممثل **B**، أي بالدرجة التي يشبهها **A**.¹⁶

الإرساء **Anchoring** : إرشاد إدراكي يتضمن اتخاذ القرارات على أساس أولي، فالمستثمرون يبنون تقديراتهم الأولية من خلال القيمة المثبتة في الذهن منذ البداية ثم يتم تعديل ذلك في النهاية، وهذه القيم يمكن أن يتم اقتراحها عن طريق تكوين صيغة تعبر عن المشكلة، أو ممكن أن تكون هي النتيجة للحساب المبدئي عادة ما تكون التعديلات غير كافية.¹⁷

سلوك القطيع **Herding**: يشعر الأفراد بالحاجة إلى الانضمام إلى مجموعات (قطعان) وتطوير سلوك القطيع في مواقف صنع القرار، وبعبارة أخرى سيقوم الناس بما يفعله الآخرون بدلاً من استخدام معلوماتهم.¹⁸

الثقة المفرطة **Overconfidence** : يميل الناس إلى المبالغة في تقدير مهاراتهم أو قدراتهم، أي أن يكونوا واثقين جداً من قدراتهم ومعارفهم والمعلومات التي تلقوها.¹⁹ كره الخسارة **Loss aversion** : ينفّر الأفراد من الخسائر كما يتجنبون المخاطر من أجل حماية الثروة الموجودة، و لكن قد يتحملون المخاطر من أجل تجنب الخسائر، هذا السلوك غير العقلاني يمكن أن يؤدي إلى اتخاذ قرارات مالية خاطئة.²⁰

المحاسبة العقلية **Mental accounting** : هي مجموعة من العمليات المعرفية المستخدمة من قبل الأفراد لتنظيم الأنشطة المالية و تقييمها و تتبعها، و يظهر هذا التحيز جلياً في مجال الاستثمار في أسواق رأس المال عندما يقوم المستثمرون بتجزئة أموالهم إلى حسابات منفصلة لأسباب مختلفة.²¹

3. المالية السلوكية مقابل فرضية كفاءة السوق: - اعتبارات أساسية -

المعلومات المتاحة **Available information**: يعد توفر المعلومات نقطة ضعف إضافية في **EMH**، في كثير من الأحيان، فالمعلومات متاحة فقط لمجموعة

محدودة من المستثمرين أو أنها متاحة لمضاربين قبل وقت طويل من توفره لعامة المستثمرين.

التحليل الأساسي **Fundamental Analysis** : لتحليل الأوراق المالية و اتخاذ القرارات الاستثمارية نستخدم التحليل الأساسي و التقني، في سياق **EMH**، التحليل الأساسي، الذي يعتبر قديماً و أكثر من ذلك نموذج مقبول على نطاق واسع من قبل الاقتصاديين، حيث تم تهميشه واستبداله بنموذج كفاءة الصيغة الشبه قوية.

التحليل الفني **Technical Analysis** : أنتج التحليل الفني انتقادات مماثلة لفعاليتها (مستوى كفاءة ضعيفة)، حيث تتناقض فرضية السوق الكفاء مع التركيز الذي وضعه التحليل الفني على التنبؤ باتجاه الأسعار من خلال دراسة بيانات السوق السابقة، ويقترح أن عمليات الاستثمار يجب أن ترتبط بالمعلومات والأسعار الحالية. وفي الواقع، فإن الاتجاه التاريخي يعكس بالتأكيد على اتخاذ القرارات الاستثمارية، فلا ينبغي أن تكون الرسوم البيانية وبيانات السوق السابقة هي المحور الرئيس لتحقيق عائدات مرتفعة، ولكن ينبغي أن تعامل ببساطة باعتبارها معلومات تاريخية، ومع ذلك فإن الفرضية القائلة بأن "التاريخ يعيد نفسه" و "الاقتصاد يسير في دائرة" تم تسليط الضوء عليها بشدة.

لذلك، النماذج المالية التقليدية، مثل **EMH** ونظرية المشي العشوائي في كثير من الأحيان، كانت موضع خلاف من قبل الاقتصاديين والمحللين الفنيين.

توحيد الاستثمار **Uniformity of Investment**: تعامل **EMH** ، المتدخلين في الأسواق المالية على أنهم مجموعات موحدة عديمة الاختلاف يتشاركون القرارات الاستثمارية، وكل من المواقف والأساليب والخبرة والجنس والوضعية الاجتماعية، الثقافة والتفاصيل الشخصية ومواقف الاستثمار الفردية لا يبدو أن لديها تأثير حاسم على سلوك الاستثمار.

آلات الاستثمار **Investment machines**: يفترض مؤيدو **EMH** أن الأفراد الذين يستثمرون في الأسواق المالية هم عقلانيون كما سبق ذكره، وبالتالي، تحقيق العوائد التي تدعمها التوقعات العقلانية، في هذا السياق، يمكن تشبيه صورة المستثمرين بالآلات الاستثمارية، فهم يلتزمون بأمانة بنفس قاعدة الاستثمار أي العقلانية، و تنظر **EMH** إليهم على أنهم أبطال خارقين في عمليات الاستثمار، وفي الواقع تبقى العقلانية هي الوجهة التي لا يصل إليها المستثمرون دائماً، مما يخلق ميزة تنافسية ومع ذلك، لا ينبغي اعتبار المستثمرين آلات تستثمر في "أسهم الحرب" حسب الطرح التقليدي.

الاستثمار و العاطفة **Investment and emotion**: يشكل المستثمرون قراراتهم على أساس معتقداتهم و مواقفهم و عواطفهم، المتفائلة أو المتشائمة، والإفراط في ردة الفعل أو التشجيع أو التثبيط... فتعتبر العواطف عنصر تحكم فعال في كل شكل من أشكال الاستثمار التي لا يجب استبعادها من الاستثمارات المالية نفسها، خلافا لاعتقاد مؤيدي **EMH** ذلك أن العواطف و السلوكيات ليس لها مكان في عمليات صنع القرار العقلاني، و يؤكد التمويل السلوكي العلاقة بين ردود الفعل العاطفية مع أحداث السوق و تؤكد أن العواطف هي العمود الفقري للإطار النظري لها.

فقااعات الاستثمار أو فقاعة فرضية السوق الفعالة

Investing bubbles or the bubble of efficient market hypothesis

طالما أن الأسواق تتسم بالكفاءة و يتصرف المستثمرون بعقلانية، يطفو على السطح تساؤل عن أسباب فقاعات الاستثمار التي لها مظهر منتظم و مدة أطول في السوق المالية، تغلب التمويل السلوكي على فرضية الكفاءة في هذا الطرح، حيث تركز **BF** على الشذوذ المالي الخطير قصير المدى، و تقويمه (تأثير عطلة نهاية الأسبوع،

تأثير يناير و ما إلى ذلك)، غير أن هناك اعتبار إضافي لصالح EMH هو حقيقة أن المشاركة الرشيدة للمستثمرين في عمليات التحكيم من شأنها أن تعدل أسعار الأصول المالية و العودة إلى نقطة التوازن في المدى الطويل. الاستثمار المعاصر والنظريات المالية التقليدية

Contemporary investing and traditional financial theories

لقد تغير الاستثمار بشكل كبير خلال السنوات القليلة الماضية و تم تحديثه بواسطة إدخال قواعد جديدة، و أدوات استثمار جديدة، و ثقافة استثمار جديدة، التي أثرت إلى حد كبير على القرارات الاستثمارية، و مع ذلك، ظلت فرضية كفاءة السوق مهيمنة إلى حد ما بمرور الوقت، و لم تتأثر، غير أنه لا يمكن للمستثمرين المعاصرين أن يكونوا غير عقلانيين مقارنة بالماضي، حيث تم تعديل الأنشطة الاستثمارية بشكل كبير في الوقت المناسب.

من ناحية أخرى، لا تستطيع EMH وأدوات الاستثمار الجديدة مشاركة نفس المنطق و الدلالة، إذ لم تكن مقابضات العجز عن سداد الائتمان موجودة في سوق كفو و مع ذلك ، فإن حقيقة أنها أصبحت محور التركيز الرئيسي للأسواق المالية العالمية وزيادة شعبيتها كأدوات الاستثمار تبطل الفرضية؛ وعندما نقبل أن الأسواق أصبحت كفو في المدى الطويل نحن نناقض الحقائق الجديدة الناشئة في عمليات الاستثمار فمصطلح "طويل المدى" لقد تغير بالكامل في السنوات الأخيرة حيث أصبح أفق الاستثمار أقصر، قد تواجه الاستثمارات في كثير من الأحيان على المدى الطويل على الرغم من مدتها القصيرة إلى حد ما يهتم المستثمرون بالعوائد على المدى القصير.

الاعتبارات التقليدية لـ EMH يجب تعزيزها مع عناصر جديدة، و لا يفضل أن تكون بديلا عن الاستثمار النظري الجديد مثل التمويل السلوكي، بما أن تركيز

BF هو سلوك المستثمرين، تعتبر النظرية نموذجًا تطوريًا يتم استيعابه باستمرار من الناحية من ذلك. في هذا المنظور، سيكون دائمًا نموذجًا حديثًا و مكملًا ليس بديلًا. فرضية الساذجة **A naive hypothesis**: التمويل السلوكي هو إطار متعدد التخصصات يجمع عناصر من التاريخ وعلم الاجتماع وعلم النفس والأنثروبولوجيا... لذلك تعتبر وجهات النظر المتعلقة به أكثر تعقيدًا ، على عكس فرضية كفاءة السوق، التي تعتبر نهج مبسط أو ساذج إلى حد ما، و أبعد ما يكون عن الوضوح ، و على الرغم من كونها نموذجًا ساذجًا ، إلا أنها كانت أكثر شيوعًا بين المستثمرين وفي الوسط المالي لفترة طويلة ، في المقابل ، التمويل السلوكي ، بسبب تعقيده وعدم قدرته على تفسير بعض الحالات الشاذة وحادثة ابتكاره ، لا يبدو مقبولًا على نطاق واسع من قبل غالبية المجتمع الاستثماري، فيقضي كل منهما إلى تعزيز وضعه و إنشاء سيطرته على النماذج المالية.

4. خاتمة:

تم قبول فرضية السوق الكفاء لعقود من الزمن وعلى نطاق واسع، من قبل جمهور الاقتصاديين الماليين حيث كان الاعتقاد السائد بأن الأسعار في الأسواق المالية تعكس كافة المعلومات، غير أن هذه الثقة تزعزعت نتيجة لظهور حالات من الشذوذ في الأسواق المالية، جعل الباحثين و الأكاديميين يشككون في مدى تطابق فروض نظرية كفاءة الأسواق المالية مع واقع عملها، حيث أن التشوهات الملاحظة ناتجة عن تصرفات و سلوكيات الأفراد، مما استوجب ضرورة إيجاد تفسير علمي ومنطقي لها، أدى إلى ظهور تيار جديد في علم المالية يسمى بالمالية السلوكية. حاولت هذه الدراسة تسليط الضوء على مدى نجاعة كل من النظرية التقليدية ممثلة بنظرية كفاءة السوق، والنظرية الحديثة ممثلة بنظرية التمويل السلوكي في تفسير الانحرافات والاختراقات التي تشهدها الأسواق المالية.

تم التوصل إلى بعض الاستنتاجات من خلال التحاليل السابقة، حيث:

يتحقق شرط كفاءة السوق المالية إذا كانت أسعار الأصول المتداولة فيه تعكس كافة المعلومات المتاحة؛

تقوم نظرية كفاءة الأسواق المالية على مجموعة من الافتراضات التي لا تتطابق والواقع العملي في الأسواق المالية، وتعتبر نظرية كفاءة الأسواق المالية نظرية تقليدية غير قادرة على تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية في السوق وهو إثبات للفرضية الأولى؛

نقاط الضعف في فرضية كفاءة السوق- والتي ينظر إليها على أنها النموذج التقليدي المحافظ- هي المبادئ النظرية الأساسية للتمويل السلوكي، حيث توفر وظائف السوق أدلة ضد كفاءتها، فإخفاقات السوق هي نتيجة طبيعية للسمات الخاصة للسلوك الإنساني؛

ظهر التمويل السلوكي كنموذج حاول تحدي ودحض النظرية المالية التقليدية في فترة قصيرة جدا جذبت انتباه الأوساط الأكاديمية وأثبتت نفسها باعتبارها نظرية جديدة ومنافس لا يستهان به للنظرية التقليدية، بدلا من مجرد نموذج بديل للاستثمار، وبالتالي نقبل الفرضية في شقها الأول في حين نرفض شقها الثاني لأنها تعتبر نموذج مكمل و ليس بديل؛

- يعامل التمويل السلوكي المستثمرين كأفراد وليس كآلات، و يسلط الضوء على ذلك، فلا يمكن تبرير العواطف والتحيزات والأوهام، علاوة على ذلك، يفترض التمويل السلوكي أنه لا يمكن فصل المستثمرين عن ماضيهم الاستثماري، حيث تعتبر الإجراءات الماضية جزءًا حيويًا من تاريخ الفرد. في هذا المنظور، الأسعار الماضية و القيم الأساسية للسنوات السابقة تؤثر و توجه عملية صنع القرار.

5.المراجع

1 Malkiel, B., The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, Journal of Economic Perspectives, 2003, Vol.17, No 1, pp. 59–82.

2 Fama, E, Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, The Journal of Finance, 1970, Vol.25, No 2, pp. 383–417.

³ Malkiel, B, Op cit.

⁴ Shleifer Andrei, Inefficient Markets : A Introduction to Behavioral Finance , Oxford University Press, 2000, pp 04-07.

⁵ John Von Neumann, Oskar Morgenstern, Theory of Games and Economic Behavior , Princeton University press, 1944, pp 06-44.

⁶ Lucas, R., 1978. Asset prices in an exchange economy, Econometrica, Vol. 46, p.p. 1429–1446.

⁷ Charles Amo Yartey, The Stock Market and the Financing of Corporate Growth in Africa: The Case of Ghana , IMF Working Paper, WP/06/201, September 2006, p 5.

⁸ Fama, E, Op cit.

⁹ سميرة لطرش، "العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال"، مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري قسنطينة، العدد 32، المجلد أ، ص 221-223.

¹⁰ Brealy-Myres ,Principles of Corporate Finance, 3rd ED•M-C Graw-Hill .NY, 1988, P:286.

¹¹ Kendall, M. and Branford H., 1953. The Analysis of Economic Time Series, Part 1: Prices. Journal of the Royal Statistical Society, Vol. 116, No 1, pp. 11-34.

¹² Shefrin, H, Behavioral Corporate Finance. National Bureau of Economic Research, 2001, Vol.14, No3. pp 21-33.

¹³ Tversky, A. and Kahneman, D., Judgement under uncertainty: Heuristics and biases. Science, New series, 1974, Vol. 185, No 4157, pp. 1124-1131.

¹⁴ Thaler, R., Mental Accounting and Consumer Choice, Marketing Science, 1985, Vol 4, No 3, pp. 199-214

¹⁵ Germain, Laurent, Rousseau, Fabrice et Vanhems, Anne, Optimistic and Pessimistic Trading in Financial Markets , AFFL, 2005, pp 1-33.

¹⁶ Tversky, A. and Kahneman, op cit.

¹⁷ Slovic, P. and Lichtenstein, S, Comparison of Bayesian and Regression Approaches to the Study of Information Processing in Judgment. Organizational Behavior and Human Performance, 1970, Vol. 6, No. 6, pp. 649-744.

¹⁸ Banerjee A, A simple model of herd behavior. Quarterly Journal of Economics, 1992, Vol.107, No.3, pp. 797-817.

¹⁹ Plous, S, The psychology of judgment and decision making, 1993, McGraw-Hill, New York.

²⁰ Tversky A. and Kahneman. D, The Framing of Decisions and the Psychology of Choice, 1981 In Science, New series, Vol. 211, No. 4481, pp. 453-458.

²¹ Thaler R, Mental Accounting Matters, Journal of Behavioral Decision Making, 1999, Vol. 12, pp. 183-206