

جامعة د.مولاى الطاهر



كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير



مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

في العلوم الإقتصادية تخصص: مالية وبنوك وتسيير مخاطر

بعنوان:

طرق تحليل الاوراق المالية في ظل النظرية السلوكية

سلطاندراسة ميدانية

تحت إشراف الدكتور:

بن حميدة محمد

من إعداد الطالبة:

حكوم ليلي

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: / 2015

أمام اللجنة المكونة من السادة

الدكتور:..... ابرير

رئيسا

الدكتور: بن حميدة محمد

مشرفا

الدكتور:.....

مناقشا

السنة الجامعية: 2015/2014



الاهداء

اهدي عملي المتواضع الى اعز ما املك في الوجود
اطال الله في عمرهما والديا الكريمين .

كما لا انسى زوجي وابتي بشرى ولبنى وطفلي المنتظر

.

الى كل اخواتي واخواني

الى كل زملائي وزميلاتي في دفعة الماستر وكل اساتذتي
المحترمين وكل من ساعدني على انجاز هاته المذكرة .

شكر و تقدير

الحمد لله على كل شيء على أن هدائي لإنجاز هذا العمل، و وفقني و رزقني الصبر لإتمامه.

أتوجه بشكري إلى جميع أفراد عائلتي على دعمهم و صبرهم طوال فترة إنجاز العمل.

أشكر أستاذي المشرف على قبوله أولاً الإشراف على المذكورة، كما أشكره على كل الوقت الذي أتاحه لي سواء لإبداء النصح أو التوجيه أو التصحيح.

أشكر جميع من شجعني أو ساعدني من قريب أو من بعيد، و بأي شكل من الأشكال على إتمام هذا العمل.

عسى الله أن يوفقنا لما فيه الخير

شكراً للجميع

الطالبة : حكوم ليلي

ملخص

يهدف هذا العمل إلى التعريف بنموذج فكري جديد عرف تطورا ملحوظا منذ ثمانينات القرن الماضي وصل إلى غاية التشكيك في فرضية رشادة الأفراد التي لطالما شكلت حجر الأساس للنظرية المالية الحديثة، يتعلق الأمر بـ "المالية السلوكية".

يحاول هذا الاتجاه الجديد الذي ظهر كنتيجة للمزاوجة بين علم النفس والمالية دراسة السلوك الحقيقي للأفراد (والذي يتسم غالبا بعدم الرشادة)، إضافة إلى تفسير التشوهات الملاحظة في أسواق المال، ولأجل الوقوف على التبعات التي يمكن أن تترتب جراء ظهور هذا التيار الفكري على مالية الأسواق وبشكل خاص على المنهجية المتبعة في بناء المحفظة واختيار ما تحويه من أوراق مالية، ارتأينا تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول:

قمنا بتخصيص الفصلين الأول والثاني للتعريف بهذا الاتجاه و بإسهاماته التي طالت ميدان إختيار المحفظة وتحليل الأوراق المالية، في حين سيتناول الفصل الثالث تطبيقا لكل من الاتجاه الكلاسيكي والسلوكي لأجل تشكيل عدة محافظ في بورصة الدار البيضاء في محاولة للوصول إلى إكتشاف المحفظة الكفوة.

الكلمات الدالة

المالية السلوكية، كفاءة أسواق المال، الرشادة (العقلانية)، التحكيم، التوقعات العقلانية، الانحرافات السلوكية، تشوهات المحفظة الكفوة، النظرية السلوكية للمحفظة، نموذج تسعير الأصول المالية، التحليل الفني.

Résumé

Ce travail vise à présenter un nouveau paradigme qui a connu un développement considérable depuis la décennie huitante jusqu'au point de remettre en cause l'hypothèse de rationalité des agents qui a servi de socle à la théorie financier moderne. Il s'agit du « finance comportementale ».

Cette nouvelle approche, fondée sur un binôme psychologie-finance, tente à étudier le comportement réel des individus (souvent irrationnel), et à expliqué les anomalies observées sur les places boursières.

L'émergences de ce courant de pensée peut engendrer des grandes implications sur la finance des marchés surtout sur la manière de construire le portefeuille, et

de choisir les titres financières qui le composent. Pour découvrir ces implications ce mémoire s'articulera autour de trois chapitres :

Nous réservons les deux premiers chapitres à la présentation de ce courant ainsi que ses apports sur le domaine de choix de portefeuille et l'analyse des titres financiers.

Le troisième chapitre sera consacré à l'application de l'approche classique et comportementale afin de construire plusieurs portefeuilles sur la bourse de Casablanca dans le but de déterminer le portefeuille efficient .

Mots clés

La finance comportementale (FC), l'efficience des marchés financiers, la rationalité, l'arbitrage, les anticipations rationnelles, les biais comportementaux, les anomalies, le portefeuille efficient, la théorie comportementale du portefeuille, le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) l'analyse technique.

Table des matières

3	الاهداء
	شكر و تقدير
	ملخص
	أ مقدمة عامة
	ت 2-فرضيات البحث
	ت 4.2
	ت 5.2
	ت 6.2
3	مبررات اختيار الموضوع
4	أهمية الدراسة
5	أهداف الدراسة
6	حدود الدراسة
7	المنهج و الأدوات المستخدمة في البحث
8	الدراسات السابقة في الموضوع
9	صعوبات البحث
10	خطة و هيكل الدراسة
24	الفصل الأول: النظرية المالية السلوكية
24	مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية
	توطئة 2
1	المبحث الأول : الأوراق المالية والبورصة
1	المطلب الأول: مدخل للأسواق المالية
	ثانيا: وظائف السوق المالي 6
7	ثالثا : مقومات السوق المالي
7	الفرع الثاني : تقسيمات السوق المال
	أولا : سوق النقد 7
	ثانيا : سوق رأس المال 8
9	الفرع الثالث: دور السوق المالي في الاقتصاد
9	المطلب الثاني : كفاءة الأسواق المالية
9	أولا : مفهوم كفاءة الأسواق المالية
10	ثانيا : فرضية كفاءة الأسواق المالية

10.....	ثالثا : مستويات كفاءة السوق المالي	
10.....	الصيغة الضعيفة	1.3
10.....	الصيغة الشبه القوية	2.3
10.....	الصيغة القوية	3.3
10.....	الطلب الثالث : بورصة الأوراق المالية	
11.....	الفرع الأول : مفهوم البورصة	
11.....	أولا: تعريف بورصة الأوراق المالية	
11.....	ثانيا : وظائف بورصة الأوراق المالية	
11.....	الفرع الثاني : عمليات البورصة	
	أولا : أوامر البورصة	11
	ثانيا : تسعيرة البورصة	12
12.....	ثالثا : عمليات البورصة العاجلة والأجلة	
12.....	الفرع الثالث: المؤشرات البورصية	
13.....	أولا : تعريف المؤشر البورصي	
13.....	ثانيا : الاستخدامات الأساسية للمؤشرات	
	ثالثا : كيفية بناء المؤشرات	13
14.....	رابعا : أهم المؤشرات البورصية	
14.....	خامسا : الأوراق المالية المتداولة في البورصة	
14.....	العقلانية (الرشادة)، La rationalité	1.5
18.....	التحكيم، l'arbitrage	2.5
19.....	تشكيل الأسعار داخل السوق	3.5
20.....	إثبات كفاءة سوق المال	4.5
23.....	النتائج المستخلصة من كفاءة أسواق المال	5.5
24.....	المطلب الرابع : التشكيك في نظرية كفاءة أسواق المال	
25.....	التذبذب المفرط في الأسعار وظهور الفقاعات السعرية (Volatilité excessive et bulles des pris)2
27.....	المبحث الثاني : المالية السلوكية	
27.....	التشوهات الملاحظة في أسواق المال، les anomalies1
28.....	أثر نهاية الأسبوع، L'effet week-end	1.2.
28.....	أثر نهاية السنة (أثر جانفي)، L'effet fin d'année/Effet janvier2.2
28.....	آثار الشهور والايام، L'effet jour / Effet mois	3.2.
29.....	أثر الحجم، L'effet taille/L'effet petite firme	4.2.
30.....	أثر الزخم، L'effet momentum	5.2.

30.....	أثر إدماج ورقة مالية في مؤشر الأسعار.....	6.2.
30.....	Les introduction en bourse, أثر دخول إلى البورصة،	7.2.
31.....	Les anomalies météorologiques, أثر التقلبات الجوية،	9.2.
31.....	المطلب الثاني: ظهور المالية السلوكية.....	
32.....	نبذة تاريخية	(1)
33.....	مفهوم المالية السلوكية، (La finance comportementale, Behavioral finanve)	(2)
35.....	عودة ظهور إشكالية السلوك في المالية	(3)
38.....	المطلب الثالث : الفرضيات الأساسية للنظرية للمالية السلوكية.....	
38.....	(1) الفرضية الأولى : عدم رشادة المستثمرين، L'irrationalité des investisseurs.....	
41.....	(2) الفرضية الثانية: محدودية التحكيم، L'arbitrage limité	
44.....	المطلب الرابع : أهم الانحرافات السلوكية الملاحظة، Les biais conportementaux	
45.....	1. الانحرافات المؤثرة على التوقع (التنبؤ) : Les biais de peévision	
45.....	1.1 الثقة المفرطة أو الزائدة، Overconfidence/ L'excès de confiance.....	
46.....	2.1 التفاؤل، Optimism /L'optimisme	
46.....	3.1 المعارف المبسطة أو المعممة، Simplification / Généralisations heuristiques / heuristics	
49.....	5.3.1 الانحرافات المؤثرة على التفضيل، Les préférences non standard	
49.....	6.3.1 عرض الموضوع أو المشكلة، Le Framing / Cadrage du sujet	
50.....	7.3.1 تجنب الخسارة، Loss aversion / L'aversion aux pertes	
51.....	8.3.1 أثر الالتزام، L'engagement	
	52 خلاصة واستنتاجات	
	Erreur ! Signet non défini. الفصل الثاني	
	Erreur ! Signet non défini. محفظة الأوراق المالية	
	Erreur ! Signet non défini. بين تحليل ماركوفيتز والمالية السلوكية.....	
79.....	المبحث الأول : بناء المحفظة وفق التحليل العائد - المخاطرة (تحليل ماركوفيتز)	
79.....	المطلب الأول : مفهوم محفظة الأوراق المالية	
81.....	1. خصائص محفظة الأوراق المالية	
81.....	المطلب الثاني : المرودية، La rentabilité	
82.....	1. المرودية المستقبلية (المتوقعة)، La rentabilité future, espérée	
86.....	3.1 معامل الحساسية bêta , Le degré de sensibilité (le coefficient bêta)	
89.....	4.1 التذبذب ، la volatilité du portefeuille	
90.....	المبحث الثاني : بناء محفظة الأوراق المالية وفق الاتجاه السلوكي	
91.....	المطلب الأول : التشوهات الملاحظة عند تطبيق التحليل " العائد -المخاطرة"	

91.....	La diversification insuffisante، التنوع غير الكافي،	.1
92.....	La comptabilité mentale، الحساب العقلي،	.2
92.....	Le choix de portefeuilles efficients، اختيار المحافظ الكفؤة،	.3
93.....	المطلب الثاني : النماذج السلوكية المقترحة	
94.....	أعمال " روي" (Roy,1952)	.1
94.....	نموذج " أرزاك – باوا" (ARZAC – BAWA,1977)	.2
95.....	نموذج " شيفرين "و" ستاتمن" (Shefrin & Statman,2000)	.3
97.....	BPT. النظرية السلوكية للمحفظة	
97.....	Safety First، السلامة أولاً،	.1
99.....	La comptabilité mentale، الحساب العقلي،	.3
100.....	MEDAF. المطلب الرابع : التشوهات الملاحظة عند تطبيق نموذج	
102.....	تعديل نموذج MEDAF في ظل النظرية التقليدية" النموذج ثلاثي العوامل"	.1
102.....	المبحث الثالث : الاتجاه السلوكي في تقييم وتحليل الأوراق المالية	
103.....	المطلب الأول : مداخل تقييم وتحليل الأوراق المالية	
105.....	التحليل الفني (L'analyse technique)	.2
106.....	ويعرفه " محمد صالح الحناوي "بكونه عملية تهدف إلى	v
106.....	مستعملي الرسوم البيانية (Chartiste ou Analystes Graphique)	.3
106.....	المحلل الفني الإحصائي (الكمي)(Le Staticien Technique, ou Quantitatif)	4.
107.....	السوق يأخذ كل شيء في الاعتبار.....	.5
108.....	يتبع السوق اتجاهات معينة يستغرق تغيرها فترة من الزمن:	6.
108.....	المطلبي الثاني : التحليل الفني كأداة للتقييم والتحليل في ظل النظرية السلوكية.....	
108.....	العلاقة بين التحليل الفني والمالية السلوكية	.1
111.....	نظرية" داو" (Théorie de Dow)	.2
111.....	المؤشرات تأخذ كل شيء في الاعتبار.....	3.
112.....	الاتجاه الثانوي (Mineure)	3.4
115.....	نظريات فنية أخرى	ث.
115.....	نظرية موجات إليوت (La théorie des vagues d'Elliott, 1938)	1.ث
116.....	تحليلات جان.....	2.ث
116.....	مبدأ الرأي المخالف.....	3.ث
117.....	المطلب الثالث : الجانب السلوكي في استعمال الأرقام في التحليل الفني.....	

120 خلاصة واستنتاجات:

- 1 - الدراسة الميدانية

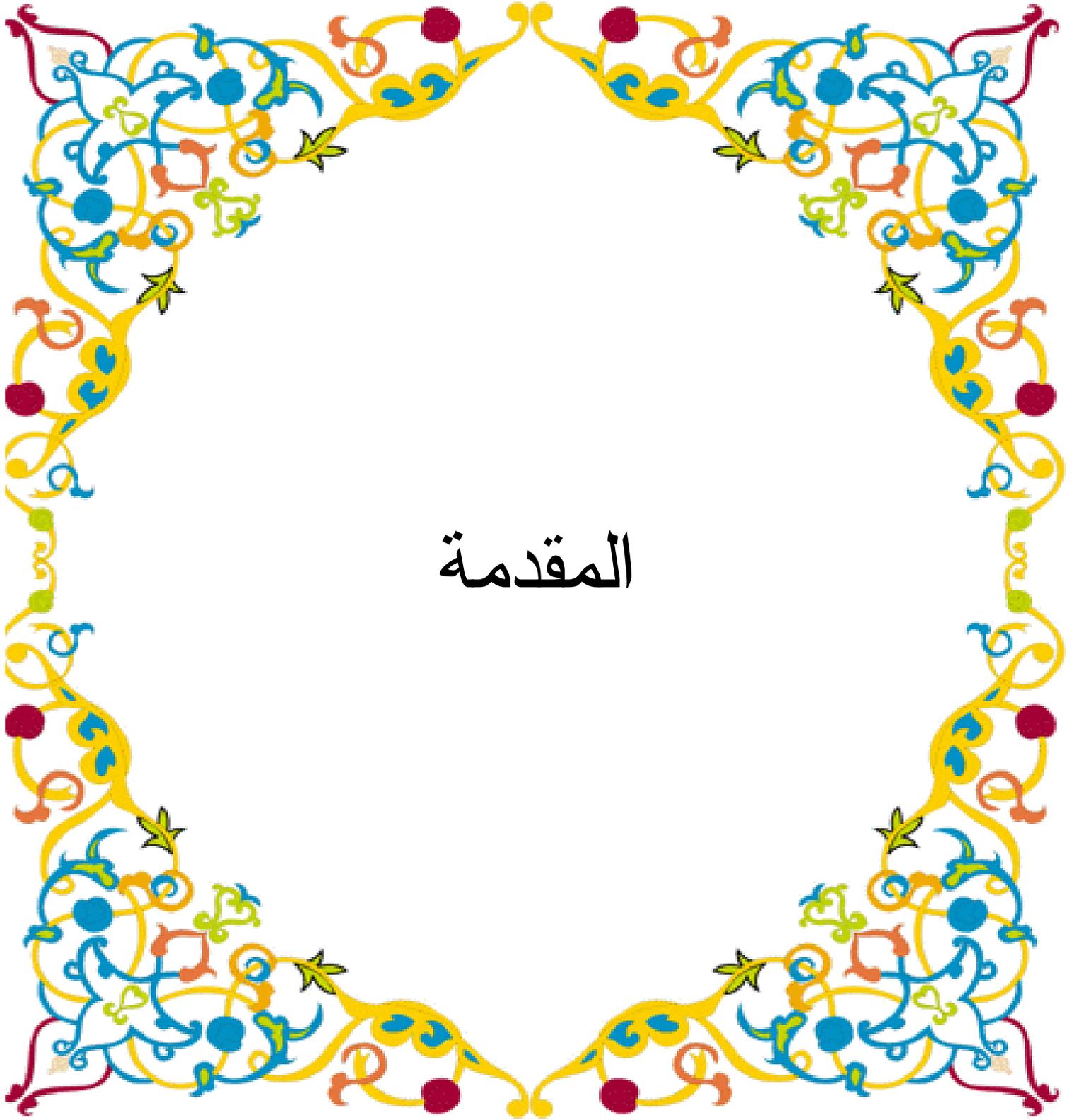
Erreur ! Signet non défini. قائمة المراجع

131 قائمة المراجع باللغة العربية

132 قائمة المراجع باللغة الأجنبية

136 الفهرس

المقدمة



مقدمة عامة

تعد المالية على غرار كل من علم التسيير و الاقتصاد علما إنسانيا، إذ و بالرغم من سعي الباحثين فيها إلى وضع نماذج رياضية تعكس حركة المتغيرات المتحركة في الظواهر المالية و معايير إحصائية تساعد المستثمرين على إتخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب يبقى الإنسان هو المحرك الأول لمعظم هذه الظواهر.

تأتي دراسة الأسواق المالية في صميم النظرية المالية، و سوق المال ليس إلا تجمعا معقدا من العلاقات الإنسانية يلعب فيه الأفراد الدور الأبرز من خلال بناء توقعاتهم "العقلانية" التي تتحكم في العرض و الطلب وصولا إلى سعر التوازن. و تفترض النظرية المالية بأن جميع هؤلاء الأفراد يتصرفون برشادة تتجلى من جهة في قدرتهم على بناء توقعات عقلانية، و في قدرتهم على تعظيم منفعتهم المتوقعة من جهة أخرى.

لقد سمح هذا الافتراض بظهور أهم نظرية في المالية ألا و هي نظرية "كفاءة الأسواق" التي هيمنت على البحوث الأكاديمية لأكثر من نصف قرن من الزمن، و شكلت مجالا خصبا للدراسة مما سمح بظهور عدة نماذج و نظريات جديدة ذات صلة بها على غرار كل من نموذج التسعير الأصول المالية MEDAF ل "شارب" عام 1964 نظرية الهيكل المالي ل "موديجلياني و ميلر" عام 1958، و نظرية المحفظة ل "هاري ماركوفيتز" عام 1952.

تتشارك جميع هذه النظريات في كونها تركز على المقاربة المعيارية التي تجيب على ما ينبغي أن يكون و تحاول تكييف الواقع بما يتماشى و فرضياتها الأمر الذي جعلها تظفي طابعا تجريديا و علميا محضا على النظرية المالية. هذا إلى جانب سعي الباحثين إلى الإرتقاء بالبحث في هذا المجال إلى أقصى درجات العلمية من خلال تصور الإنسان ككائن عقلاي يساهم في الحياة الاقتصادية و يسعى إلى تعظيم منفعته، أو ما إصطلح على تسميته ب "homo oeconomicus".

غير أن توالي الأزمات و الاختلالات التي شهدتها أسواق المال مؤخرا، إضافة إلى بعد هذه النظرية عن الواقع العملي أدى إلى ظهور جدل كبير في الأوساط الأكاديمية إنطلق من التشكيك في نظرية كفاءة الأسواق و ذلك على يد عدد من الباحثين الذين قاموا بإثبات وجود عدد من التشوهات في سوق المال، و على رأسهم نجد "شيلر، 1981، SHILLER"، "بانز، 1981، BANZ"، "دوبونت و تالر" (1985، Debondt &

(Thaler) "شليفير، 1986، Shleifer" إلى التشكيك في صحة ما حوته و ما ساهمت في ظهوره من نماذج ليطل التشكيك في نهاية المطاف فرضية رشادة الأفراد. إذ تشكل مع مرور الوقت إعتقاد لدى المحللين بأن القرار الاستثماري ليس قرارا عقلانيا رشيدا يقوم في أغلب الأحوال على تحليل العوامل الأساسية و هدفه تعظيم المنفعة، إنما ينطوي في حقيقة الأمر على جانب كبير من عدم الرشادة تتجلى في كثير من السلوكيات الشاذة التي لا تتماشى مع النموذج الموضوع في النظرية العامة.

و طفت بذلك على السطح تساؤلات كثيرة قادت إلى ظهور تيار بحثي جديد، يشكك في رشادة المتعاملين في السوق، و يدعو إلى إعادة التفكير في الكيفية التي يجب أن تتم وفقا لها نمذجة السلوك الحقيقي للأفراد، إضافة إلى البحث عن مدى تأثير و مساهمت هذه السلوكيات في خلق تشوهات التي تشهدها أسواق المال حاليا.

و لعل ما زاد من قوة هذا التيار إعتقاد أصحابه بعجز نظرية الكفاءة و ما تبعها من نظريات عن تقديم المزيد للبحث المالي، و هذا تماشى مع نظرية الفيلسوف "توماس سامويل كان" 1970، (Khun Thomas Samuel) الذي يرى بأن ظهور و تفاقم التشوهات داخل نموذج علمي يعكس مروره بمرحلة أزمة و ينبئ بقرب التحلي عنه و استبداله بنموذج جديد.

لقد توج هذا الجدل القائم بظهور ما أصبح يطلق عليه "المالية السلوكية"، و هي إتجاه جديد يسعى إلى تفسير حالات الشذوذ في نظرية الكفاءة، إضافة إلى التشوهات الملاحظة عند تطبيقها في أسواق المال و غيرها من المسائل العالقة من خلال المزاجية بين النظرية المالية و أبحاث علم النفس بغية الوصول إلى نمذجة واقعية للسلوك البشري.

1. طرح مشكلة البحث

من خلال هذا الجدل إستقينا الاشكالية الأساسية لبحثنا ألا و هي:

"مدى امكانية تحليل الاوراق المالية في ظل النظرية السلوكية؟"

تنولى عن هذه الإشكالية مجموعة إشكاليات فرعية أهمها:

1-1 هل يمكن للمالية السلوكية فعلا أن تحل محل نظرية كفاءة الاسواق ؟

1-2 هل يمكن لمعامل الثقة المفرطة ان يكون دافع لتحركات اسعار السوق ؟

1-3 مدى تأثير التمثيل المعلوماتي على قرارات المستثمرين؟

1-4 هل يمكن ان تؤثر معامل سلوك القطيع في قرار الاستثمار ؟

1-5 هل يمكن لنظرية الاحتمالات و كراهية الندم ان تكون عامل من عوامل التحليل السلوكي للورقة

المالية؟

1-6 هل يدخل عامل الحدس والبديهيات في تقييم الاوراق المالية؟

2-فرضيات البحث

بغرض الوصول إلى أجوبة عن كل من الإشكالية الرئيسية السابقة و ما تفرع عنها من إشكاليات جزئية قمنا بوضع فرضية أساسية هي:

"يمكن للنظرية السلوكية ان تقوم بتحليل الاوراق المالية "

كما سنضع مجموعة من الفرضيات الجزئية نحاول إختبارها من خلال هذه الدراسة هي:

1.2. يمكن المالية السلوكية ان تحل محل نظرية كفاءة الاسواق المالية لما شهدته من تشوهات.

2.2. يمكن لمعامل الثقة المفرطة ان يكون دافع لتحركات اسعار السوق.

3.2. يمكن ان يؤثر التمثيل المعلوماتي على قرارات المستثمرين .

4.2 يمكن ان تؤثر معامل سلوك القطيع في قرار الاستثمار.

5.2 يمكن لنظرية الاحتمالات و كراهية الندم ان تكون عامل من عوامل التحليل السلوكي للورقة المالية.

6.2 يمكن ان يدخل عامل الحدس والبديهيات في تقييم الاوراق المالية.

3. مبررات اختيار الموضوع

إن اختيارنا لهذا الموضوع كانت وراءه الدوافع التالي:

- 1.3 التناقض الملاحظ بين السلوك النموذجي (ما ينبغي أن يكون) للمتعاملين في أسواق المال و الذي جاءت به النظرية التقليدية، و بين السلوكيات العشوائية و غير العقلانية الملاحظة في الواقع (ما هو كائن)، هذه السلوكيات كانت السبب الكامن وراء تفاقم معظم الأزمات الراهنة خاصة من خلال سلوك التقليد و الارتكاز على الاشاعات عند اتخاذ القرار.
- 2.3 الرغبة في الاطلاع أكثر على هذا الموضوع، إذ أن الحديث عن استبدال نظرية الكفاءة بنظرية جديدة يثير فضول أي باحث للتعرف عليها و اكتشاف مدى صحة هذا الاعتقاد.
- 3.3 انعدام البحث في هذا الموضوع في مكتبتنا خاصة و المكتبات العربية عامة- في حدود علم الطلبة- على الرغم من تعاضم أهميته في الأوساط الأكاديمية و تزايد عدد الباحثين ففيه على المستوى الدولي.

4. أهمية الدراسة

تكمن أهمية هذه الدراسة في سعيها إلى إمطة اللثام عن موضوع جديد قل التطرق إليه في الدراسات الأكاديمية باللغة العربية ألا و هو موضوع "المالية السلوكية"، و ذلك بالحديث عن كيفية و أسباب ظهور هذا الاتجاه البحثي إضافة إلى أهم ركائزه و التفسيرات المقدمة من طرف أنصاره لأهم النقاط التي عجزت نظرية الكفاءة عن علاجها. و يتزامن هذا مع توالي الأزمات التي عصفت بالأسواق المالية في السنوات الأخيرة، مما يزيد من أهمية هذه الدراسة في هذا الوقت بالذات. ليس هذا فحسب، بل يضاف لهذه الدراسة تطرقها لنظرية جد مهمة ألا و هي نظرية المحفظة، مع الاجتهاد في مناقشتها في ظل كل من التفكير الكلاسيكي و التفكير السلوكي بشيء من التفصيل، دون أن نهمل التطرق إلى الأسلوب السلوكي المنتهج في تقييم و تحليل الأوراق المالية ثم محاولة تطبيق ما جاء به كل مدخل. و بالتالي فإن هذه الدراسة لم تكتف بالحديث عن ظهور المالية السلوكية بل تناولت تبعات هذا الاتجاه على كل من نظرية المحفظة و تقييم و تحليل الأوراق المالية.

5. أهداف الدراسة

إن من بين ما تسعى هذه الدراسة إلى الوصول إليه، بالإضافة عن الإشكاليات المطروحة آنفا ما يلي:

- 1.5 فتح المجال للبحث أكثر في هذا الموضوع و ما اتصل به من جوانب أخرى.
- 2.5 نقل الجدل المثار في الأوساط الأكاديمية الأجنبية إلى دراستنا العربية حتى يتسنى لباحثينا بدورهم الإسهام فيه، فما يحدث مع المالية السلوكية شبيه إلى حد ما بما يحدث عند ظهور أزمة الرهون العقارية عندما ارتفعت الأصوات المنادية بالعودة إلى الاهتمام بالجانب الأخلاقي في النظرية الاقتصادية، و بالنظر إلى ما في حوزة باحثينا من أفكار مستمدة من الاقتصاد الإسلامي، نرجح بأنه سيكون في وسعهم مستقبلا إثراء النقاش في هذا الموضوع بأكثر من طريقة.
- 3.5 إبراز أهمية الجانب السلوكي في تفسير قرارات الأعوان الاقتصاديين عموما، و المتعاملين في أسواق المال بشكل خاص، مما قد يفتح بمجال جديدا لدراسة بورصة الجزائر و السعي إلى إنعاشها في ظل هذه المعطيات.

6. حدود الدراسة

يسعى هذا البحث إلى التعريف بالمالية السلوكية كنموذج جديد في وسعه أن يشكل بديلا لنظرية الكفاءة الأسواق مما سيغير كثيرا من معالم النظرية المالية، إلا أن هذه الدراسة و بعد التعريف بهذا الاتجاه حاولت التركيز على جانب واحد فقط من النظرية المالية هو ميدان بناء المحفظة و طرق تقييم و تحليل الأوراق المالية التي ستشكلها مروراً بنموذج تقييم الأصول المالية كونه يشكل أهم نموذج يوضح العلاقة الكمية بين المردودية المتوقعة للورقة المالية و خطرهما، و بالتالي لن نتطرق هذه الدراسة إلى تبعات هذا الاتجاه على مالية المؤسسة و ما ارتبط بها من نظريات، و عليه يمكن إبراز حدود هذه الدراسة فيما يلي:

- 1.6 التعريف بالمالية السلوكية مقابل نظرية الكفاءة، و بهذا سيكون التركيز الأكبر منصبا على هذا الاتجاه الجديد و على مقابلة بعض جوانبه مع النظرية التقليدية، إذن فلن نتعمق في توضيح معالم النظرية التقليدية إلا في حدود ما يساعدنا على إبراز مواطن الاختلاف بينها و بين المالية السلوكية.
- 2.6 إسهامات المالية السلوكية في ميدان بناء المحفظة و في العمل على إيجاد نموذج بديل لنموذج MEDAF.
- 3.6 إبراز الجانب السلوكي في التحليل الفني لاكتشاف مدى ملاءمته و انسجامه مع فلسفة المالية السلوكية و لذا فلن نتعمق في عرض منهجيته و الطرق التي يتبعها مستخدموه. كما لن نتطرق إلى أهم أشكاله البيانية و

أدواته التحليلية، و في المقابل لن نفصل في الحديث عن التحليل الأساسي إلا في حدود ما يساعدنا على إبراز الفروق الجوهرية بينه و بين التحليل الفني.

7. المنهج و الأدوات المستخدمة في البحث

يطغى على هذا البحث المزج بين المنهج الوصفي و المنهج المقارن، و ذلك بالتطرق أولا إلى ما جاءت به النظرية المالية التقليدية سواء فيما تعلق بنظرية كفاءة الأسواق أو التحليل العائد/المخاطرة أو التحليل الأساسي ثم التطرق إلى الاتجاه البديل ممثلا في المالية السلوكية و النظرية السلوكية للمحفظة و أسلوب التحليل الفني، مع عقد مقارنات مستمرة بين الاتجاهين.

أما في الدراسة التطبيقية فقد اعتمدنا على البرنامج الاحصائي للعلوم الاجتماعية spss v20 لأجل تقديم النتائج المحصل عليها للاستبيان الموزع.

8. الدراسات السابقة في الموضوع

إن أهم ما يطبع هذا الموضوع هو قلة البحوث فيه، فالرسائل و الأطروحات التي تناولته تكاد تكون معدومة، إذ و باعتباره لا يزال مثار للجدل، نجد أن التطرق إليه غالبا ما يتم في المقالات سواء باللغة الفرنسية أو الإنجليزية. و لذا، لم نجد أي رسالة تناولته باللغة العربية. صحيح أن بعض جوانبه سبق و أن تمت معالجتها و طرحها من طرف الباحثين، خاصة منها موضوع كفاءة سوق المال و التحليل الفني في مقابل التحليل الأساسي إذ على رأس من كتب و ناقش هذه الجوانب نجد:

1.8 هواري سويسي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، البحث هو عبارة عن أطروحة دكتوراه قدمت لكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2007، تمثلت إشكاليته في اكتشاف مدى أهمية تقييم المؤسسات و فعاليته كأداة لترشيد قرارات الأطراف المعنية بالمؤسسة كل حسب مركزه، و بالرغم من أن هذه الإشكالية تبدو بعيدة نوعا ما عن موضوع دراستنا، إلا أن الباحث قد تطرق في بعض جوانب بحثه إلى الحديث عن كفاءة بورصة القيم و عن مداخل تقييم و تحليل الأوراق المالية و قد تناول موضوع الكفاءة بشيء من التفصيل غير أن طرحه لهذا الموضوع كان بغرض التعريف به لا التشكيك فيه و محاولة استبداله، كما قام أيضا بالتطرق بإيجاز إلى أسلوب التحليل

الفني و ذلك في مقارنة عقدها بينه و بين التحليل الأساسي، غير أن تركيزه الأكبر كان على التحليل الأساسي و أدواته الذي يرتبط أكثر بنظرية الاستثمار و بموضوع رسالته. أما الرسائل التي تناولت موضوع دراستنا فلم نجد باللغة العربية غير أن هذا لا يمنعنا من الإشارة إلى رسالتين مقدمتين من باحثين عربيين على الرغم من كونهما محررتين باللغة الفرنسية هما:

2.8 ذكرى عزوزي، (Essai en finance comportementale, les biais psychologiques et leur implication sur les prix ; enjeux conceptuels et portées pratiques, cas du marché financiers tunisien)، هذا البحث هو عبارة عن رسالة ماستر مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية و التسيير بجامعة المنار بتونس سنة 2006، تمحورت إشكاليته حول البحث عن مدى تأثير الانحرافات السلوكية على تشكيل الأسعار في سوق المال، و قد نجحت الباحثة في طرح الجدل القائم بين كل من أنصار المالية السلوكية و أنصار نظرية الكفاءة بما في ذلك التعرض إلى أهم الانحرافات السلوكية و محاولة تتبع و اكتشاف هذه الانحرافات في سوق المال التونسي، و قد ذهبت إلى أبعد من ذلك من خلال قيامها بعرض بعض النماذج الرياضية السلوكية و هذا و انفردت به هذه الدراسة عن سواها، غير أن الباحثة اكتفت بهذا الطرح و لم تتناول امتداد هذا النقاش إلى نظرية المحفظة و إلى طرق تقييم و تحليل الأوراق المالية.

3.8 معز صدغياني، (Essai en finance comportementale, Phénomène de sur-réaction et de bulles spéculatives : une investigation empirique sur le marché boursier tunisien)، البحث هو عبارة عن رسالة لنيل شهادة الدراسات العليا في المالية مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية و التسيير بجامعة المنار بتونس سنة 2004، لقد عالج الباحث إشكالية مفادها إختبار مدى تأثير المبالغة في تقدير الأحداث على تشكل الفقاعات السعرية في سوق المال التونسي، و انتهج لمناقشتها خطة جد منظمة تطرق من خلالها لكل من نظرية الكفاءة و المالية السلوكية خاصة أهم التشوهات الملاحظة في أسواق المال و أهم الانحرافات السلوكية خاصة منها ظاهرة المبالغة في تقدير الأحداث الناجمة عن جهل المتعاملين و سوء تقديرهم و هذا ما قام باختياره في سوق المال التونسي لأجل اكتشاف مدى مساهمة هذه الظاهرة في ظهور الفقاعات السعرية. و قد قدم دراسة شاملة و ثرية باللغة الفرنسية، و تماما مثل الدراسة السابقة لم يتطرق الباحث للنظرية السلوكية للمحفظة و ركز بحثه على المقارنة بين نظرية الكفاءة و النظرية السلوكية مع الإشارة إلى إسهامات و حدود كل منهما.

أما فيما يخص المقالات التي ناقشت هذا الموضوع، فنشير إلى أن المجلة الفرنسية للتسيير (Revue française de gestion) قد خصصت عام 2005 ملفا كاملا للبحث السلوكي، تضمن مجموعة مقالات أهمها:

- 1.8 مقال "ميشال ألبوي" (Michel Albouy)، (Peut-on croire à l'efficience de (marché financiers ?)، حاول الباحث من خلال هذا المقال التعريف بالاتجاه السلوكي بعد الانطلاق أولا من التذكير بنظرية كفاءة الأسواق المالية و أسسها و ما تمخض عنها من نتائج، ثم الحديث عن التشوهات التي ثبتت ملاحظتها في سوق المال، و من ثم الحديث عن التيار السلوكي و أهم ما قدمه من إسهامات لتفسير هذه التشوهات. و نظرا لحجم المقال، كان الطرح موجزا، إذ وقف الباحث على أهم النقاط دون الخوض في التفاصيل و ذلك سعيا منه للمرور على جميع عناصر الموضوع.
- 2.8 مقال "فلوران أفتاليون" (Florin Aftalion)، (le MEDAF et la finance comportementale)، هدف الباحث أساسا من خلال هذا المقال إلى إبراز تبعات التيار السلوكي و ما ثبتت ملاحظته من تشوهات على نموذج تقييم الأصول المالية MEDAF، بالفعل استطاع تغطية أهم عناصر الموضوع، و لكن دائما و بسبب حجم المقال كان الطرح موجزا بعض الشيء يكتفي بالإشارة إلى أهم النقاط دون التفصيل و الشرح، كما لم يتناول المقال أية دراسة تطبيقية أو ميدانية لاختبار ما ورد في الدراسة النظرية.
- إضافة إلى المقالات التي تناولت هذا الموضوع، نجد:

- 1.8 مقال "ماري هيلين برواهان، ماكسيم مرلي، باتريك روجر" (Marie-Hélène Broihane, Maxime Merli, Patrick Roger, Théorie comportementale de portefeuille intérêt et limites (Revue économique) عام 2006. حاول الباحثون من خلاله التعريف بالنماذج المقترحة لبناء محفظة سلوكية تحل مكان المحفظة المشككة وفق التحليل "العائد-المخاطرة" في محاولة لإبراز أهم ما توصلت إليه النظرية السلوكية في هذا المجال. و قد كان الطرح موجزا و مجملا، تضمن الإشارة إلى النماذج الرياضية بشكل نظري فقط تطغى عليه البراهين الرياضية دون الاستعانة بدراسة تطبيقية تحاول إظهار كيفية بناء المحفظة السلوكية في الواقع.
- 2.8 مقال "هيلين، ر. لومونتاني" (Hélène Rainelli-La Montagner)، (Des marchés et des hommes)، حاولت الباحثة في هذا المقال البحث عن التبعات المحتملة لظهور التيار السلوكي على

النظرية المالية ككل، و لهذا قامت بتتبع التطور التاريخي للفكر المالي وصولا إلى إثبات عدم رشادة الأفراد و بالتالي التأكيد على الأهمية المتزايدة للمالية السلوكية. و قد تمت صياغة المقال بأسلوب بسيط يسهل حتى على القارئ غير المتخصص فهمه، خاصة من خلال استعانتها بأمثلة توضيحية مبسطة لإبراز عدم عقلانية الأفراد، إضافة إلى نقلها للجدل القائم في الأوساط الأكاديمية من خلال إبراز الآراء المتضادة المتعلقة بكل جانب على حدى.

9. صعوبات البحث

لقد لقينا عند إعداد هذا البحث مجموعة من الصعوبات دفعت بنا في بعض الأحيان إلى عدم التطرق إلى بعض العناصر أو الإيجاز في مناقشتها، يفترض القيام بما عند تناول موضوع لا يزال مثارا للجدل، و نحاول الإشارة إلى بعض هذه الصعوبات من خلال النقاط التالية:

1.9 شبه انعدام المراجع التي تتناول هذا الموضوع باللغة العربية، حيث لا نجد في هذه المراجع (إن وجدنا)

أكثر من مجرد إشارات بسيطة لمفهوم المالية لسلوكية و بعض الانحرافات التي يتم طرحها بشكل مكرر كسلوك القطيع مما فرض علينا ترجمة جميع ما نجده حول هذا الموضوع.

2.9 نجم عن النقطة السابقة تحد آخر يتمثل في صعوبة ترجمة المصطلحات التي تعتبر في مجملها مفردات

جديدة في المعجم المالي، و قد لاحظنا أن هذا الإشكال لا يقتصر على اللغة العربية فقط إذ يواجه الباحثون الفرنسيون التحدي ذاته على اعتبار أن جميع ما قدم في هذا الموضوع كان باللغة الإنجليزية، مما أدى إلى عدم وجود اتفاق حول المصطلحات فبعضها تم اقتراضه مباشرة من اللغة الإنجليزية في حين تم الاجتهاد لإيجاد مقابلات لمصطلحات أخرى. و قد اجتهدنا إلى حد ما للقيام بالأمر ذاته، كما أننا خصصنا معجما (un glossaire) يتضمن معظم ما حواه البحث من مصطلحات و مقابلاتها باللغات الثلاث أو باللغة العربية و الفرنسية على الأقل.

3.9 قلة المراجع التي تتناول هذا الموضوع بجميع حيثياته في اللغة الفرنسية و الإنجليزية، فجميع ما توفر لنا

كان مقالات موجزة تكنفي بالتطرق إلى جزء من الموضوع: فمنها من ناقش المالية السلوكية كبديل لنظرية الكفاءة و منها من ناقش ما توصل إليه البحث السلوكي في نظرية المحفظة دون مقابلته بتحليل "ماركوفيتز"... إلخ.

4.9 باعتبار أن الموضوع لا يزال في بدايته، لم يتم التوصل إلى نتائج حاسمة في معظم جوانبه خاصة منها نظرية المحفظة و نموذج تسعير الأصول المالية MEDAF و هذا فرض علينا الإيجاز في مناقشة كل منهما و تركيز هدفنا على محاولة التعريف بما وصل إليه البحث في هذا الصدد.

10. خطة و هيكل الدراسة

لأجل مناقشة جميع جوانب الموضوع التي تمت الإشارة إليها سابقا، قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول فصلين نظريين و آخر تطبيقي.

قمنا بتخصيص الفصل الأول و الذي يحمل عنوان "النظرية المالية السلوكية في مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية" لمناقشة كل من نظرية كفاءة الأسواق المالية و النظرية السلوكية، و لهذا الغرض تضمن مبحثين فقط مبحث خاص بكل نظرية.

في حين أن الفصل الثاني المعنون بـ "محفظة الأوراق المالية بين تحليل ماركوفيتز و المالية السلوكية" فقد تضمن نقل النقاش المطروح في الفصل الأول إلى ميدان بناء المحفظة، و لذا كان لابد من التطرق إلى كل ما يتعلق بمحفظة الأوراق المالية في النظرية التقليدية و هذا ما شكل موضوع المبحث الأول، ثم الانتقال إلى الحديث عن الاتجاه السلوكي في بناء المحفظة في المبحث الثاني، و أخيرا خصصنا المبحث الثالث للتطرق إلى الاتجاه السلوكي لتقييم و تحليل أوراق المالية أما الفصل الأخير أو الدراسة الاختبارية فقد تضمن مبحثين أحدهما كان مخصصا للتعريف بسوق الدار البيضاء للقيم المنقولة تمهيدا لإجراء دراستنا الاختبارية فيه و التي شكلت موضوع المبحث الثاني و في الأخير حاولنا من خلال الخاتمة عرض ما توصلت إليه هذا الدراسة من نتائج مع طرح تساؤلات جديدة قد تشكل مواضيع لدراسات لاحقة في هذا الموضوع.



الفصل الأول: النظرية المالية السلوكية
مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية

توطئة

لقد شكلت فرضية رشادة الأفراد التي قدمها كل من "فون نيومان" و "مورغنسترن" عام 1944 محور الجدل القائم مؤخرا في الأوساط الأكاديمية بين أنصار النظرية التي أصبحت تعد اليوم "تقليدية" بعد أن كانت أساس بناء النظرية المالية الحديثة، ألا و هي "نظرية كفاءة الأسواق"، و بين أنصار هذا الإتجاه البحثي الجديد الذي أخذ في الظهور حديثا و زاد قوة بعد حصول "دانيال كانمان" أحد مؤسسيه، على جائزة نوبل للإقتصاد في عام 2002 ألا و هو "المالية السلوكية".

يعد عالم الرياضيات الفرنسي "لويس باشوليني" واضع الأسس الأولى لنظرية الكفاءة، لذا فقد اعتمدت هذه النظرية منذ تشكلها على الرياضيات، مما جعلها توصف بكونها نموذجا علميا كما جعل البحث فيها خصبا ومكثفا من احتضان عدة أعمال هدفها نمذجت السلوك الاقتصادي ومساعدة الأفراد على اتخاذ القرار، على غرار نموذج "تسعير الأصول المالية، MEDAF" لشارب عام 1964، أعمال ماركوفيتز في بناء المحفظة عام 1952، أعمال موديجلياني وميلر حول الهيكل المالي عام 1958.

غير أن الإغراق في العلمية جعلها تبتعد عن الواقع، وتقف عاجزة عن تفسير بعض التشوهات الملاحظة في أسواق المال، وكثير من الاختلالات التي كان وراءها سلوك بشري غير مطابق للنموذج النظري، فالإنسان في الواقع لا يتصرف كما تلميه عليه النظرية، كما لا يفكر برشادة وعقلانية تامة وإنما يكون سلوكه في معظم الحالات و ليد اللحظة خاصة عند التعامل في سوق المال.

لقد أثبت عالما النفس "كانمان و تفرسكي" عام 1981 من خلال جملة إختبارات أن تفكير الإنسان تشوبه أخطاء إدراكية تتحكم في بناء توقعاته كالإفراط في الثقة و التفاؤل و اللجوء إلى تبسيط عملية اتخاذ القرار، كما تؤثر على تفضيلاته التي قد تتغير كليا بمجرد إعادة صياغة المشكل المطروح. و كنتيجة للمزاوجة بين النظرية المالية و نظريات علم النفس ظهرت "المالية السلوكية" التي أصبح يطلق عليها النموذج البراغماتي أو الإيجابي كونها تنطلق من ملاحظة الواقع ثم تقوم بالبناء النظري، فهي تعترف للإنسان بعدم رشادته و للأسواق بعدم كفاءتها.

سنتبع في هذا الفصل منهجا مقارنا بغية إبراز الإطار النظري لظهور المالية السلوكية و لهذا الغرض قمنا بتقسيمه إلى مبحثين، نحاول التطرق في المبحث الأول لنظرية كفاءة الأسواق المالية، يليه الحديث عن المالية السلوكية في المبحث الثاني.

المبحث الأول : الأوراق المالية والبورصة

سننظر في المطلب الأول إلى مدخل للأسواق المالية بدءاً بماهيتها، بالإضافة إلى تقسيماتها وأهميتها الاقتصادية وكفاءتها، أما المطلب الثاني فخصصناه لبورصة الأوراق المالية ووصولاً إلى عمليات البورصة والمؤشرات البورصية ، وأخيراً تناولنا في المطلب الثالث أنواع الأوراق المالية المتداولة في البورصة من سندات وأسهم وأوراق مالية مهجنة ، ومزايا وعيوب الاستثمار فيها.

المطلب الأول: مدخل للأسواق المالية

تشابه الأسواق المالية مع كل من أسواق المنتجات وأسواق عوامل الإنتاج كونها مكان التقاء تبادلي العرض والطلب لتحديد مستوى التوازن ، غير أن أهم ما يميزها هو ارتباطها برؤوس الأموال¹.

يأخذ السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق عموماً، رغم حداثة مقارنة بسوق السلع المادية، ولكل ما سبق آنفاً كان لزاماً الإشارة إلى بنية الأسواق في الاقتصاد المعاصر قبل التطرق للأسواق المالية، والمتمثلة في أسواق عوامل الإنتاج وأسواق المنتجات والأسواق المالية، أو أسواق الاستثمار الحقيقي وأسواق الاستثمار المالي أي ما يطلق عليه مصطلح الأسواق المالية².

الفرع الأول : ماهية السوق المالي

ونستعرض هنا مفهوم السوق المالي مميزاته والوظائف التي يقوم بها ومقوماته والعوامل المؤثرة فيه.

1- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، ص19.

2- زياد رمضان ، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، ط 3 ، دار وائل للنشر ، عمان ، 2005، ص 119.

أولاً: مفهوم السوق المالي

يعرف السوق المالي بأنه : "إطار يجمع بين الوحدات الراغبة في استثمار مدخراتها والوحدات المحتاجة للأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات مختصة بشرط توافر قنوات اتصال فعالة"³.

من التعريف السابق نستخلص عناصر السوق المالي وهي وجود موقع الالتقاء والأطراف المتلتقية ووجود وحدات العجز المالي ووحدات الفائض المالي، ونشير إلى عدم إمكانية وجود سوق مالي دون مؤسسات وساطة مالية لصعوبة الالتقاء مكانا وزمانا، وفيما يلي إيراد لبعض تعاريف السوق المالي :

" السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه ولكن بشرط توافر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه"⁴.

" تلك الأماكن التي يتم فيها تداول أدوات الاستثمار المالي أسهمها كانت أو سندات أو غير ذلك من الأدوات بطريقة منظمة ومدروسة لتتم عملية البيع والشراء معتمدة في ذلك على قوانين واللوائح والتعليمات التي تتضمن سير العملية بنجاح تحقيقا للعائد المتوقع وتخفيفا لدرجة المخاطرة المحتملة من خلال توجيه المدخرات الوجهة الاستثمارية الصحيحة في الأسواق المنظمة ضمنا لمصلحة الأطراف المتعاملة في السوق"⁵.

" السوق المالية هي وسيلة ينتفي فيها شرط المكان، يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية

³ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة، دار المسيرة للتوزيع والطباعة، عمان، ص 110.

⁴ - محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العلمية، ط5، دار وائل للنشر، عمان، 2009، ص ص 164-165.

⁵ - أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، ط 2، دار مناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 36.

والنقدية أو بالصرف الأجنبي بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة الحقيقية والمالية والنقدية لفترات متباينة طويلة وقصيرة اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات وإلى حد ما عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محليا أو دوليا⁶.

وبمفهوم بسيط : " الجهاز أو المجال الذي يتم من خلاله الاتصال بين الوحدات ذات الفائض وبين الوحدات ذات العجز"⁷.

وتأخذ عملية التمويل في الأسواق المالية الأشكال التالية :

- التمويل المباشر : حيث يجري التعامل هنا مباشرة ما بين المقرضين والمقترضين بتبادل الأصول المالية والأموال.

- التمويل شبه المباشر : وهو نتاج ظهور وحدات ممارسة لدور سمسارة للأصول المالية ، تربط بين وحدات العجز ووحدات الفائض.

- التمويل غير المباشر : وبرز نتيجة لتنامي دور الوسطاء الماليين، والتي تقوم بإصدار أصول مالية تتميز بدرجة سيولة مرتفعة وتداول سريع.

ثانيا: وظائف السوق المالي

يؤدي السوق المالي وظائف عدة أهمها :

ü تكوين رؤوس الموال.

ü توسيع مجال الاختيار لدى المدخرين.

ü المساهمة في رسم السياستين النقدية والمالية للدولة.

ü تحديد أسعار الأوراق المالية.⁸

⁶ - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط 1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 58.

⁷ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ح 1، ط 1، كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، السعودية، 2005، ص 35.

⁸ - ياسر بن إبراهيم بن محمد الحري، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية - دراسة فقهية، م.ماجستير، كلية الشريعة، السعودية، 2008، ص 48-51.

٩ تنظيم ومراقبة عملية إصدار الأسهم والسندات.

ثالثاً : مقومات السوق المالي

يقوم السوق المالي على مقومات أساسية تتمثل في توفير المناخ المناسب للاستثمار وتنوع الأدوات الاستثمارية إلى جانب تعدد المؤسسات المالية لخلق فرص متعددة للاستثمار، وأخرى مدعمة وهي وجود تشريعات جيدة لحماية المستثمرين وتوفير نظم اتصال فعالة.

ونشير لتأثير السوق المالي بصورة كبيرة بمستوى النمو الاقتصادي، وكل من أسعار الفائدة وأسعار النفط¹ وتميزه بتفويض الباعة والمشتريين للوسطاء الماليين كنواب عنهم، وقيام الباعة ببيع أموالهم اليوم مقابل ضمانات القبض مستقبلاً².

الفرع الثاني : تقسيمات السوق المال

نستطيع تقسيم السوق المالي إلى سوق النقد وسوق رأس المال.

أولاً : سوق النقد

حيث لا تتعدى السنة الواحدة من حيث المصدر والاستخدام، كما لا تتحدد بهيكل تنظيمي موحد وتتميز بسيولة عالية وأمان مرتفع وتنقسم إلى :

- سوق الخصوم والتي يتم فيها خصم الأوراق التجارية العادية وأذونات الخزنة.
- سوق القرض قصيرة الأجل وحدودها سنة كاملة³.

⁹ - حسين بن هاني، الأسواق المالية، - طبيعتها، تنظيمها، أدائها المشتقة، ط1، بدون دار نشر ولا بلد نشر، 2002، ص 11. عبد الرؤوف ربابعة، سامي خطاب، التحليل المالي والتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق.

¹ - المالية، الامارات العربية المتحدة، 2006.

² - سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة - حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أ.دكتوراه، العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004، ص 13.

³ - حسين القاضي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير المعلومات المحاسبية في سورية، أ.دكتوراه، كلية الاقتصاد، جامعة سوريا، 2000، ص 08.

تكتسي هذه السوق دورا هاما في الاقتصاد الوطني من خلال رسم السياسة النقدية للدولة، كما تتداول فيها مجموعة من الأوراق المالية والتي تعتبر دين، المشتركة جميعها في مخاطرة الأقل وأجل الاستحقاق القصير والمتمثلة في : حوالات الخزينة وشهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية قصيرة الأجل والقبولات المصرفية وقرض فائض الاحتياطي الإلزامي.

ثانيا : سوق رأس المال

وهي سوق الأموال طويلة الأجل المتسمة بالمخاطرة مما يحتم ارتفاع العائد والمتميزة بالتنظيم وكبر حجم الصفقات.

وتنقسم بدورها إلى قسمين رئيسيين هما :

- الأسواق الحاضرة أو الفورية ويتم التعامل بها بصورة فورية، من سوق أولية يكون فيها بائع الورقة المالية مصدرها مع اتصاف عملية الإصدار بعدم التكرار، وسوق ثانوية يتم فيها تداول الأسهم والسندات المصدره سابقا والتي تنقسم بدورها إلى أسواق الأوراق المالية المنظمة والسوق الموازية والسوق الثالثة والسوق الرابعة¹⁰.

- أسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية لا يتم التعامل فيها بالحال وتعرف بأسواق المشتقات المالية لقيامها على مبدأ اشتقاق قيمتها من قيمة الأصول المالية وتنقسم إلى عقود الخيارات من خيار شراء وخيار بيع والتي تنفذ بالطريقة الأوربية أو الطريقة الأمريكية أو طريقة برمودا، والحقوق المتداولة التي تعطي لصاحبها إمكانية شراء أسهم عادية معينة عند سعر محدد في وقت ما والعقود المستقبلية التي تتعلق بشراء أو بيع كمية معينة من سلعة ما يكون الآجل فيها السلعة والعاجل السعر، والعقود الآجلة والمقايضات.

وتتماز المشتقات المالية بالتعقيد وعدم وضوح القواعد المحاسبية وبأن عملياتها تكون خارج الميزانية¹¹.

¹⁰ - مونير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة المستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1994، ص44.

رحم محمد خميس، المنتجات المالية المشتقة، أدوات المستحقة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والدولية والحكومة.

¹¹ - العالمية، جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009

الفرع الثالث: دور السوق المالي في الاقتصاد

تكمن أهمية السوق المالي في توفيره لمصادر تمويل للمستثمرين وتنمية الادخار وتوجيهه، وربط النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، ومن خلال تمويل الاقتصاد الوطني وتطوير الهياكل الإنتاجية وتدنيه المخاطر¹².
ونلمح إلى أهم المؤشرات التي تقيس أهمية السوق المالي مثل الرسملة السوقية وحجم السوق المالي، وعدد شركات مدرجة وسيولة ومعدل دوران ودرجة تركيز السوق¹³.

المطلب الثاني : كفاءة الأسواق المالية

ونتناول هنا مفهوم كفاءة الأسواق المالية وفرضياتها ومستوياتها.

أولاً : مفهوم كفاءة الأسواق المالية

نعني بالكفاءة استجابة أسعار الأسهم في السوق المالي لكل معلومة جديدة، وينظر لمفهوم الكفاءة من الأوجه التالية :

ü وجهة نظر التخصيص : إذا كانت أسعار الأصول تتطور بصورة تساوي معدل المردودية المرجح بمعدل الخطر بين الاستثمار والادخار.

ü وجهة نظر العملي : إذا كانت تكاليف الصفقات منخفضة إلى حد أقصى.

ü وجهة نظر الإعلامي : إذا كانت تكاليف الأصول المتبادلة في السوق تعكس جميع المعلومات المتوفرة في الوقت الراهن¹⁴.

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات المالي¹⁵، من خلال عملية عكس الأسعار السائدة لجميع المعلومات المتاحة وتوفر المعلومات بطريقة غير متحيزة.

¹² - Marie Henry Gérard, Les marchés financiers , Armend Colin, Paris, 1999 , PP 13-15.

¹³ - حسان حضر، تحليل الأسواق المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد السابع والعشرون، مارس 2004، ص8.

¹⁴ - Betalas Abdelkader. Marché des capitaux et La structure par échéance des taux d'intérêt . édition légende, Alger, 2008 , P 87.

¹⁵ - مفتاح صالح، معارف فريدة، دراسة لواقع المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2010/2009، 182.

ثانيا : فرضية كفاءة الأسواق المالية

نظر عدم فهم جميع المستثمرين للمعلومات التي يوفرها السوق المالي فإن الأرباح الغير العادية تعتبر مكافئة، واستنادا لنظرية الوكالة التي تنص على أن الربح يظهر في البيانات المالية وفق مصلحة الإدارة، مما لا يعكس القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم، فإن فرضية كفاءة السوق المالي تقوم على توفر شروط لتعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة وعدم حصول أي تغيير في الأسعار إلا بتوفر معلومات مبررة¹⁶.

ثالثا : مستويات كفاءة السوق المالي

وتصنف إلى ثلاث مستويات وهي :

1.3 الصيغة الضعيفة

ولاتي تقضي بأن المعلومات التي تعكسها الأسعار السوقية للأسهم متعلقة بالتحركات السابقة، فهي غير مجدية للتنبؤ المستقبلي بالأسعار لتحقيق أرباح غير عادية.

2.3 الصيغة الشبه القوية

حيث تكون المعلومات المهمة متاحة للجميع في وقت واحد بدون تكلفة، ولهذا فليس بإمكان أي بائع تحقيق أرباح غير عادية.

3.3 الصيغة القوية

إذ تعكس الأسعار الحالية كل المعلومات العامة والخاصة بصفة كاملة¹⁷.

الطلب الثالث : بورصة الأوراق المالية

وتتناول في هذا المطلب أنواع البورصات ومفهوم بورصة الأوراق المالية ونتطرق لعمليات البورصة والمؤشرات البورصية.

¹⁶ - محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العلمية، مرجع يبق ذكره، ص 168 – 169.

¹⁷ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، البورصة، ط 1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 34.

الفرع الأول : مفهوم البورصة

يمكننا التمييز بين بورصة السلع أو العقود وبورصة الذهب والعمللة الصعبة وبورصة الأوراق المالية¹⁸ وهي سوق منظمة تتحدد فيها الأسعار وفقا لقانون العرض والطلب¹⁹.

أولا: تعريف بورصة الأوراق المالية

هي مكان يلتقي فيه دوريا أعوان مختصون معتمدون حيث يقومون بإبرام صفقات البيع والشراء لقيم متداولة أو أشياء غير موجودة تحت نظر الأطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها تعرف بتسعيرة البورصة والتي إما تكون بالمقايضة أي عمليات عاجلة أو بصفة آجلة، شريطة أن تتم كل العمليات في البورصة وتحت مراقبة السلطات العمومية ضمانا لحرية التعامل والعلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية.

ثانيا : وظائف بورصة الأوراق المالية

تقوم بورصة الأوراق المالية بالتحديد العادل لأسعار الأسهم والسندات كما تنظم مهنة الوساطة في الأوراق المالية²⁰، وتسعى لإيجاد أسواق مالية مستمرة ودائمة²¹.

الفرع الثاني : عمليات البورصة

تبنى على تداول الأوراق المالية، أي شرائها وبيعها عبر الوسطاء، وتخضع إلى قواعد البيع بالإضافة إلى قواعد أخرى تميزها، وسنعالجها كما يلي :

أولا : أوامر البورصة

ونعني به التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء لبيع أو يشتري له أوراقا مالية وفقا لقواعد البورصة الذي يشترط فيه توافر أهلية مصدر الأمر وتحرير الأمر بكل وضوح.

¹⁸ - محمد الصيرفي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 77.

¹⁹ - محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004، ص 29.

²⁰ - فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998-1999، ص 140.

²¹ - أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات البنوك والتمويل، دار الجامعة الجديدة، الأزراطة، 2005، ص 273.

ونستطيع تقسيم الأوامر إلى أوامر محددة لسعر التنفيذ وهي إما أوامر السوق أو أوامر محددة، وأوامر محددة لوقت التنفيذ سواء كانت أوامر محددة بيوم أو أوامر محددة بأسبوع أو شهر أو أمر مفتوح كما لا ننسى الأوامر الجامعة بين سعر ووقت التنفيذ من أمر محدد للسعر خلال فترة معينة وأمر مفتوح في حدود سعر معين أخيرا الأوامر الخاصة وهي أوامر الإيقاف وأوامر الإيقاف المحددة وأمر التنفيذ²².

ثانيا : تسعيرة البورصة

ونعني بها القيمة المسجلة في لوح التسعيرة والتي تمثل القيم التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء وتحدد إما بطريقة المناقشة أو بطريقة المعارضة أو بطريقة الصندوق، وتتضمن التسعيرة الرسمية المنشورة من طرف لجان التسعيرة عدد السندات وقيمة القرض المقبول في التسعيرة وقيمة القرض الموضوع في التداول بالإضافة لاسم الورقة المالية وموعد السحب وأسعار الأوراق المالية في جلسة اليوم والسعر السابق²³.

ثالثا : عمليات البورصة العاجلة والآجلة

ونعني بها العمليات المتعلقة بشراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في البورصة من عمليات عاجلة وعمليات آجلة تكون إما عمليات آجلة باتة أو عمليات آجلة بشرط سواء كانت عمليات آجلة بشرط التعويض و عمليات آجلة بشرط الزيادة أو عمليات آجلة بشرط الانتقاء. ويمكن التلميح لأهمية الوسطاء في عمليات البورصة من تكفل بتوجيه المؤسسة إلى غاية الدخول للبورصة للقليل من تكاليف الحصول على المعلومات لما يمتلكون من خبرات²⁴.

الفرع الثالث: المؤشرات البورصية

يقيس المؤشر مستوى الأسعار في السوق، وهو إما مؤشر يقيس حالة السوق بصفة عامة كمؤشر دوجونز أو مؤشر يقيس حالة السوق بالنسبة لصناعة معينة كمؤشر دوجونز لصناعة النقل.

²² - منير ابراهيم الهندي، الأسواق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص ص 125-134.

²³ - شعون شعون، البورصة - بورصة الجزائر، ط 1، أطلس للنشر، الجزائر، بدون سنة للنشر، ص ص 45-47.

²⁴ - هدايل غنية، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، م.ماجستير ع م، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2002، ص ص

أولاً : تعريف المؤشر البورصي

" هي تقنية تعطي لمستعملها نظرة شاملة على تطور أسعار السوق البورصة في وقت معين، وعادة ما يكون الأساس الحسابي لمؤشر محدود على عينة من القيم المتداولة التي لها تمثيل على السوق موضوع الدراسة"²⁵.

ويكون المؤشر جيداً إذا كان يعطي فكرة عن الاتجاه العام في السوق ولوضع الاقتصاد ككل وليس لورقة مالية على حدى.

ثانياً : الاستخدامات الأساسية للمؤشرات

تشير المؤشرات إلى حالة السوق والحالة الاقتصادية ككل وتستعمل لتقدير مخاطر المحفظة الاستثمارية ولتقييم معدل عائدها، كما تستخدم للحكم على أداء المدراء ومراقبتهم والتنبؤ بوضعية السوق المستقبلية.

ثالثاً : كيفية بناء المؤشرات

تقوم على ثلاثة أسس موضحة كما يلي :

1. ملائمة العينة : ونقصد بها الحجم والاتساع والمصدر.
2. الأوزان النسبية لمكونات العينة : ونعني بها القيمة النسبية لكل سهم من أسهم العينة ، ويمكننا التمييز بين ثلاث صيغ وهي :
 - 1.2. الوزن على أساس السعر : ونقصد بالقيمة المطلقة للمؤشر بجمع القيم السوقية لكل المؤسسات الممثلة في المؤشر.
 - 2.2. الوزن على أساس تساوي الأوزان : أي إعطاء نفس القيمة النسبية لكل سهم.
 - 3.2. الوزن على أساس القيمة : حيث نحسب القيمة المطلقة للمؤشر بجمع القيم السوقية لكل المؤسسات الممثلة في المؤشر.
- 3- طريقة رياضية واضحة لحساب المؤشر على أساس الأرقام القياسية أو على المتوسط الحسابي أو المتوسط الهندسي²⁶.

²⁵ - محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية - مع دراسة حالة الجزائر، أ.دكتوراه دولة غ م، العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص 171.

رابعاً : أهم المؤشرات البورصية

يوجد في الولايات المتحدة الأمريكية كلا من مؤشر دونجونز لمتوسط الصناعة ومؤشر ستاندرد آندبور أما في إنجلترا فكلا من Ft30 و Ftse 100 وفي فرنسا لدينا مؤشر Cac 40، أما بالنسبة للأسواق العربية فهناك مؤشر مصر Cma ومؤشر الأردن Ase ومؤشر الكويت Kse ومؤشر المغرب Masi ومؤشر لبنان Bst ومؤشر عمان Msm ومؤشر السعودية Mcfei²⁷.

خامساً : الأوراق المالية المتداولة في البورصة

تمتاز الأوراق المالية المتداولة في البورصة بطول الأجل ويتم إصدارها بواسطة الشركات المساهمة²⁸ كما تتمتع بتعويض بعضها عند الوفاء وقابلية التداول المستمر وإمكانية تعبئة المدخرات وتوزيع المداخل وتنقسم بدورها إلى سندات وأسهم وأوراق وهجينة.

إذن فنظرية الكفاءة السوق HEM تعتبر بأن تقييم السوق لأي سلعة أو ورقة مالية هو :

§ أفضل تقدير لقيمتها.

§ هو انعكاس تام ودقيق لكل المعلومات المتاحة.

§ يتغير ويصحح عند ورود معلومات جديدة.

نحاول الآن الاستفاضة في شرح مفهومين أساسيين شكلا الأرضية الصلبة لنظرية الكفاءة خصوصا أن أحدهما كان السبب وراء الهجوم الذي تعرضت له لاحقا، هذين المفهومين هما:

Ø العقلانية (الرشادة)، La rationalité

Ø التحكم ، l'arbitrage

1.5 العقلانية (الرشادة)، La rationalité

يعد كل من " جون فون نيومان، John von neumann " و " أوسكار مورغنسترن،

Oskar Morgensten " أول من قاما بتأسيس نظرية عامة للخيار العقلاني (le choix

²⁶ - غازي فلاح الموني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص 289 - 298.

²⁷ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، البورصة، مرجع سبق ذكره، ص 51.

²⁸ - أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العلمي للاهتمام بالبورصة - التحليل الأساسي، دار السحاب للنشر والتوزيع، القاهرة،

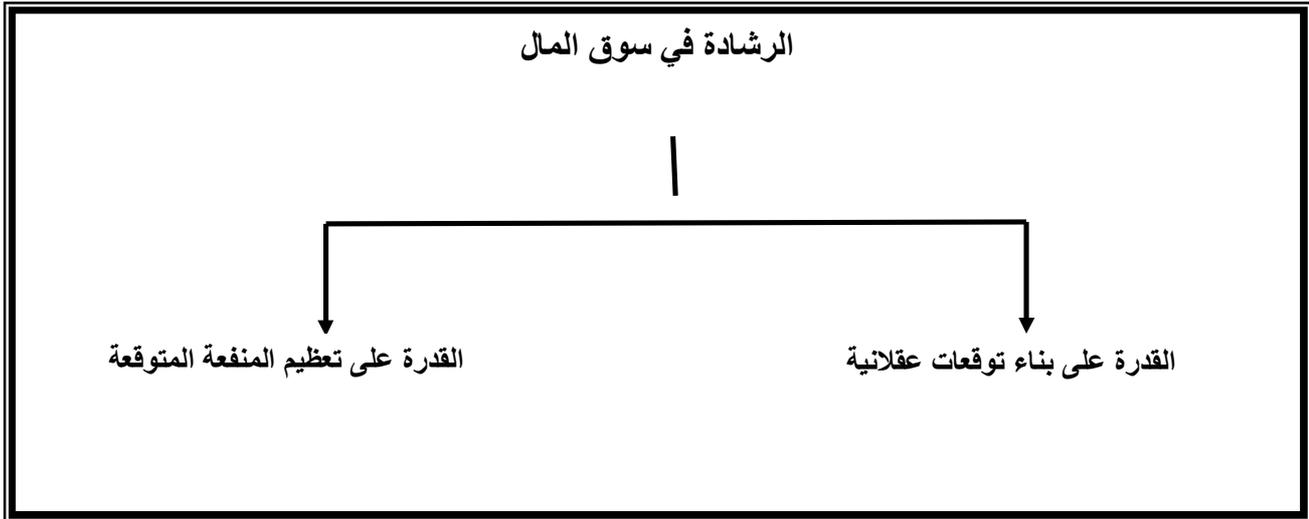
بدون سنة نشر، ص 26.

(rationel) في مواجهة الخطر تعدى صداها المجال الإقتصادي، وذلك في المؤلف الذي قاما بنشره عام 1944 تحت عنوان " نظرية الألعاب والسلوك الاقتصادي " (la théorie des jeux et du comportement économique) حيث ضمناه المسلمات الأولى لمفهوم الخيار العقلاني الذي يشكل الخطوة الأولى في بناء نموذج المنفعة المتوقعة (the expected utility model).

تظهر العقلانية على مستوى سوق المال من جهة في قدرة المستثمرين على بناء توقعات عقلانية (Des anticipations rationnelles) وفي قدرتهم على تعظيم منفعتهم المتوقعة من جهة أخرى²⁹.

وهذا ما يظهر من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 1



يشكل مفهوم التوقعات العقلانية في النظرية المالية جوهر نظرية كفاءة الأسواق، والحديث عن التوقع يقود إلى الحديث عن قاعدة المعطيات التي يتم الاعتماد عليها، هذه الأخيرة تضم جملة من المعلومات التي يمكن تصنيفها إلى مجموعتين : مجموعة المتغيرات الأساسية التي تربط مباشرة بالمتغيرات المدروسة (الأسعار، توزيع الأرباح... الخ) ومجموعة المتغيرات الإضافية (يطلق عليها اسم " sunspots " [TACHES SOLAIRES]) التي يحتمل أن تؤثر بشكل غير مباشر حين يأخذها الأفراد في الحسبان، إذ يظهر تأثيرها الفعلي حين يتوقع بعض المستثمرين أن غيرهم يعتقد بأن

²⁹ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 08-09.

حدثا ما في العادة لا علاقة له بالسوق، سيؤثر على حركة الأسعار (وهذا وفقا لما ينص عليه المعتقد الكلاسيكي للعبة المرآة لـ (كايتز، Keynes 1936))³⁰.

بمجر الإنتهاء من جمع المعلومات، تأتي مرحلة القيام بالتوقع، يكون التوقع $\hat{Y}_{t+1/t}$ المشكل في الزمن t عقلانية من الناحية الرياضية إذا كان يساوي التوقع الرياضي \hat{Y}_{t+1} المشروط بالمعلومة المتاحة في الزمن t أي I_t كما يلي :

$$\hat{Y}_{t+1/t} = E(y_{t+1}/I_t) \dots \dots \dots (1)$$

يقوم مفهوم الكفاءة المعلوماتية على أساس العلاقة بين السعر السوقي والمعلومة التي ساهمت في تشكله ويرتكز مفهوم "فاما" (1970/1965) على عنصرين أساسيين هما : فرضية التوقع العقلاني و شرط التوازن الذي يساوي بين العائد المطلوب والعائد المتوقع .

فليكن مثلا : سعر سهم P_t وتوزيعات الأرباح d_t في الزمن t ، وليكن العائد r .

$$r = \frac{E [P_{t+1}/I_t] + E[d_{t+1}/ I_t]}{P_t}$$

ويمكن إعادة صياغتها كالآتي :

$$P_t = \frac{1}{1+r} [E [P_{t+1}/I_t] + E[d_{t+1}/ I_t]] \dots \dots \dots (2)$$

³⁰ - Voir : Roland Gilet et Ariane Szafarz, Marchés financiers et anticipations rationnelles, In : Reflets et Perspectives, février 2004, P : 08.

حيث :

P_t : هو سعر السهم في الزمن t

d_t : توزيعات الأرباح في الزمن t

r : العائد المطلوب

I_t : المعلومات المتاحة في الزمن t .

تساوي العلاقة (2) بين السعر الحالي والقيمة الحالية لمجموع كل من الأسعار المستقبلية المتوقعة وتوزيعات الأرباح المستقبلية المتوقعة d_{t+1} ، وعليه فعند القيام بالتوقع العقلاني تكون القيمة الحالية الصافية (الربح الصافي le gain net) معدومة³¹.

فلا وجود إذن لفائض قيمة (excess return , excès de rendement) بالنسبة للمردودية المفروضة عند مستوى الخطر المحتمل، ولا يمكن التغلب أبدا على سوق كفو، بعبارة أخرى تحقيق أرباح غير عادية تفوق عائد السوق عند التوازن، ولن يتعرض أي مستثمر فيه للأذى، وهذا يتوافق مع مفهوم " جنسن " Jensen ، 1978 " للكفاءة³².

إن مفهوم الرشادة يحدد السلوك الواجب إتباعه في السوق، إذ يسعى الإقتصادي إلى الوصول إلى الأمثلية (l'optimum) ويظهر في سبيل ذلك إرادة وأنانية لا محدودة، بمعنى أن سلوكه في لحظة اتخاذ القرار مستقل عما يجري حوله، وكل ما يهمله هو منفعته الخاصة³³ (أي أنه يتبع نمطا سلوكيا معيناً يمليه عليه النموذج لا تأثير للفرد عليه).

إذا ما ظهرت بعض السلوكيات غير العقلانية في السوق، فإن التحكيم – كما ذكرنا سابقا – كفيل بالعمل على إعادة السوق إلى وضع التوازن، فما هو التحكيم؟ وما علاقته بكفاءة السوق؟

³¹ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p13

³² - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p14

³³ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 09.

2.5 التحكيم، l'arbitrage

لقد كان " روس ، Ross " هو أول من طرح مفهوم التحكيم عام 1976، ويعرفه كل من " روبرت مورتن، Robert Merton " و " زفي بودي، Zvi Bodie " بكونه : " الشراء ثم البيع الفوري لأصول متماثلة بهدف الاستفادة من فارق السعر بين العملتين"³⁴، ويرتكز التحكيم على قانون السعر الوحيد (la loi du prix unique) الذي ينص على أنه : " في سوق تنافسي يكون لأصلين متماثلين نفس السعر .

ويقدم " شلفير، 2000"³⁵ تعريف كل من " ألكسندر، Alexandre " و " شارب، Sharpe " الذي قدمه سنة 1990 والذي ينص على أن التحكيم هو الشراء والبيع المتزامن لنفس الورقة المالية على مستوى سوقين مختلفين وبأكبر سعر ممكن ."

إذن يتجلى من خلال هذه التعاريف أن وظيفة المحكمين هي العمل على تصحيح السعر عند انحرافه مؤقتا عن قيمته الحقيقية (التي تعكس المعلومات الأساسية حول المؤسسة) ، ولشرح كيفية حدوث هذه العملية نعطي مثلا بورقة مالية لها بديل أمثل أي ورقة مالية أخرى بنفس مستوى الخطر النظامي، يفترض أن يكون لكلا الورقتين نفس السعر عند التوازن، وفي الحالة العكسية تكون هناك إمكانية تحقيق ربح دون تحمل أي خطر من خلال القيام بعمليات متزامنتين : بيع الورقة الأعلى وشراء الورقة الأقل ثمنا، فإذا نهج جميع المستثمرين " العقلانيين " هذا السلوك فستؤدي كثرة الطلب على الورقة الأقل سعرا إلى ارتفاع ثمنها، في حين أن كثرة المعروض من الورقة الأعلى سعرا ستؤدي إلى انخفاض ثمنها.

وبالتالي سيعمل سلوك المحكمين على تساوي سعر كلا الورقتين، بحث كلما كانت هذه العملية أسرع كان السوق أكثر كفاءة، وعلى مستوى السوق المثالي (Un marché parfait) تعطي جميع الأوراق ذات خطر نظامي تماثل عوائد متماثلة (نفس السعر)³⁶.

³⁴ - Zvi Bodie et Robert Merton, Finance, Op.Cit, P : 225.

³⁵ - Cité par : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 09.

³⁶ -Zvi Bodie et Robert Merton, Finance, Op.Cit, P : 225.

نلاحظ بأن جميع المفاهيم والأسس التي قامت عليها فكرة الكفاءة تركز على قدرة السوق على الوصول إلى السعر يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية، مما يبرز الأهمية البالغة التي يحظى بها ميكانيزم الأسعار في إطار هذه النظرية ولذا لا بد من معرفة كيفية التي يفترض بالأسعار أن تتشكل وفقها داخل سوق كفو

3.5 تشكيل الأسعار داخل السوق

تنطوي نظرية الكفاءة على مفهوم أساسي ألا وهو أن للأوراق المالية قيمة محورية حقيقية

[Une Valeur fondamentale / intrinsèque] يسبق وجودها الدخول إلى السوق، بحيث ينبغي عليه الدخول على أفضل وأدق تقدير لها ³⁷.

تمثل القيمة الحقيقية في القيمة المستحدثة (الحالية) للتدفقات المستقبلية التي تولدها الورقة المالية، بحيث يمكن حسابها من خلال العلاقة التالية :

$$V = \frac{D_1}{(1+t)} + \frac{D_2}{(1+t)^2} + \frac{D_n}{(1+t)^n}$$

حيث تمثل :

V : القيمة المتوقعة للورقة المالية.

D_1, D_2, \dots, D_n : التوزيعات النقدية ممثلة في توزيعات الأرباح.

n : الزمن .

T : معدل الاستحداث (الخصم).

كما يمكن إعادة كتابة العلاقة السابقة كالتالي ³⁸ :

³⁷ - Voir : A.Orléan, efficience, finance comportementale et convention, In : les crises financières, Op.Cit P : 242.

إن التدفقات المستقبلية غير معروفة، ويجب على المستثمر توقعها بالاعتماد على معارفه وعلى المعلومات التي بحوزته وهنا يظهر الدور الهام للرياضيات التي تسمح بالتنبؤ بها. موضوعية بعد إزالة كل اثر لفسية المستثمر عليها [la subjectivité]، بحيث يبقى المتغير الوحيد هو المعلومات التي تبنا عليها التوقعات لا الآراء الشخصية للمستثمرين.

حين تكون التوقعات عقلانية، يتفق جميع المتعاملين على القيمة الحقيقية ويعكس السعر عندها أفضل تقدير لها ومن هنا فإن أي تغيير في السعر يمكن تفسيره بقدم معلومات جديدة فهو يتغير إذن تبعاً للمعلومات التي تتغير بدورها بشكل عشوائي³⁹.

لكن ما الذي يثبت بأن السعر يتشكل وفقاً لهذا الميكانيزم؟ بعبارة أخرى ما الذي يثبت كفاءة سوق المال؟

لقد تراكمت مع مرور الوقت الأدلة العلمية على الكفاءة في جميع أسواق المال العالمية وهذا ما دفع "جنسن" عام 1978 إلى القول بأنه " لم يسبق وأن حظي أي موضوع مقترح في علم الاقتصاد بمثل هذا القدر من الأدلة ولاختبارات التي تدعمه"⁴⁰، ولذا سنحاول فيما يأتي معرفة السبل التي انتهجها الباحثون لإثبات كفاءة سوق المال.

4.5 إثبات كفاءة سوق المال

إن الاختبارات المجراة لأجل إثبات الكفاءة كثيرة جداً، كما أن لكل باحث طريقة في تصنيفها، ومن المستحيل في هذا المقام رصدها وعرضها جميعاً، ولذا اخترنا الاكتفاء بالإشارة إلى نوع

³⁸ - أنظر : هواري سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، في : مجلة الباحث، العدد الخامس، 2007،

³⁹ - Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 11-12 .

⁴⁰ - D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 10.

الاختبار الخاص بكل مستوى : فللمستوى الضعيف، يتم عادة اختبار القدرة على التنبؤ بالعوائد (*prévisibilité des rendements*) انطلاقاً من السلاسل الزمنية للأسعار الماضية⁴¹، كما يتم اللجوء لأجل اختبار فرضية السير العشوائي للأسعار إلى البحث عن مدى إمكانية تحقيق أرباح من خلال اللجوء إلى بعض الاستراتيجيات الفنية كاستعمال طريقة الفلتر (*les filtres*) وطريقة المتوسط المتحرك، غير أن التجارب أثبتت عجز هذه الأدوات عن فعل ذلك حتى وإن استطاعت بعض الدراسات إثبات تحقيق أرباح غير عادية عن طريق اللجوء إلى مثل هذه الاستراتيجيات فإن هذه الأرباح تبقى دائماً أقل من تكاليف الصفقات المرتبطة بها⁴².

فيما يتعلق بإثبات المستوى المتوسط للكفاءة نجد : دراسة الأحداث، حيث تسمح بتقدير سرعة استجابة سعر الورقة المالية لجميع أنواع المعلومات الواردة إلى السوق⁴³، ويشير "ميشال ألبوي، Michel Albouy" في مقاله : " هل لا يزال في وسعنا الاعتقاد في كفاءة أسواق المال " إلى أن صعوبة هذه الدراسة تكمن في مدى القدرة على عزل الحدث المراد دراسته عن إجمالي المعلومات المتوفرة حول المؤسسة، وكذا الوقوف على التاريخ الدقيق لمعرفة السوق بهذا الحدث، ولهذا الغرض تم استعمال عدد كبير من الأوراق المالية ثم حساب رد فعل السوق عن طريق حساب المردودية غير العادية المتراكمة

rentabilité anormale car cumulée/cumulative abnormal return]
[

فإن كان $R_{i,t}$ معدل مردودية الورقة i خلال الفترة t و $E(R_{i,t})$ هو معدل المردودية المتوقعة، فإن المردودية غير عادية هي :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

⁴¹ - R.Gilet et A.Szafarz, Marchés financiers et anticipations rationnelles, In : Reflets et Perspectives, Op.Cit PP :12-15.

⁴² - Voir : Michel Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, Op.Cit, P : 172.

⁴³ - Voir : R.Gilet et A.Szafarz, Marchés financiers et anticipations rationnelles, In : Reflets et Perspectives Op.Cit,P : 13.

أما المردودية غير العادية المتراكمة خلال فترة الملاحظة ($t=1.....T$) هي :

وقد أثبت أغلب الاختبارات بأن المردودية غير العادية المتراكمة تميل إلى الاستقرار سريعا

بعد الإعلان عن خبر ما أي أن الفرق بين $E(R_{i,t})$ و $R_{i,t}$ يؤول إلى

الصفير (معدوم) ، مما يعني عدم وجود رد فعل مبالغ فيه أو تأخر في استجابة السوق⁴⁴ .

أخيرا تبقى الاختبارات الخاصة بالمستوى القوي للكفاءة أو الاختبارات حول المعلومات الخاصة أو السرية (*confidentielles*) ، إذ يلاحظ صعوبة اجراء هذه الاختبارات لكون هذه المعلومات مقتصرة على فئة محدودة من المستثمرين (*happy few*)⁴⁵ ، غير أنه يمكن القيام بها سواء مباشرة من خلال الاختبارات المتعلقة بالعقوبات (الجنح) المسلطة على ذوي الامتيازات [*les délits d'initiés*] ، أو بشكل غير مباشر عن طريق الاختبارات المتعلقة بأداء صناديق الاستثمار إذ لا شك في امتلاك مسيرتها لمعلومات خاصة، أو عن طرق تحليل سلوك بعض الفئات من المستثمرين المحظيين [*familles d'inities*]⁴⁶ .

في نهاية الحديث عن اختبارات الكفاءة، نشير إلى أنه قد ثبت ميدانيا تمتع السوق في كل من المستوى الضعيف والمتوسط للكفاءة، غير أن التطلع لمستوى قوي من الكفاءة يبقى ضربا من المثالية.

إن تمتع السوق بالكفاءة في إطار هذه النظرية يؤدي إلى جملة من النتائج، نحاول أن نتطرق لها ونعرضها في الجزء الموالي.

⁴⁴ - Voir : Michel Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?,

Op.Cit, P : 172-173.

⁴⁵ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 12.

⁴⁶ - Voir : R.Gilet et A.Szafarz, Marchés financiers et anticipations rationnelles, In : Reflets et Perspectives Op.Cit,P : 14-15.

5.5 النتائج المستخلصة من كفاءة أسواق المال

لقد قدم كل " ريتشارد بريلي وستيوارت مايرز " (Richard Brealy & Stewart Myers) عام 1981 ست نتائج يمكن استنباطها من كفاءة الأسواق المالية هي⁴⁷:

- 1 . لا يتمتع سوق المال بالذاكرة، حيث لا تحتوي الأسعار الماضية وتغييراتها على أية معلومات حول الأسعار المستقبلية، وبالتالي لا فائدة ترحى من تحليلها لتوقع المستقبل.
2. يمكن الوثوق دائما في أسعار السوق وهذا لأن سعر القرقة المالية يعكس جميع المعلومات المتاحة، وبالنتيجة فإن أي تحليل مالي لن يكون إلا نشاطا مكلفا لا يدر أي أرباح.
3. لا وجود لوهم مالي، إذ لا يمكن للتلاعبات المحاسبية بالنتيجة أن تحدد المستثمرين أو تؤثر على قراراتهم لأنه لا أهمية إلا للتدفقات النقدية المستقبلية les cash – flows futuls.
4. المستثمر مسؤول على القيام بالتحكيم والتنويع، فلا وجود في السوق الكفؤ لعلاوة المردودية هدفها مكافأة الأعمال التي في وسع المستثمرين القيام بها بأنفسهم، إذ ليس من حق المستثمر المطالبة بعلاوة خطر في مقابل خطر قابل لإلغاء من خلال التنويع مثلا.
5. تشكل الأسهم البدائل الأمثل فيما بينها، فباعتبار أن جميع المستثمرين يملكون المعلومات ذاتها، وباعتبار أن لا أهمية إلا للثنائية مردودية / خطر فلن يرغب أي شخص في ورقة مالية تقدم علاوة محظرة أقل من تلك التي تقدمها الأوراق الأخرى والعكس، وبالتالي سيتحدد سعر الورقة المالية بناء على علاوة المخطر وليس بناء على العرض والطلب، فعملية بيع كميات كبيرة من الأسهم مثلا لن تؤدي بالضرورة إلى انخفاض سعرها.
6. على المستثمر تعلم تفسير معطيات السوق، إذ يمكن للسعر أو المعطيات السوق أن تقدم معلومات دقيقة حول مستقبل المؤسسة، وهي تعد أفضل من المعلومات المحاسبية، لأن القيمة السوقية تضمنت جميع المعطيات المحاسبية إضافة إلى المتغيرات الخارجية كمعدل الفائدة، معدل الصرف... الخ.

⁴⁷ - Voir : M.Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, Op.Cit, PP : 173-175.

لقد كانت نتيجة الاختبارات التي أجريت في سنوات الستينات وأوائل السبعينات لإثبات كفاءة أسواق المال لصالح هذه النظرية، غير أن النتائج المتحصل عليها فيما بعد أظهرت وجود الكثير من التناقض فيها، وقد حاول الكثيرون تفسير هذا التغير في النتائج : حيث رأى البعض بان سببه يعود إلى تطور التقنيات والأدوات الإحصائية المستعملة، في حين علله آخرون بالتغيرات التي حدثت خلال هذه الفترة، وتسببت في ظهور معطيات جديدة كظهور المستثمرين المؤسساتيين [les investisseurs institutionnels] وأخيرا أرجعه البعض إلى صغر العينات المختارة في هذه الاختبارات إلى جانب قصر فترة الملاحظة⁴⁸، وصحيح أنه قد لوحظ في بعض الحالات انحراف الواقع عن النموذج النظري، غير أنه وقبل إثبات وجود هذه التشوهات كان كثير من الباحثين قد أشارو إلى وجود تناقضات نابعة من داخل النموذج في حد ذاته تتعلق بمدى الانسجام والترابط المنطقي في بنائه، هذه التناقضات هي ما سنحاول تسليط الضوء عليه فيما يلي :

المطلب الرابع : التشكيك في نظرية كفاءة أسواق المال

نحاول في هذا الصدد عرض تناقضين كبيرين في نظرية الكفاءة، فتحا الباب للتشكيك في مدى صحتها بعد أن كان من المستحيل التفكير في اتجاه فكري بديل لها، هذان التناقضان هما :

1. تناقض الكفاءة أو تناقض " غروسمان وستيجليتز " (Grossman & Stigliz , 1980)

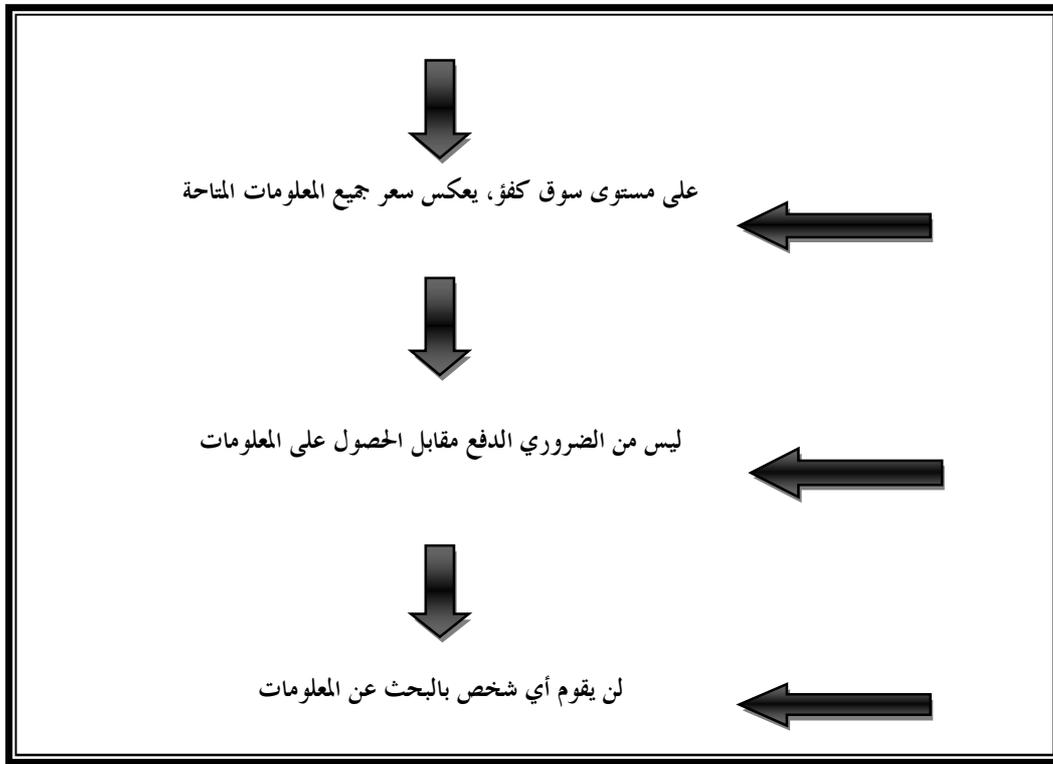
(Le paradoxe de Grossman – Stigliz)

ينبع هذا التناقض من داخل النظرية ويلق الضوء على سلوك عقلائي بالرغم أنه مناقض للنموذج (يفترض بكل ما هو عقلائي أن يتماشى مع النموذج)، إذ يقول الباحثان في هذا الشأن : " إذا كان السعر كفوًا وكانت المعلومات مكلفة فمن العقلائي عدم البحث عن المعلومات والاكتفاء بملاحظة السعر والأمر كذلك لن يسعى أحد إلى البحث عن المعلومات، وبالنتيجة لن يكون السعر كفوًا"⁴⁹، بمعنى أنه لا يمكن للسعر أن يكون كفوًا حين تكون المعلومات مكلفة، وهذا ما يثبت أن السوق ليس مثاليا (كفوًا عند المستوى القوي) إذ لا يتطابق السعر مع القيمة الحقيقية ويمكن توضيح هذا التناقض كالتالي :

⁴⁸ - Voir : Nihat Aktas, la 'finance comportementale' : un état des lieux, In : Reflets et Perspectives, février, 2004 P : 24-25.

⁴⁹ - A.Orléan, efficience, finance comportementale et convention , In : les crises financières, Op.Cit, P : 247.

الشكل رقم 2: تناقض الكفاءة أو تناقض " غروسمان وستيجليتز " (Grossman – Stiglitz



المصدر : من إعداد الطالبة

2. التذبذب المفرط في الأسعار وظهور الفقاعات السعرية (Volatilité excessive et bulles des pris

أظهرت أعمال " شيلر " (Schiller, 1981) تذبذبا مفرطا في أسعار لا يمكن أن يفسر بتغيير مماثل في القيم الحقيقية وهذا يتناقض مع ما قاله " فاما " من أن الأسعار قد تبعد 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 " (Malkiel) وليست إلا نتيجة لسلوك غير عقلاني عابر⁵⁰، ولأجل تفسير هذه التذبذبات قدم أنصار الكفاءة نظرية عقلانية للفقاعات السعرية [une théorie rationnelle des bulles] فحسبها : " يمكن للفقاعات السعرية أن تظهر في أسواق المال حتى ولو كان سلوك الأفراد عقلانياً " إذ من الممكن أن يقبل الأفراد على شراء ورقة مالية بسعر يفوق قيمتها لمجرد اعتقادهم في استعداد أشخاص آخرين لشراؤها في المستقبل بسعر أعلى (يفوق السعر الذي تحملوه) وهكذا يتشكل الاتجاه الصعودي (من خلال التنبؤات التي تحقق ذاتها) ، ووفقاً لهذا التصور تكون الفقاعة السعرية متوافقة مع فرضية التوقعات العقلانية (وهذا ما يشرحه كل من " هاريسون وكريس " Harrison & Kreps في مقالهما عام 1978) إذ من العقلاني الأخذ في الاعتبار كل ما يحدث في السوق حتى لو تعلق الأمر بظواهر غير قابلة للتفسير (بعبارة أخرى مسامرة القطيع)⁵¹.

بعد إثبات وجود تناقضات داخلية في البناء النظري لنموذج الكفاءة، اتجه بعض الباحثين إلى ملاحظة الاختلالات التي انتشرت في أسواق المال وذلك لتوجيه مزيد من الانتقادات لهذه النظرية، فقد لوحظ بأن سلوك الأفراد في الواقع لا يتماشى مع النموذج العلمي " homo meconomicus " وإنما تحكمه مشاعر إنسانية وانحرافه سلوكية خطيرة، وهذا السلوك اصطلح على تسمية " homo sapiens " من جملة الانحرافات التي توجه سلوك الإنسان نذكر : الثقة المفرطة، صعوبة إدراك الخسائر، التقليد الذي يجعل هذه الانحرافات تنتشر لتصبح سلوك الأغلبية لا القلة غير العقلانية التي حكم عليها " فريدمان " بالإقصاء والخروج من السوق.

إن هذا الواقع بعيد عن النظرية هو ما أدى إلى ظهور اتجاه جديد في البحث هدفه تفسير الممارسات الملاحظة في الواقع والسعي إلى نمذجة واقعية للسلوك البشري، وسيشكل الحديث عن هذا الاتجاه محور دراستنا في المبحث الثاني.

⁵⁰ - Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 20-21.

⁵¹ - - A.Orléan, efficience, finance comportementale et convention, In : les crises financières, Op.Cit, P : 246.

المبحث الثاني : المالية السلوكية

لقد أثبتت العديد من الدراسات والأحداث الاقتصادية وجود خروقات لنظرية الكفاءة، وهو ما أطلق عليه اسم " التشوهات " (les anomalies)، وقد أشار " أندري أورليان، André Orléan " في مقاله (2004)⁵²، إلى أن مصطلح التشوهات يستعمل في أدبيات 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)⁵³، ونحاول فيما يأتي عرض بعض التشوهات.

1. التشوهات الملاحظة في أسواق المال، les anomalies

عند الحديث عن التشوهات الملاحظة في أسواق المال، نشير إلى أن هناك من عمد إلى تصنيفها وفقاً لثلاثة أقسام :

- 1- الفروق في عوائد الأصول.
 - 2- الفروق المتوقعة في العوائد عبر الزمن.
 - 3- العوائد الغير عادية لكل نوع من المستثمرين⁵⁴.
- وقد فضلنا في هذا المقام ذكر أهم هذه التشوهات دون الالتزام بتصنيف محدد.

يندرج أكبر عدد من التشوهات تحت ما يطلق عليه اسم " التشوهات الموسمية " (les anomalies saisonnières)، إذ يظهر خلافاً لما تنص عليه نظرية الكفاءة، أنه من الممكن التنبؤ بالسعر خلال بعض الفترات والمواسم

ونذكر من بين هذه التشوهات.

2. التشوهات الموسمية

⁵² - A.Orléan, efficience, finance comportementale et convention , In : les crises financières, Op.Cit, P : 245.

⁵³ - Nihat Aktas, la 'finance comportementale' : un état des lieux, In : Reflets et Perspectives, Op.Cit , P :25.

⁵⁴ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, PP : 13-16.

1.2. أثر نهاية الأسبوع، L'effet week-end

لقد وجد كل من " فرانش " " French,1980 "، " غييونز وهاس " (Gibbons & Hess,1981) بان معدلات مردودية الأوراق المالية تكون سالبة يوم الاثنين وموجبة في نهاية الأسبوع (بمعنى أن السعر يميل إلى الانخفاض يوم الاثنين وخاصة في الساعة الأولى من التداول، ويرتفع يوم الجمعة)، وهناك من يطلق على ما يحدث يوم الاثنين بـ: " أثر الاثنين " (effet lundi) وما يحدث في نهاية الأسبوع بـ : (effet week-end)، وعلى هذا إذا قام المستثمر بشراء الأسهم عند الإقفال يوم الاثنين، ثم قام ببيعها عند الإقفال يوم الجمعة فيمكن له أن يحقق مكاسب نظامية، غير أن الملاحظ في الواقع أن إتباع هذه الإستراتيجية لا يسمح بتغطية تكاليف الصفقات المترتبة عنها.⁵⁵

2.2. أثر نهاية السنة (أثر جانفي)، L'effet fin d'année/Effet janvier

لقد لوحظ بان أكثر العوائد يتم الحصول عليها في شهر جانفي، ولذا من المريح الشراء في نهاية ديسمبر وإعادة البيع في نهاية جانفي، وقد تم تفسير هذا الأثر في ظل نظرية الكفاءة بأثر الجباية، إذ يعمل المستثمرون في نهاية السنة على تقليل الوعاء الضريبي (النتيجة الخاضعة للضريبة غير أن هذا الأثر قد لوحظ أيضا في كل من اليابان وإنجلترا وأستراليا أين لا تتوافق السنة الجبائية مع السنة المدنية.⁵⁶

3.2. آثار الشهور والايام، L'effet jour / Effet mois

لوحظ في سوق المال أن الأسعار تميل على الارتفاع عشية أيام العطل، وأيام الأربعاء، والأمر ذاته لوحظ بالنسبة للأشهر، إذ ترتفع الأسعار خلال 15 يوم الأول من كل شهر، وتنخفض في 15 يوم الأخيرة أو ما يطلق عليه أيضا بـ " أثر تغير الشهر "⁵⁷.

⁵⁵ - Voir : M.Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, Op.Cit, PP : 175-176.

⁵⁶ - Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 18.

إن إثبات وجود مثل هذه التشوهات الموسمية، سيجعل المستثمرين العقلانيين يقولون على اغتنامها إذ تمثل بالنسبة لهم فرصا لتحقيق أرباح غير عادية ، غير أن التنافس لاغتنامها سيعمل على اختفائها " بفعل أثر التعليم l'apprentissage du marché " وهذا يتوافق مع ما قاله " مالكايل " (Malkiel,2003) : " يبدو أن أثر جانبي قد إختفى بسرعة بعد اكتشافه".

كما أن السؤال الذي يطرح هنا هو : " هل بالإمكان الاستفادة من هذه الظواهر لأجل تحقيق أرباح غير عادية؟ إذ يبدو من الملاحظة أن العكس هو الصحيح بالأخذ في الاعتبار تكاليف الصفقات وقلة سيولة الأوراق المعينة⁵⁸.

بالإضافة إلى التشوهات الموسمية، لوحظ أيضا :

4.2. أثر الحجم، L'effet taille/L'effet petite firme

أوضح "بانز" (Banz,1981) أنه وبالنسبة لأوراق مالية لها نفس معدل الخطر (β) نجد بأن عوائد المؤسسات المسعرة صغيرة الحجم (ذات رسملة بورصية صغيرة / Small caps/ faibles capitalisation) تفوق عوائد المؤسسات كبيرة الحجم، وهذا يعد خرقا لنظرية الكفاءة⁵⁹، فارتفاع علاوة الخطر يعني بأن هذه المؤسسات تواجه إضافة إلى الخطر النظامي خطرا من نوع آخر، وفي محاولة لتفسير هذا الأثر، اقترح بأن هذا الخطر الإضافي هو " خطر السيولة "، فباعتماد قلة حجم التداول اليومي لأوراق هذه المؤسسات، فإن أي أمر لبيع وشراء مجموعة من أوراقها يمكن أن يتسبب في تذبذب كبير للسعر وهذا النوع من الأوراق غير مرغوب فيه من قبل معظم المستثمرين² ، وقد لوحظ أيضا اختفاء هذا الأثر عقب الإعلان عنه لأول مرة.

¹- Voir : M.Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, Op.Cit, PP : 176.

²- Voir : N. Aktas, la 'finance comportementale' : un état des lieux, In : Reflets et Perspectives, Op.Cit , P :25.

5.2. أثر الزخم، L'effet momentum

لوحظ على مستوى سوق المال بأن الأسهم التي شهدت أسعارها إرتفاعا في الماضي تميل إلى إعطاء أفضل العوائد في المستقبل والعكس، وهذا يعد حرقا لنظرية الكفاءة لأنه في سوق كفؤ من المستحيل أن تتبع الأسعار نمطا محددًا لأنها تسلك سيرورة عشوائية⁶⁰.

6.2. أثر إدماج ورقة مالية في مؤشر الأسعار

لقد لوحظ ارتفاع سعر الورقة المالية عند إدماجها في مؤشر الأسعار، وهذه الزيادة قد تصل إلى 3% حسب " شيلفر، 1986, Sheleifer "، فكيف يمكن تفسير هذه الزيادة إستنادا إلى العوامل الأساسية للمؤسسة؟ ناهيك عن أن هذا التناقص مع النتيجة المتوصل إليها في نظرية الكفاءة التي تنص على أن الأوراق تشكل بديل الأمثل فيما بينها⁶¹.

7.2. أثر دخول إلى البورصة، Les introduction en bourse

لقد لاحظ " إيبوتس، Ibbotson " بأنه عادة ما يتم تقييم المؤسسات التي تدخل السوق للمرة الأولى بأقل من قيمتها الحقيقية، غير أن هذه المؤسسات تعطي أفضل العوائد مقارنة بالسوق وذلك على المدى القصير، ثم يشهد أداؤها تراجعاً على المدى الطويل (خمس سنوات)، وصعب تفسير كلا الظاهرتين في ظل نظرية الكفاءة.

8.2. التذبذب المفرط، L'excès de volatilité

لقد سبق أن أشرنا إلى الظاهرة ضمن الانتقادات التي طالت نموذج الكفاءة، وقد حاول " شيلفر، 1981-1984, Sheleifer " معرفة ما إذا كان في وسع التغيرات في توزيعات الأرباح تفسر التذبذب في أسعار السوق، وذلك باعتبارها المتغير الأساسي الذي يفسر قيمة الأسهم في النظرية التقليدية ولاجل هذا قام بدراسة العلاقة بين تباين أسعار السوق وتباين القيمة الحقيقية للأسهم، لوحظ عندها أن تذبذب أسعار السوق يفوق بكثير تذبذب القيمة الحقيقية⁶².

⁶⁰ - - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 14.

⁶¹ - Voir : M.Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, Op.Cit, P : 176.

9.2. أثر التقلبات الجوية، Les anomalies météorologiques

تم إجراء العديد من الدراسات في هذا الشأن، إذ أثبت مثلا " سودرز، Sauders,1993 " وجود علاقة بين التغيرات اليومية لمؤشر داو جونز في الفترة (1927-1989)، ودرجة تلبد السماء بالغيوم في المنطقة " سنترال بارك، (Central Park)، كما أثبت كل من : "ديفيد هيرشليفير وتايلور شاموي" (David Hirschleifer) (Tyler Shumway) في دراسة أجريها عام 2003 بعنوان " عوائد الأسهم والطقس " (stock returns and the weather) وجود علاقة بين أداء أسواق الأسهم في الفترة الممتدة من 1982 إلى 1997 وبين درجة إشراق الشمس.

لكن يبقى السؤال المطروح دائما هو : هل من الممكن الاستفادة من هذه الظواهر في ظل وجود تكاليف الصفقات ؟ مع الإشارة هنا إلى أنه وبالرغم من التنبؤات بأحوال الطقس متاحة مجاناً وللجميع إلا أنه يبقى من الصعب تفسير هذه الظواهر في ظل النظرية التقليدية⁶³.

لقد أدلت هذه التشوهات الملاحظة إلى جانب الهزات العنيفة والمتكررة التي شهدتها أسواق المال إلى زعزعة الثقة في نظرية كفاءة الأسواق، وفي قدرتها على تفسير الظواهر الشاذة وتقديم حلول لتجاوزها، ونتيجة لهذا بدأ اتجاه جديد في البروز (أو من جديد) محاولا الحلول مكان نظرية الكفاءة، مؤسسوه هم من أنصار التيار السلوكي، أو ما أصبح يعرف حديثا بـ " المالية السلوكية "، يشكل هذا الاتجاه الجديد موضوع دراستنا وحديثنا في بقية هذا البحث.

المطلب الثاني: ظهور المالية السلوكية

عند البحث عن هذا الاتجاه - الجديد - لاحظنا انه ليس حديث العهد في المالية كما يبدو في الواقع، فقد سبق وأن حاول بعض الباحثين تقديمه للوسط لأكاديمي، غير أنه لم يلاق الترحيب والقبول آنذاك ثم عاود الظهور من جديد، وهذا ما سنتطرق إليه فيما يأتي :

¹- Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 19-20.

(1) نبذة تاريخية

إن موضوع السلوك ليس جديدا في المالية، فقد أشار " زولا، zola" في مؤلفه " النقود " (L'argent) عام 1891 إلى سلوك أعوان الصرف في مواجهة المخاطر التي تعرضت لها البورصة آنذاك، حيث قدم وصفا مفصلا لنوبات الهلع الجماعية التي انتابتهم عند قدوم معلومات جديدة لم تلبث في آخر المطاف أن تكون مجرد إشاعات لا أساس لها من الصحة، وقد شبه تلك الحالة بإحدى المعارك الحامية أين تختلط الأمور وتنتشر الفوضى، وترى الجميع يركضون في كل الاتجاهات دون أن يكون لأي منهم إدراك واضح لما يحدث⁶⁴.

بعد مضي خمسين سنة على هذا الوصف قدم كل من " فون نيومان، VON Neuman" و " مورغنسترن، Morgenstern" في نظريتهما " المنفعة المتوقعة " وصفا عمليا لسلوك هؤلاء الأفراد يتضمن الآتي:

" أفراد يتمتعون بإدراك واضح، وأعوان بتفصيلاتهم، يقومون في مل الظروف بحساب دقيق للمبلغ الفعلي الذي يتمنون الحصول عليه كعائد مقابل الخطر المحتمل"⁶⁵

نجد أنفسنا بعد هذا العرض من جهة أما قطيع من الأفراد أعماهم الخوف والهلع، ومن جهة أخرى أمام أفراد يتمتعون برشادة فائقة، يسلكون منهجا علميا في اتخاذ القرار بهدف مواجهة المخاطر التي قد تواجههم كما يقومون بإسناد احتمالات للأحداث المتوقعة.

وخلال الخمسين سنة التي تلت أعمال " فون نيومن " و " مورغنسترن " لم يكن هناك أي مجال للمقارنة بين هذين المنظورين أو التساؤل عن مدى صحة كل منهما، فقد انشغل جمهور الباحثين باكتشاف النموذج العلمي والاحتمالات الهائلة التي ينطوي عليها، وبهذا كما ذكرنا سابقا، أصبحت فرضية رشادة الأفراد الأرضية العامة التي قامت عليها ما ندعوه اليوم " المالية الحديثة ".

⁶⁴ - Voir : Hélène Rainelli –Le Montagner, Des marchés et des hommes, Sur :

www.institut.europlace.com/files/doc/doc898966.doc, P : 01, Consulté le : 04/09/2011.

⁶⁵ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p28

غير وأنه منذ سنوات كثر الحديث في الوسط الأكاديمي عن الكيفية التي يجب بها نمذجة السلوك الحقيقي للأفراد خاصة بعد الأزمات التي شهدتها البورصات العالمية، وطفقت إلى السطح تساؤلات منها :

❌ الا يوجد حقا بعض الجنون، الجهل وحتى الغباء في صميم هيجان الأسواق، أو في نوبات الذعر الجماعية التي تستولي عليها؟

❌ هل يمكن حقا أن نتجاهل الأثر الذي يمكن أن يكون في المالية لسلوك إجمالي على القرارات الفردية؟

❌ هل نحن على يقين بأن الأسعار التي تتحدد نتيجة لسلوك ومواقف الأفراد في السوق لا تعود وتؤثر بدورها على هذه السلوكيات؟⁶⁶.

هذه وغيرها مجموعة من الأسئلة والاستفسارات التي لم يكن من الممكن أن تطرح في ظل النظرية التقليدية ولكنها عادت للظهور من جديد في إطار ما أصبح يعرف بـ " المالية السلوكية "، فما المقصود بالمالية السلوكية؟

(2) مفهوم المالية السلوكية، (La finance comportementale, Behavioral finance)

إن 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 على تشكل الأسعار في البورصة، وقد جاءت المالية السلوكية لأجل دراسة هذا المقدار من عدم الرشادة الذي يشوب عملية اتخاذ القرار⁶⁷.

يتناول الاقتصاد السلوكي دراسة سلوكيات الأفراد وتصرفاتهم إزاء النقود، الإنتاج العمل، النفقات التوظيفات... الخ، أما المالية السلوكية تحديدا فهي تطبيق لعلم نفس الأفراد والجماعات على المالية، وقد قدمت " هيلين لومونتانيي، Hélène.R-Le Montagner " في مقالها التعريف التالي: "

⁶⁶ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p29

⁶⁷ - Voir : Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances septembre, 2001, P : 14.

المالية السلوكية هي مجموعة المقاربات التي تقترح وتقدم منظورا جديدا لسلوك الأفراد في أسواق المال والمؤسسات على حد سواء⁶⁸.

إذن ، فالمالية السلوكية هي هذا الاتجاه الجديد الذي يسعى إلى تفسير حالات الشذوذ في نظرية الكفاءة " التشوهات " الملاحظة في أسواق المال وغيرها من المسائل العالقة بالاعتماد على الجمع بين المالية وعلم النفس، والأخذ في الاعتبار البعد الإنساني لعلم الاقتصاد.

لقد بدأ التيار السلوكي في الظهور منذ أكثر من 35 سنة، وقد تم الاعتراف رسميا بوجوده كتيار جديد منافس لنظرية الكفاءة حين قررت الأكاديمية الملكية للعلوم في السويد منح جائزة نوبل للاقتصاد عام 2002 لأحد مؤسسي هذا الاتجاه الجديد⁶⁹ : عالم النفس " دانيال كانمان، Daniel Kahneman " .

ويمكن تلخيص الأفكار الأساسية التي جاء بها هذا التيار في :

ü القيام بتحديد وتعريف مجموعة من الظواهر التي قد تؤثر على سلوك الأفراد في أسواق المال، وذلك باستعمال أدبيات ومصطلحات علم النفس، نذكر من ذلك مثلا : المعارف المعممة أو المبسطة (simplification heuristiques)، الترسخ (ancrage)، الثقة المفرطة.

ü الاهتمام بالشذوذ والتشوهات الملاحظة في السوق، بمعنى الظواهر التي عجزت النظرية التقليدية عن تفسيرها كإمكانية التنبؤ بمردودية الأسهم، الارتفاعات غير العادية لمبلغ علاوات الخطر في أسواق الأسهم... إلخ.

ü محاولة اقتراح نمذجة تأخذ في الاعتبار نفسية المستثمرين لأجل فهم أفضل لقوى التي تحكم السوق.

ü عدم الاكتفاء بمحاولة فهم طريقة عمل الأسواق، وإنما السعي لفهم القرارات المالية في المؤسسة خاصة فيما يتعلق بسياسات التمويل⁷⁰.

⁶⁸ - H.R-Le Montagner, , Des marchés et des hommes, Op.Cit, P : 01.

⁶⁹ - Voir : Michel Albouy et Gérard Charreaux, La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau l'émergence d'un nouveau

paradigme dominant ? In : Revue française de gestion, avril, 2005, n° :157, P : 169.

⁷⁰ - Voir : H.R-Le Montagner, , Des marchés et des hommes, Op.Cit, P : 02-03.

نلاحظ إذن بأن المالية السلوكية تنطلق من ملاحظة ما يحدث في سوق المال من اختلالات، ثم تحاول تفسيرها ونمذجتها، وهذا ما يثبت بأنها نظرية براغماتية (pragmatique)، تنطلق من تفسير الواقع لبناء النظرية (نظرية تفسيرية، descriptive) عكس نظرية الكفاءة التي تتصف بكونها نظرية معيارية (normative) تنطلق من البناء النظري وتحاول فرضه على الواقع. لكن السؤال الذي يطرح نفسه في هذا الصدد هو: لماذا عاد موضوع السلوك للظهور من جديد؟

(3) عودة ظهور إشكالية السلوك في المالية

إن التركيز على موضوع السلوك - كما ذكرنا آنفاً - ليس حديث العهد في المالية، فقد أشار إليه "زولا" في القرن 19م، وإذا كان طرحه قد اتسم آنذاك بالأدبية (ناهيك عن أنه لم يكن مختصاً وباحثاً في أسواق المال) فإن الأمر لم يكن كذلك بالنسبة لكل من "دوبونت" و "تالر" (De bondt & Thaler, 1986) إذ أن النقاشات حول هذا الموضوع في أسواق المال غالباً ما تسند إليهما، بالرغم من أن النتائج التي توصلوا إليها لم تلفت أي انتباه في بادئ الأمر، تماماً كما تم تجاهل آراء "زولا" في السابق.

تمثلت أعمالهما أساساً في محاولة الربط بين مجموعة من الظواهر الشاذة الملاحظة في أسواق المال وبين مجموعة من الفرضيات المفسرة للسلوكيات الفردية، حيث لوحظ خلال فترة دراستهما بأن الأسهم التي ارتفعت أسعارها بشكل كبير في الماضي تميل على تقديم مردوديات مرتفعة في المستقبل والعكس (تعد عملية التنبؤ هذه حرقاً لفرضية السير العشوائي للأسعار)، وقد فسرا هذه الملاحظة بأن الأفراد يبالغون في ردة فعلهم (sur-réagissent) اتجاه المعلومات الحالية (معلومات السعر المرتفع)، ويقبلون على شراء هذه الأوراق فيرتفع سعرها فعلاً⁷¹.

وقد أدت هذه فكرة الجديدة بعد حوالي عشر سنوات إلى ظهور ما أصبح يعرف بالمالية السلوكية وهذا ما يدفعنا إلى التساؤل عن تفسير لعودة ظهور هذه الفكرة القديمة اليوم. يمثل هذه القوة، ولماذا لم تحدث سابقاً مثل هذا الأثر في الوسط الأكاديمي؟

لقد عرضت "هيلين، ر. لومونتاني" في مقالها تفسيرين أو إجابتين محتملتين لهذا السؤال:

⁷¹ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p31

1.3 أولاً

التفسير بالاستناد إلى نظرية الفيلسوف " توماس سامويل كان، Thomas Samuel Kuhn التي قدمها عام 1970 في كتابه " بنية الثورات العلمية "، وبالرغم من انه حصر هذه النظرية في وصف تطور العلوم الدقيقة، إلا أن المنظرين في المالية قاموا بالاستعانة بها وتطبيقها على وصف تطور النظرية للمالية⁷²، ولهذا السبب نحاول أن نشير إليها بشكل سريع :

تشير هذه النظرية إلى أن العملية التي تقود إلى التخلي عن نموذج علمي تتميز دائماً بما يسمى بـ " أزمة العلم العادي " (Crise de la science normale)، ووفقاً لها تمر العلوم في دورة حياتها بثلاث مراحل⁷³ :

1.2.1 المرحلة الابتدائية أو الأولية (stade primitif)

نلاحظ فيها تعايش مجموعة من النظريات والمدارس لها مفاهيم متضادة من حيث طبيعتها ورؤيتها للعالم وتطبيق هذا العلم فيه، ولهذا السبب نجد أنها تتنافس باستمرار.

2.2.1 مرحلة العلم العادي (phase de science normale)

تنتهي المرحلة الأولى بتبني نموذج فكري، هو بمثابة " علبة صلبة تم تشكيلها مسبقاً " (boit préformée et inflexible) حيث يفترض تعديل الواقع وتكييفه لإدخاله فيها، تتميز هذه المرحلة بأعمال تنظيف جذرية كما أطلق عليها "كان" (des travaux de nettoyage) ويقصد بها عمليات استكشاف هذا النموذج وتكييف الواقع ليتلاءم معه، كما تتسم بظهور تشوهات تسمح بتطور مجموعة من النظريات داخل النموذج غير أنها لا تقود أبداً إلى التشكيك فيه.

3.2.1 مرحلة الأزمة (phase de crise)

تبدأ هذه المرحلة حين تتفاقم التشوهات الملحوظة وتبدأ في مضايقة الباحثين، حيث يستأنف النقاش عندها كما كان في المرحلة الأولى، ويقود هذا إلى ثورة علمية أخرى تنتهي بتبني نموذج جديد، وبهذا تنطلق دورة جديدة للعلم العادي. عند إسقاط هذه النظرية على ما تشهده المالية، يمكن القول بأنه من الصعب معالجة التشوهات الملحوظة في أسواق المال داخل النموذج النظري المطور خلال ستين سنة الماضية، فقد فاق هذا

⁷² - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 04.

⁷³ Voir : H.R-Le Montagner, , Des marchés et des hommes, Op.Cit, P : 04-05.

المشكل قدرة نظرية الكفاءة على القضاء بسرعة على أي اختلال مؤقت في السوق⁷⁴، ولذا لا بد من اللجوء إلى نموذج جديد.

2.3 ثانيا

التفسير الذي قدمته "كاربوني، Carpentier, 2000"، حيث أشارت في دراستها التي أجرتها حول علاقة الجانب السلوكي بالمؤسسة إلى مسألة هامة في "قضية الهيكل المالي للمؤسسة"، فقد لاحظت بالعودة إلى مقال "رافيف وهاريس" (Harris & Ravive, 1991) المتضمن محاولة لتجميع كل الأعمال النظرية والتجريبية التي تناولت موضوع الهيكل المالي، أنه وبعد عشر سنوات على نشر هذا المقال لم تحرز النظرية المالية أي تقدم يذكر في هذا الموضوع، ولهذا قدمت حلين ممكنين لهذا العجز.

2.3.1 الحل الأول

أن تخرج مسألة الهيكل المالي من إطار العلم لتدخل في نطاق التقنية، فكون النظرية المالية لا تقدم أي جديد في هذه المسألة، فلا بد أن يكون المشكل المطروح قد حل وعولج، غير أن هذا الحل لا يبدو مقنعا بدليل عدم التوصل إلى اتفاق في هذا الشأن، كما لم يتم تقديم أي تطبيق يساعد أصحاب القرار على اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة.

2.3.2 الحل الثاني

التخلي عن اعتبار هذه الإشكالية موضوعا للبحث، لأنه إذا أرجعنا عدم التوصل إلى حل ولو مؤقتا، غير أننا نلاحظ عدم اقتناع الباحثين بهذا الحل بدليل استمرار الأبحاث في هذا الموضوع.

إذن بسبب عدم نجاعة كلا الحلين واستمرار هذه المشكلة في إثارة اهتمام الباحثين، فهي ترى أن اللجوء إلى طرق مختلفة جذريا (radicalement nouvelles) قد يعتبر المفتاح الوحيد لهذا الإشكال⁷⁵.

⁷⁴ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p 33

⁷⁵ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p33

وإجمالاً يمكن تلخيص سبب العودة إلى الاهتمام بالسلوك في المالية في نقطتين هما:

- استمرار ظهور التشوهات في أسواق المال، وصعوبة معالجتها داخل نموذج الكفاءة.
 - عجز النظريات التقليدية في مالية المؤسسة عن تقديم الحلول اللازمة والتطبيقية لأصحاب القرار.
- ليست المالية السلوكية في واقع الأمر مجرد اللجوء إلى علم النفس كاتجاه جديد، يتم إتباعه مع إقصاء كل جانب مالي، وإنما هي نموذج علمي يقوم أولاً على نقد داخلي لنظرية الكفاءة بالاستناد إلى الواقع (هذا النقد يقوم في طياته على بعض المعارف النفسية فالواقع ليس غلا تفاعلا للمجتمع البشري)، ثم اللجوء إلى علم النفس في محاولة لتفسير التشوهات الملاحظة، والمالية السلوكية هي نتيجة لتزاوج نظرية مالية هي نظرية المستثمرين غير العقلانيين (الجاهلين) NTA (Les investisseurs Noise Trader Approach) والنظرية النفسية في اتخاذ القرار التي طورها كل من " دانيال كانمان " و " أموس تفرسكي "، وقد قامت المالية السلوكية على فرضيتين أساسيتين، نحاول التطرق إليها فيما يأتي.

المطلب الثالث : الفرضيات الأساسية للنظرية المالية السلوكية

تقوم المالية السلوكية " FC " على فرضيتين أساسيتين نابعتين من ملاحظة الأداء الفعلي لسوق المال، أولهما : عدم تمتع كافة المستثمرين بالرشادة، حيث يتأثر سلوكهم الاستثماري باعتقاداتهم وانفعالاتهم وثانيهما، أن عملية التأثير كما أنها ليست خالية من المخاطر⁷⁶، ونحاول الآن التطرق لكليهما بشيء من التفصيل.

1) الفرضية الأولى : عدم رشادة المستثمرين، L'irrationalité des investisseurs

لقد قامت نظرية الكفاءة على اعتبار تمتع جميع المستثمرين بالرشادة والعقلانية، إذ يتبع سلوكهم نمودجا محددًا مسبقًا، وحتى ولو وجدت سلوكيات غير عقلانية فإنها لا تعدوا أن تكون ظواهر عشوائية وغير مترابطة يلغي بعضها بعض، غير أن المالية السلوكية ترى أن هناك تعايشًا بين المستثمرين العقلانيين والمستثمرين الجاهلين أو " العامة " أو يطلق عليهم NT (Nois Trades) والذين يعرفهم " أندري أورليان " في مقاله بأنهم " أولئك المستثمرين الذين يقومون بناء توقعاتهم

⁷⁶ - Voir : N. Aktas, la 'finance comportementale' : un état des lieux, In : Reflets et Perspectives, Op.Cit , P :28.

بطريقة عقلانية ، سواء باستعمال إشارات خاطئة، أو بإتباع استراتيجيات غير عقلانية على غرار أصحاب الفني أو متبعوا الاتجاهات (Les suiveurs de tendance) الذين يقومون بالشراء أثناء اتجاه الصعودي، ويبيعون حين يكون الاتجاه نازلاً⁷⁷، وهذا إذن هو جوهر نظرية المستثمرين غير العقلانيين (الجاهلين) ، التي تهتم بالحالات التي تكون فيها السلوكيات العشوائية وغير العقلانية متبوعة بعدد كبير من المستثمرين مما يجعل تأثيرها على الأسعار كبيراً⁷⁸.

ينتج عن التعايش بين هاتين الفئتين من المستثمرين توقعات غير متجانسة، وتكون عندها السلوكيات غير العقلانية مرتبطة، إذ عوض أن تلغي بعضها البعض تتراكم في نفس الاتجاه بفعل التقليد والمحاكاة أو ما يعرف بعدد كبير من المستثمرين مما يجعل تأثيرها على الأسعار كبيراً⁷⁹.

إذن تركز المالية السلوكية على كون السوق هو المكان الأمثل للتفاعلات الاجتماعية، وهو الجانب الذي تجاهلته النظرية التقليدية، فهو ليس مجرد أفراد منعزلين ومستقلين وإنما مجتمعاً معقداً من العلاقات والتفاعلات يلعب فيه الاتصال بين المستثمرين دوراً هاماً، كما أن السلوكيات الفردية فيه تؤثر على بعضها البعض، ناهيك عن أن تغيير الأسعار لا يكون نتيجة لظهور معلومات جديدة فقط، وإنما قد يكون نتيجة إشاعات أو أقاويل⁸⁰.

قد يقود الخوف من ارتكاب الأخطاء بعض المستثمرين - خاصة المبتدئين منهم - إلى تقليد غيرهم لاعتمادهم في كونهم أكثر دراية بالسوق، وهذا ما يطلق عليه بالتقليد المعلوماتي (Le mimétisme informationnel) حيث توصل كل من " سامرز " و " شليفير " (Shlieifer & Summers) انطلاقاً من مجموعة تجارب أجريها على الأفراد لفهم السلوك غير عقلايين، إلى نتيجة مفادها أن أغلبية الأشخاص في اختيار ما مثلاً، يميلون على الإجابة عن سؤال ما بالأخذ في الاعتبار الإجابة المقدمة من الغير، لا بناء على معلوماتهم الخاصة، إذ يطرحون على أنفسهم أسئلة على غرار : ماذا لو كان الجميع

⁷⁷ - Voir : A.Orléan, efficience, finance comportementale et convention, In : les crises financières, Op.Cit P : 248.

⁷⁸ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p35

⁷⁹- Voir : Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances Op.Cit, P : 14.

⁸⁰ - Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 27-28.

يفكر بنفس الطريقة؟ ماذا لو قدم أحد غيري نفس الإجابة؟ وهذا ما يجعلهم يفكرون بشكل غير منطقي⁸¹.

وبالعودة إلى عالم الحيوانات، نجد بأن ما يطلق عليه سلوك القطيع Le comportement moutonnier أو غرزة القطيع (L'instinct de troupeau) يمكن أن يظهر لدى البشر في شكل تقليد أو محاكاة، إذ يفضل أحيانا تقليد المجموعة وإتباع قوانينها تفاديا لإقصاء والاستبعاد، والمجموعة حسب النظرية التقليدية لا تفكر بعقلانية، فإذا من المستغرب ظهور سلوكيات غير عقلانية في سوق المال⁸².

لكن السؤال الذي يطرح هنا هو : متى يصبح التقليد المعلوماتي سلوكا عقلانيا؟ ومتى يكون من الأفضل السير وراء القطيع عوض الاعتماد على المعلومات الخاصة؟

يمكن للتقليد أن يكون سلوكا مناسباً إذا اعتقد المستثمر في أن مستثمرا آخر يمتلك معلومات خاصة أو يتصرف بناء على تحاليل الخبراء (نلاحظ في سوق المال أن هناك اهتماما بالإشاعات وبتصرفات الغير) ، لكن إذا قام عدد كبير من المستثمرين بالتقليد فهذا يؤدي إلى ظهور ما يطلق عليه : " شلال معلوماتي " (Cassade informationnelle) حيث لا تعكس الأسعار عندها معلومات خاصة، وإنما تضخيماً للمعلومات التي في حوزة الأفراد الذين بدؤوا هذا الاتجاه (الذين قاموا بالتقليد أول مرة) ولعل أبرز مثال على استغلال هذه الظاهرة ما قاله " ولش، Welch,1992 " عن أن بعض الشركات حين تدخل البورصة للمرة الأولى ولعلمها بالدور الهام الذي تلعبه المعلومات الأولى على الورقة المالية في تطورها مستقبلي، تقوم أولاً بإصدارها بسعر منخفض عن القيمة الحقيقية، ثم تقوم بشرائها إلى أن يرتفع سعرها عن القيمة الحقيقية وينطلق عندها الاتجاه الصعودي. إذن فللتقليد المعلوماتي أثر مزدوج : يكون عقلانيا حين يكون ورائه عدد قليل من الأفراد (فمن العقلاني تقليد من يعرف أكثر)، غير أنه يصبح غير عقلاني إذا تضخم هذا العدد (يصبح التقليد للمقلدين). ويصف " كيندلبرغر، Kindleberger " هذا الأثر بقوله : إن السلوك كل فرد هو عقلاني ، أو

⁸¹- Voir : Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances Op.Cit, P : 14.

⁸² - Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 27-28.

كان عقلانيا لولا قيام الآخرين بتقليده"، ونشير أخيرا إلى أن الاتصال بين الأفراد يسهم في نشر السلوكيات غير العقلانية وتضخيمها وارتباطها⁸³.

(2) الفرضية الثانية: محدودية التحكيم، L' arbitrage limité

ليست أسواق المال في الواقع أسواقا مثالية، وهذا يعود لوجود ما أطلقنا عليه اسم: المستثمرون الجاهلون مما يقتضي بالضرورة وجود المحكمين لأجل إلغاء أثر النوع الأول من المستثمرين والعودة بالسعر إلى قيمته الحقيقية، غير أن هذه العملية قد تكون محدودة الأثر بفعل الارتباط بين السلوكيات غير العقلانية العامة (القطيع) التي تتفاقم كما ذكرنا سابقا، مما يضعف من قدرة المحكمين على إلغاء أثرها كما افترضت النظرية التقليدية، ويجعل التحكم بالسوق في يد الفئة العادية⁸⁴، كما أن عملية التحكيم في واقع الأمر قد تنطوي على عدة مخاطر نذكر منها:

✓ إن الشرط الأساسي للقيام بعملية التحكيم هو وجود البديل الأمثل للورقة المالية، غير أنه في الواقع وبالخصوص عند وجود فقاعات سعرية (Des bulles spéculatives)، أين تكون غالبية الأوراق مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية، من المستحيل العثور على البديل الأمثل وعادة ما يطلق على هذا الخطر: "الخطر الأساسي أو النظامي" (risque fondamental ou systématique)، كونه غير قابل للتنوع⁸⁵.

✓ الخطر الثاني ناجم عن الجهل بالموعد المحدد لانفجار الفقاعات السريعة، ويقدم "ن.أكتاس" مثلا مبسطا لتوضيحه: لنفترض أن مسيرا لأحد صناديق التوظيف أدرك في ربيع سنة 1986 وجود أوراق مالية مسعرة بأعلى من قيمتها الحقيقية، فالسلوك الأمثل الذي عليه أن يقوم به في هذه الحالة هو "البيع على المكشوف" أي أن يقوم ببيع أوراق لا يملكها بالسعر الحالي على أن يتم تسليمها في موعد لاحق (عادة بعد شهر)، فإذا لم تنفجر الفقاعة السريعة أي لم يحدث الانخفاض الذي يتوقعه خلال مدة العقد يمكنه أن يقوم بتمديده (لشهر آخر مثلا) متحملا بذلك خسارة إضافة إلى تكاليف القيام بالتمديد والتمثل هذه التكاليف مصدرا آخر للخطر (Le risque des coûts de transactions).

⁸³ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p37

⁸⁴ - Voir : M.Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, Op.Cit, P : 182-183.

⁸⁵ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 18.

✓ إذا استمر هذا المسير في اللجوء إلى هذه الإستراتيجية فسيكون عليه القيام بجوالي خمسة عشر (15) تمديدا قبل انفجار الفقاعة في عام 1987، في الوقت الذي حقق فيه غيره من المستثمرين ممن ساروا مع الاتجاه عوائد تقدر بـ 15 إلى 20 % في كل مرة، أما الاحتمال الأكبر فهو أن يكون قد أقصي وأبعد من السوق قبل نهاية السنة 1986 بفعل المنافسة، وهذا ما يكشف عن وجود خطر آخر مرتبط بعملية التحكيم هو خطر المنافسة "الخطر التنافسي" (Le risque concurrentiel)⁸⁶، إذن نلاحظ بأن الإبعاد من السوق سيكون مصير من يسلك السلوك المناسب الذي تنص عليه النظرية التقليدية، لا مصير الفئة غير العقلانية كما قال " فريدمان"، وعند إدراك هذه الحقيقة، يصبح رأي الأغلبية بدوره متغيرا لا بد من أخذه في الحسبان، حيث يطلق على من يعرف اعتقادات الأغلبية (Noise traders) إلى جانب عمله بالمعطيات الأساسية اسم : (Investisseurs intelligents , Smart money investors) وهذا ما لاحظته " كاينز، Keynes " بقوله : " لا يهتم المستثمرون المحترفون بالقيمة الحقيقية لاستثمار فقط ، وإنما بالقيمة التي سيحدددها له السوق بعد ثلاثة أشهر أو ستة بفعل تأثير الأغلبية"⁸⁷

✓ من بين الأخطار التي قد تحدث كذلك من عملية التحكيم خطر السيولة (Le risque de liquidité) فقد لا يستطيع المحكومون شراء البديل الأمثل لعدم توفر السيولة اللازمة، وقد يلجئون عندها للاقتراض من الغير الذي قد يطالب بتسديد الدين لسبب أو لآخر قبل أن يحقق المحكم العوائد المرجوة مما يجبره على تصفية مركزه والخروج من السوق (متحملا الخسارة)⁸⁸، إذن بفعل هذا الخطر، حتى لو أدرك المحكمون أن الأسعار غير معقولة فليس في وسعهم القيام بشيء لإعادة التوازن إلى السوق⁸⁹.

لإضافة إلى الأخطار سابقة الذكر والتي يمكن أن تعمل على الحد من عملية التحكيم، نشير إلى انه يمكن أن يكون لهذه العملية أثر عكسي، إذ قد يساهم المحكمون في اختلال توازن السوق عوضا عن تصحيحه، وهنا يطال التشكيك رشادة المحكمين أنفسهم ومدى قدرتهم على معرفة القيمة الحقيقية

⁸⁶ - Voir :N. Aktas, la 'finance comportementale' : un état des lieux, In : Reflets et Perspectives, Op.Cit , P :29.

⁸⁷- Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 26.

⁸⁸ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 19.

⁸⁹ - لمزيد من التفصيل، أنظر:

M.Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, Op.Cit, PP : 177-184.

انطلاقاً من تفسير إشارات السوق، بمعنى معرفة ما إذا كان التغيير في السعر حدث نتيجة لخطأ في تقدير قيمة الورقة المالية، أو أنه استجابة عقلانية لتغيير في العوامل الأساسية⁹⁰، كما يمكن أن يكون من العقلاني أحياناً أن يسلك المحكمون نفس سلوك الأغلبية الذين يميلون إلى اعتبار التطورات المستقبلية تكراراً لما حدث في الماضي، ويتبعون عندها إستراتيجية يطلق عليها اسم: "التغذية العكسية الموجبة" (Positive feedback)، أي الشراء حين ترتفع الأسعار والبيع عند انخفاضها، وعليه فإن أفضل ما يقوم به المحكمون في هذه الحالة هو السير مع التيار أو كما قال "سوروز، Soros" (prendre le train en marche)⁹¹، والاستفادة من معرفتهم بالأساسيات وقدرتهم على توقع توقيت انعكاس الاتجاه السعري (Timing) لأجل التخلي عن الأوراق المالية في الوقت الذي تستمر فيه الأغلبية في الشراء، إذن عوض أن يقوم المحكمون بدورهم المنوط بهم في نظرية الكفاءة، نجد أنهم يقومون في هذه الحالة بإثارة أخطاء التقييم لدى العامة وحث متبعي الاتجاهات على الشراء بكميات كبيرة -مما يعني التسبب في ظهور اتجاه سعري ثم الاستفادة من انعكاسه⁹²، وعليه فإن التحكيم في المالية السلوكية هو عملية محدودة الأثر، لا تخلو من المخاطر كما قد لا تقود إلى إلغاء الفارق بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية⁹³.

نلاحظ بعد عرض الفرضيات الأساسية للمالية السلوكية، أنها قد قامت بالتشكيك في أهم مفهومين ارتكزت عليهما نظرية الكفاءة (الرشادة والتحكيم)، ولم تكتف بهذا، وإنما أكدت ما توصلت إليه من نتائج خلال ملاحظة مجموعة من الظواهر الشاذة في أسواق المال، تم السعي إلى تفسيرها في ظل إطار نظري مستقل وخاص بها، فقد أثمرت الاستعانة بعلم النفس عن التواصل إلى اكتشاف وملاحظة العديد من الانحرافات التي تطبع سلوك البشر بشكل عام، والمتعاملين في أسواق المال بشكل خاص، وتجعل من سلوكياتهم وقراراتهم بعيدة عن النموذج العلمي للنظرية المالية (Homo oeconomicus)، ونحاول الآن تسليط الضوء والمناقشة بعض الانحرافات الملاحظة كونها أهم ما يشكل الإطار النظري للمالية السلوكية.

⁹⁰ - Voir :N. Aktas, la 'finance comportementale' : un état des lieux, In : Reflets et Perspectives, Op.Cit , P :29- 30.

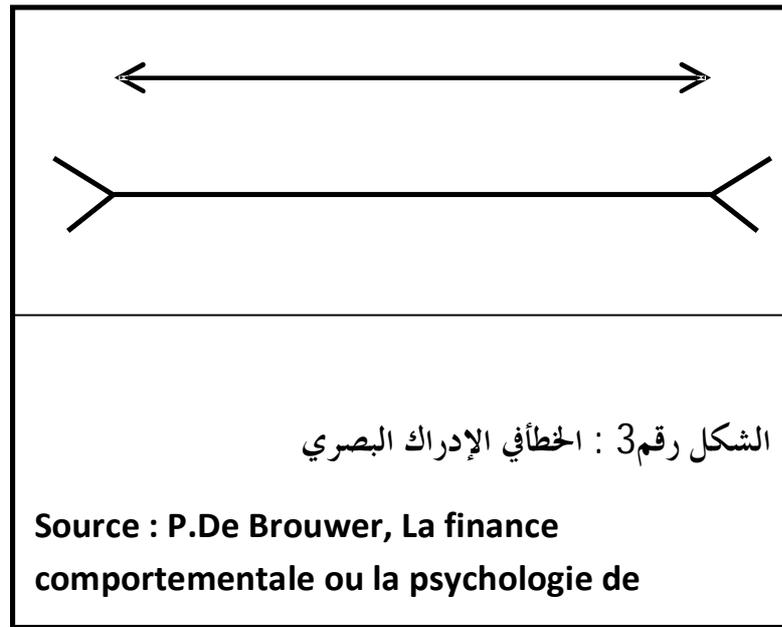
⁹¹ -N. Aktas, la 'finance comportementale' : un état des lieux, In : Reflets et Perspectives, Op.Cit , P :32.

⁹² - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p39

⁹³ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 20.

المطلب الرابع : أهم الانحرافات السلوكية الملاحظة، Les biais comportementaux

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 الراجع لوجود خطأ على مستوى الحواس وهذا ما يعرف بالخطأ الإدراكي، ولإثبات وجود هذا النوع من الأخطاء لاحظ الخطان الموضحة في الشكل التالي:



يبدو أن الخط السفلي أطول من الخط العلوي وهذا خطأ فكلاهما متساويان في الطول، وعلى غرار هذا الخطأ في الإدراك البصري يمكن لقراراتنا واختياراتنا (خاصة حين تتعلق بتوظيف الأموال) أن تكون غير سليمة بفعل أخطاء إدراكية⁹⁴.

⁹⁴ - Voir : Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances Op.Cit, P : 15.

يقودنا هذا المثال إلى الحديث عن أنواع الانحرافات السلوكية، إذ نجد أن هناك من يقوم بتقسيمها إلى أخطاء إدراكية (Cognitifs) (أو معرفية) وأخرى الفعلية (Affectifs) وهناك من يصفها حسب موضوعها أي الفرد أو الجماعة، غير أننا سنحاول إتباع تصنيف كل من " باربريز " و " تالر " (Barberis & Thaler, 2003) وتقسيمها حسب نطاق تأثيرها، حيث نجد عندها :

§ التأثيرات على توقعات المستثمرين.

§ التأثير على تفضيل المستثمرين.

1. الانحرافات المؤثرة على التوقع (التنبؤ) : Les biais de prévision

يميل الفرد حين يكون بصدد بناء توقعاته (التي يفترض أنتكون عقلانية حسب النظرية التقليدية) إلى اقتراف أخطاء إدراكية (Des erreurs cognitives)، لأن التصورات العقلية للإنسان لا يمكن أن تتطابق كلية مع الواقع، وهذا لكونه عاجزا عن ملاحظة ومعرفة كل الوقائع والأحداث سواء بالنسبة للأمور البسيطة أو تلك المعقدة، ومن بين هذه الأخطاء نذكر :

1.1 الثقة المفرطة أو الزائدة، Overconfidence/ L'excès de confiance

يقصد بها مبالغة الأفراد في تقدير قدراتهم، وما مجوزتهم من معلومات (الوهم المعرفي)

(illusion de connaissance)، فالكل يعتقد في قدرته على التغلب على السوق، والتمادي في هذه الثقة يقود إلى حالة من التفكير السحري (La pensée magique) إذ يعتقد عندها الفرد بأنه يؤثر على الأحداث بشكل ما، يتلقى إشارات خفية أو غيبية⁹⁵.

ويصف كل من " دويوت " و " تايلر " (1995) هذا الانحراف بكونه " أقوى نتيجة أثبتتها الأبحاث في علم النفس " ولإثبات هذه النتيجة، ما عليك إلا سؤال مجموعة من الأفراد عما كانوا يعتبرون أنفسهم من بين 50% التي تحسن القيادة أو من بين 50% المقابلة، فستلاحظ عندها أن حوالي 98% يعتبرون أنفسهم من الفئة الأولى، في حين من المفروض أنه وفي محيط يتمتع أفرادها بالرشادة وبصورة ذاتية حقيقية، سيعتبر النصف أنفسهم من الفئة الثانية⁹⁶.

⁹⁵ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 21-22.

⁹⁶ - Voir : Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances Op.Cit, P : 15.

يتفرع عن الثقة المفرطة انحراف من نوع آخر يطلق عليه " الترشيد أو العقلنة " (la rationalisation) بمعنى السعي على إيجاد مبررات ومسوغات عقلانية للسلوكيات الذاتية غير العقلانية، سواء بادعاء التعرض لإكراه خارجي (Compulsion) أو بإسنادها لشخص آخر (Attribution) ، أو بإسنادها للذات (Auto- attribution) إذ يعتقد عندها الأفراد بأن النجاح هو وليد مهاراتهم الشخصية وبأن الخسارة سببها العوامل الخارجية أو سوء الطالع وذلك بالقول عادة (Nature is against me) ، وقد توصل كل من " باربر " و "أودين " (Barber & Odean) إلى نتيجة مفادها أن هذا الخطأ هو أكثر شيوعاً لدى الرجال مقارنة بالنساء⁹⁷ وخاصة غير المتزوجين منهم، كما أنه يتفاقم بعد تعود الربح في السوق.

2.1 التفاؤل، Optimism /L'optimisme

يميل الأفراد عامة إلى الاعتقاد بأن مستقبلهم سيكون أفضل حالاً (هذه سمة الإنسان عموماً)، ولهذا يبالغون في تقدير قيمة الأصل الذي بحوزتهم مع التقليل من أهمية التذبذبات التي يشهدها سعره، بالإضافة إلى اعتقادهم في صحة ودقة المعلومات التي يمتلكونها⁹⁸.

بعد الإفراط في الثقة والتفاؤل سبباً لكثير من الحروب والاكتشافات العلمية والأنشطة الاقتصادية، غير أنه حين يتعلق بالاستثمار فإنه غالباً ما يقود إلى قرارات خاطئة⁹⁹.

3.1 المعارف المبسطة أو المعممة، Simplification / Généralisations

heuristiques / heuristics

يقصد بها عملية اتخاذ القرار، رغبة في اقتصاد الوقت والجهد، وذلك بالاعتماد على عدد محدود من المفاهيم والمعطيات : كالأفكار الجاهزة (stéréotypes)، الأفكار الراسخة، العادات، ويتم هذا التبسيط عادة سواء من خلال القيام بـ: التعميم، الانتقاء، القولية (stéréotypes)، الحد (réductionnisme).

⁹⁷ - Voir : Jay R.Ritter, Behavioral finance, In : The Pacific-Basin finance Journal, Vol.11, No.4, September, 2003 P: 04.

⁹⁸ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 22.

⁹⁹- Voir : Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances, Op.Cit, P : 15.

ومن بين أهم الطرق المعتمدة لتبسيط عملية اتخاذ القرار نذكر :

3.1.1 التمثيل، Representativeness / Heuristique de représentativité

يميل المستثمرون في محاولة منهم لتحديد الاحتمالات حدث ما، إلا الانطلاق من ظاهرة معينة ليتم اعتبارها ممثلة لمفهوم أو لقانون عام.

3.1.2 الاعتماد على الموجود أو المتاح، Availability or Accessibility /

Heuristique de disponibilité

هو انحراف مرتبط بالذاكرة، فقد لا يستطيع الفرد استحضار جميع المعلومات اللازمة لتحديد احتمالات حدث ما، لذا يقوم بالتركيز على أول شيء يقوم بإدراكه أو تخيله.

3.1.3 المحافظة أو الترسيع (الثبوت) العقلي، le Conservatisme ou l'Ancrage

(fixation) Mental / Conservatism

اقترحه " إدواردز، Edwards " للمرة الأولى سنة 1968 وهو ينص على أن المستثمرين يضعون في أذهانهم بعض النقاط المرجعية التي قد تكون سعر قديم أو قيمة بورصية قديمة، ذهنياً عن تقدير كل الأحداث والأوضاع الجديدة وهذا ما يعرف بالمقاومة التغيير (La résistance au changement)، ويعود هذا الانحراف على عدة أسباب منها : امتلاك الذاكرة انتقائية (une mémoire sélective)، النفور الإدراكي (la Dissonance cognitive)، حيث يميل الأفراد إلى إقصاء وإبعاد الوقائع المخالفة لمعتقداتهم / أفكارهم / عاداتهم / تطوراتهم المسبقة، ويتمسكون بما يتماشى معها ويوافقها وهذا ما يطلق عليه أيضاً انحرافات التأكيد (Biais de confirmation).

يتسبب الترسيع العقلي في التقليل من ردة فعله (sous réaction) غير أنه يمرور الوقت حين تبدأ المعلومات الجديدة في التأكد، يقوم الأفراد بمسايرة الأحداث وتعديل توقعاتهم بشكل مفاجئ مما يقوم إلى المبالغة في ردة الفعل (sur-réaction)

3.1.4 الحساب العقلي، Mental accounting / la comptabilité mentale

تم اقتراحه من طرف " تالر " (1980-1985) إذ يميل الأفراد إلى التفريق في عملية اتخاذ القرار بين المعطيات يجب الجمع بينها، وكأنهم ينشئون بذلك حسابات (أرصدت) عقلية متفرقة

لكل معطى في الوقت الذي يفترض أن يتم التعامل فيه مع جميع المعطيات في آن واحد، ويؤثر هذا الانحراف عند بناء محفظة الأوراق المالية والتعامل مع الأوراق المكونة لها¹⁰⁰، وهذا ما سيتم شرحه أكثر في الفصل الثاني.

إلى جانب هذه الطرق المذكورة لتبسيط وتسهيل عملية اتخاذ القرار، يمكن أن نشير بشكل سريع إلى انحرافات إدراكية أخرى يمكن تصنيفها دائماً مع المعارف المبسطة كونها تعمل على تضيق الرؤية والحد منها :

a امتلاك ذاكرة قصيرة (un mémoire Corte) وأفق زمني محدود بالنسبة للمستقبل (du temps limité horizon).

a امتلاك رؤية نفقية (une vision entunnel) ولنعطي مثال عن هذا نفترض أن الشخصين (أ) و (ب) يمتلك كل منهما فهما قيمته 120 أورو، اشترى (أ) هذا السهم بـ 100 أورو في حين كلف (ب) 50 أورو، فجأة انخفض السعر السهم إلى 60 أورو، فأى المستثمرين سيتضرر أكثر؟

سيجيب الأغلبية أن الخاسر الأكبر هو (أ) لأنه سيتعرض لخسارة كبيرة في حين أن (ب) لن يتعرض للخسارة وإنما سيحقق ربحاً أقل فقط، لكن إذا قمنا بتوسيع نطاق التفكير عدا عن اعتبار المتغير الوحيد هو الربح / الخسارة بنسبة لسعر الشراء، سنلاحظ كلا من (أ) و (ب) سيرى أن ممتلكاته الإجمالية انخفضت إلى النصف ومن وجهة نظر عقلانية فإن مقدار الضرر الذي سيلحق بكلي المستثمرين متساو¹⁰¹.

§ تفسير السلاسل على أنها اتجاهات، إضافة إلى تخيل وجود علاقة سببية بين الأحداث المتسلسلة، فالكثير يعتقد عند إلقاء قطعة نقدية مثلاً أن احتمال الحصول على fff ppp ، هو أقل من احتمال الحصول على FPP FPF في حين أن الاحتمال هو نفسه لكليهما¹⁰².

¹⁰⁰ - Voir : Jay R.Ritter, Behavioral finance, In : The Pacific-Basin finance Journal, Op.Cit, P :04

¹⁰¹ - Voir : Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances Op.Cit, P : 15.

¹⁰² - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p45

§ خطأ الارتداد أو الاستدكار (L'erreur rétrospective)، يقع فيه الأفراد الذين ينسون تقييمهم الأساسي، فبمجرد اطلاعهم على النتائج المعلنة تبونوها مشاهمة وقرية من تقييمهم الأصلي، إذ يقولون : " لقد سبق وأن قلت هذا بالفعل ! " .

§ يوجد انحراف مقابل للمعارف المبسطة هو : الكم الإدراكي (المعرفي) الزائد (la surcharge cognitive) ويقصد به الغرق في المعلومات والقرارات الواجب اتخاذها.

3.1.5 الانحرافات المؤثرة على التفضيل، Les préférences non standard

لقد أورد كل من " كانان " و " تفرسكي " هذه الانحرافات في " النظرية الاستشرافية " (la théorie des perspectives) التي اقترحها كبديل لنظرية المنفعة المتوقعة (L'utilité espérée)، كما أشارا إليها في مقالهما " اتخاذ القرار والنفسية المصاحبة للخيار " (The Framing of decision and the psychology of choice) .

ونذكر منها ¹⁰³:

3.1.6 عرض الموضوع أو المشكلة، Le Framing / Cadrage du sujet

أثبت الباحثان من خلال جملة استبيانات واختبارات أن معظم الأفراد يتأثرون بالطريقة التي شكل أو قدم بها الموضوع، وذلك دون التعمق في التفكير أو البحث أكثر، ويقومون بالتغيير تفضيلاً لهم مباشرة عقب إعادة صياغة الموضوع أو الإشكال، خاصة حين يتعلق الموضوع المقدم بمسألة مالية حياة أو موت، ومن جملة الاختبارات التي أجريها نذكر الاختبار التالي :

قاما بتوزيع استبيان على طلبة جامعتي ستانفورد وكولومبيا (Stanford and British Columbia) .

1.6.3.1 أولاً

الصياغة الأولى للإشكال ثم تقديمها لعينة مكونة من 152 طالبا (N=152) تستعد الولايات المتحدة لمواجهة مرض جديد قادم من آسيا، تتوقع أنه سيقضي على حوالي 600 شخص وقد وضعت لمواجهة برنامج مع توقعات علمية دقيقة لنتائج كل منها.

¹⁰³ - Voir : Amos Tversky et Daniel Kahneman, the framing of decision and the psychology of choice, In : Science, Vol.211, Janvier 30, 1981, P : 453.

§ إذا قامت بتطبيق البرنامج (A): سينجو 200 شخص.
 § إذا تم تطبيق البرنامج (B): هناك احتمال $3/1$ بأن ينجو 600 شخص، واحتمال $3/2$ أن يموت الجميع فأى البرنامجين تختار؟
 تضمنت طريقة تقديم هذا المشكل احتمالات النجاة، ولذا فإن أغلب الذين أجابوا حاولوا تجنب الخطر (Risk averse) باختيار البرنامج الأول أين سينجو 200 شخص.

2.6.3.1 ثانيا

الصياغة الثانية للمشكل، تم تقديمها لعينة من 155 طالبا (N=155)
 ù إذا تم تطبيق البرنامج (C) فسيموت 400 شخص.
 ù إذا تم تطبيق البرنامج (D) فهناك احتمال $3/1$ ألا يموت أحد، واحتمال $3/2$ أن يموت 600 شخص فأى البرنامجين تختار؟
 نلاحظ بأن المشكل هو نفسه، فقط تمت صياغته من جديد بشكل يظهر الخسائر المتوقعة، ولذا فإن أغلب من أجابوا قاموا بالمخاطرة (risk-taking) واختاروا البرنامج (D) لأن احتمال موت الجميع أكثر قبولا من موت مؤكد لـ 400 شخص¹⁰⁴، إذن نلاحظ من خلال هذا الاختيار كيف تغيرت تفضيلات الأفراد اتجاه نفس المشكل بمجرد تغيير صياغته¹⁰⁵.

3.1.7 تجنب الخسارة، Loss aversion / L'aversion aux pertes

من خلال المثال السابق، يظهر جليا كيف أن الأفراد يميلون إلى تجنب الخسائر في الوضعيات التي تتضمن الربح، ويميلون إلى المخاطرة في الوضعيات التي تتضمن الخسارة¹⁰⁶، فالجميع يخشى الخسارة لأن وقعها أكبر من الربح (يكن توضيح هذه الحساسية الزائدة للخسارة من خلال الدالة التي اقترحها كل من " باربريز " و " هوانغ " (Barberis & huang, 2001)

هذا التجنب للخسارة فد يقل عقب تحقيق الأرباح وقد يزيد عقب الخسارة، كما قد يسبب انحرافا آخر هو : " صعوبة البيع " (Disposition effet / La Difficulté à réaliser) ses pertes) ونقص التردد في البيع لوجود تعلق عاطفي وانطباع بأن التخلي عن هذا العنصر

¹⁰⁴ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p46

¹⁰⁵ - لمزيد من التفصيل، أنظر:

Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p46

¹⁰⁶ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p47

يعد خسارة في الثروة، والاعتقاد بأن السوق هو الذي يجهل القيمة الحقيقية، حيث يميل المستثمر في هذه الحالة إلى تأجيل بيع الأوراق المالية الخاسرة على أمل تعويض هذه الخسائر في المستقبل¹⁰⁷، بالرغم من أن القاعدة الاستثمارية التي يجب اتباعها في هذه الحالة هي " قاعدة وقف الخسائر"¹⁰⁸ (Cut your loss, Ride your gains) ويعود هذا لصعوبة الاعتراف بالخطأ بسبب عناد المستثمر وشعوره بالنقص، لذا فهو يفضل الاستمرار في الخسارة على الإقرار بخطئه.

3.1.8 أثر الالتزام، L'engagement

إذا يلاحظ عادة أنه حين يقبل شخص أو يشرع في القيام بأمر ما، أو حتى في الإنصات إلى أحد ما فإنه سيشعر من الآن فصاعدا بالالتزام اتجاه ذاته أو اتجاه الآخرين، وعندها سيقبل بكل سهولة التقدم خطوة فخطوات إلى الأمام.

ü الأفراد المقربين منهم " اثر الند (pression de pairs).

ü المجموعة التي ينتمون إليها " تفكير الجماعة (pensée de groupe).

ü عامة المستثمرين من خلال إتباع التيار (le suivisme)

يتعارض هذا التقليد مع استقلالية التفكير ومع فرضية الرشادة، كما أنه قد يقود على سلوكيات متطرفة حيث نلاحظ بأن الفرد يذوب في المجموعة ويميل على فقدان مرجعيته الخاصة لصالح انفعالات المجموعة وصولا على ارتكاب تجاوزات ما كان ليرتكبها بمفرده، وهذا كما أوضحنا سابقا ما يطلق عليه: " غريزة القطيع " وتوضيح هذا نعطي مثلا مبسطا : لنفترض أن هناك مطعمين متجاورين A و B متماثلين من ناحية الشكل والأسعار والخدمة المقدمة، عند الساعة 18:30 يدخل زبون جائع إلى المطعم A، بعد 5 دقائق يأتي شخص يبحث عن المطعم ويلقي نظرة من النافذة على كلا المطعمين، فيلاحظ وجود زبون في المطعم A ويقرر الدخول حتى لا يتناول الطعام بمفرده في المطعم B، يمر شخص ثالث حوالي 19:00 فيلاحظ وجود زبونين في المطعم A ويستنتج عندها بأنه

¹⁰⁷ - Voir : M.Albouy, Peut-on croire à l'efficience des marchés financiers ?, Op.Cit, P : 183-184.

¹⁰⁸ - المزيد من التفصيل حول هذه القاعدة الاستثمارية، أنظر:

- عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، دليل شامل لتحقيق الأرباح في المضاربة والاستثمار، ط 05، البلاغ للطباعة والنشر، مصر 200، ص ص: 256-259.

المطعم الأفضل، ونتيجة لهذا التفكير سيكون المطعم A ممتلئا بالزبائن في نهاية الأمسية في حين أن B سيكون فارغا¹⁰⁹.

خلاصة واستنتاجات

شهدت النظرية المالية تطورا كبيرا في النصف الثاني من القرن الماضي، حيث تعددت الأبحاث بشأنها 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.

وقد شكلت التوقعات العقلانية الأساس الذي قامت عليه فيما بعد نظرية الكفاءة على يد " يوجين فاما " وغيره من الباحثين، إذ يكون السوق المالي حسب هذه النظرية كفوفا إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه جميع المعلومات المتاحة، وبالتالي فإن تقييم السوق لأي ورقة مالية هو أفضل تقدير لقيمتها، وحتى ولو ظهرت في السوق بعض السلوكيات غير العقلانية فإنها تكون عشوائية ويتم إلغاؤها باللجوء على عملية التحكيم، إذ تتمثل وظيفة المحكمين في العمل على تصحيح السعر عند انحرافه مؤقتا عن قيمته الحقيقية، إذن إجمالا حين تكون التوقعات عقلانية في السوق سيتفق جميع المتعاملين على القيمة الحقيقية ويعكس السعر عندها أفضل تقدير لها.

¹⁰⁹ - Voir : Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances Op.Cit, P : 15.

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 " ستيجلتيز " (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 جيدا في البحث، أساسه المزاوجة بين المالية وعلم النفس أثمر في التوصل على ما أصبح يعرف اليوم بـ " المالية السلوكية " .

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 على 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.

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 على 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 القرارات التي تزيد الأرباح، وقد توصل البحث السلوكي أيضا على 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 هذا ما يطلق عليه " سلوك القطيع " الذي يتنافى مع استقلالية التفكير ومع فرضية الرشادة.

قائمة المراجع

توالى ظهور النماذج الرياضية في المالية الحديثة (التقليدية) على مدار أكثر من نصف قرن، بالاستناد دائما على نظرية المنفعة المتوقعة لكل من " فون نيومان " و " مورغنسترن " (1944) ولعل من أهم هذه النماذج، حين ، يتعلق الأمر بمالية الأسواق هو نموذج " ماركوفيتز "، "Markowitz" (1952) في بناء المحفظة أو ما يعرف بـ : " التحليل العائد- المخاطرة."

لقد قدم " ماركوفيتز (1952) " أسسا عملية لاتخاذ القرار في ميدان بناء المحفظة، بالاعتماد على معايير إحصائية ورياضية، كما قام بوضع قواعد لاختيار الأوراق المالية، ثم قام بتطويرها لكيفية تسيير محفظة مكونة من ورقتين ماليتين فأكثر. وحين بدأ الاتجاه السلوكي في الظهور، لم يكن هذا التحليل بمنأى عن التدقيق والنقد، وبالفعل أثبت الباحثون وجود تشوهات عند تطبيقه ناهيك عن بعده عن الواقع العملي، وكان هذا حافزا لدفع البحث في الميدان السلوكي ليشمل أيضا ميدان بناء المحفظة. وعلى الرغم من قلة الأبحاث فيه، واقتصارها بشكل كبير على التأسيس أولا لنظرية مالية سلوكية تحل محل نظرية الكفاءة، إلا أنها توصلت إلى نموذج سلوكي في بناء المحفظة يعد ثمرة لأعمال كل من " شيفرين " و " ستايتمن " (Shefrin & 2000). Statman ,

أما فيما يتعلق بتقييم الأوراق المالية المكونة للمحفظة، فقد قامت المالية السلوكية بشكل غير مباشر بتبني أسلوب شائع في التقييم هو " التحليل الفني " كونه يقوم على فلسفة تتمحور حول الاهتمام بالجانب النفسي واعتباره المحرك لسلوكيات الأفراد في سوق المال، وبالتعرض لأهم النظريات التي قام عليها يظهر جليا الانسجام بينه وبين المالية السلوكية.

بناء على المحاور المذكورة سابقا، ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، حتى نستطيع تغطية كل محور على حدى :

نتطرق في المبحث الأول إلى العناصر الأساسية التي شكلت التحليل (العائد- المخاطرة) ، ثم نتقل في المبحث الثاني إلى إبراز الاتجاه السلوكي في بناء المحفظة ولكيفية ظهور المحفظة السلوكية (Behavioral potfolio) وأخيرا نتناول إسهامات البحث السلوكي في ميدان تقييم الأوراق المالية، بالتطرق أساسا لمدخل التحليل الفني.

المبحث الأول : بناء المحفظة وفق التحليل العائد – المخاطرة (تحليل ماركوفيتز)

يعود الفضل في بناء نظرية المحفظة إلى " هاري ماركوفيتز ، "Harry Markowitz" إذا شكلت أعماله الأساس الأول الذي مهد فيما بعد لظهور نماذج أخرى ذات علاقة بها.

وفضلنا عند التطرق لبناء محفظة الأوراق المالية وما ارتباطها من مفاهيم، أن ندرسها بشكل متسلسل في الإطار النظري الذي ظهرت فيه للمفاهيم المتعلقة بالمحفظة، إذ كان لا بد من المرور والتطرق قدر الإمكان لأغلب العناصر المتعلقة بها إضافة إلى، أي تحليل ماركوفيتز أو التحليل (العائد-المخاطرة) ، ولذا خصصنا هذا الجزء للمفاهيم المتعلقة بالمحفظة، إذ كان لا بد من المرور والتطرق قدر الإمكان لأغلب العناصر المتعلقة بها إضافة إلى أهم نموذج ظهر فيها، وهو نموذج **MEDAF** ، وهذا كوننا لا نزال بصدد إجماع دراسة مقارنة بين الاتجاه الكلاسيكي والاتجاه السلوكي، غير أننا سنتقل الآن إلى ميدان محدد هو "بناء المحفظة".

المطلب الأول : مفهوم محفظة الأوراق المالية

لأجل توضيح مفهوم المحفظة، نحاول إيراد أربعة مفاهيم لها، هي :

✓ "المحفظة الاستثمارية هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية، يكون الهدف من امتلاكها هو تنمية قيمتها السوقية أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة" ¹.

✓ "تعرف المحفظة بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الاستثمارات، وتعالج نظرية المحافظ 'مشكلة اختيار المحافظ المثلى، وهي تلك التي تحقق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر، أو تلك التي تحقق أقل درجة خطر في ظل مستوى معين من العائد" ².

✓ يعرف كل من "بيتر ديمارزو" و "جوناثان بورك" (Peter Demarzo & Jonathan Berk) المحفظة بكونها : " مجموعة من الأصول مرجحة بأوزانها النسبية، ويمثل هذا الترجيح (Pondération) الوزن النسبي أو حصة كل أصل من إجمالي قيمة المحفظة"

¹ كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية؛ تكوينها ومخاطرها، في : مجلة الباحث، العدد الثالث، 2004، ص: 37.

² م. صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص: 267.

11. ✓

وعلى هذا فإن وزن ورقة مالية i (X_i) في محفظة هو ² :

✓ يعرف " جاك هامون ، Jacques Hamon " المحفظة بكونها : "تشكيلة لأوزان الأوراق المالية المكونة لها"³ أي أنها قائمة بالنسب المئوية لحيازة الأوراق المالية أين لا بد أن يكون مجموع هذه النسب مساويا لـ 100 % .

فعلى سبيل المثال : إذا كانت لدينا محفظة مشكلة مناصفة بين أسهم شركتي France télécom و Alcatel فهذا يجعلها معرفة كالتالي : $X_1 = 0.5$ و $X_2 = 0.5$ مع افتراض أن رقم 1 هو شركة Alcatel و رقم 2 يدل على شركة France Télécom غير أنه يمكن الاتفاق على تصنيف آخر، حيث إذا قمنا بتعريف هذه المحفظة بالعودة إلى جميع الأوراق المالية المسعرة في بورصة باريس (عددتها 900 سنة 2005) والمرتبة ترتيبا أبجديا أين تكون Alcatel في المرتبة 24 و France Télécom في المرتبة 368، ستكون نفس المحفظة معرفة كالتالي :

$X_{24} = 0.5$ و $X_{368} = 0.5$ وبقية قيم X تساوي 0 مع مراعاة أن يكون مجموع الأوزان يساوي 1

يهدف المستثمر من وراء امتلاك وإدارة المحفظة إلى تحقيق هدفين أساسيين هما :

§ الحصول على العائد الم ترتب عن الاستثمار في الأوراق المالية.

§ تحويل تلك الأوراق المالية إلى سيولة جاهزة عند الحاجة⁵.

¹ - Peter Demarzo et Jonathan Berk, Finance d'entreprise, Traduit de l'anglais par Thomas Barron et autres Pearson Education, Paris, 2008, P : 339.

² - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p53

³ - Jacques Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, 2ème Edition, Ed. Economica, Paris, 2005, P : 151.

⁴ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p53

وحتى يصل إلى تحقيق هذا، عليه الإمام بخصائص المحفظة وعلى رأسها عنصرين جوهريين في هذا التحليل هما "العائد" و"المخاطرة".

1. خصائص محفظة الأوراق المالية

إن المحفظة كما سبق وأن أشرنا هي تشكيلة من الأوراق المالية المرجحة بأوزانها النسبية، وعلى هذا فإن خصائص المحفظة ليست إلا امتدادا لخصائص ما تحتويه من أوراق مالية، مع وجود اختلافات بسيطة ناجمة عن الجمع بينها، وهذا ما سيتم التطرق إليه لاحقا عند الحديث عن تسيير المحفظة، هذه الخصائص هي :

المطلب الثاني : المردودية، La rentabilité

- تعتبر المردودية في التحليل "العائد -المخاطرة" عن الجانب المتعلق بالعائد، ويقصد بها الزيادة الحاصلة في الثروة بين زمنين¹، يمكن حساب مردودية ورقة مالية إما انطلاقا من :
- النتيجة الصافية وتوزيعات الأرباح التي تقدمها المؤسسة للمساهمين، ونحن هنا بصدد الحديث عن المردودية الماضية.
- النتيجة المتوقعة، ونحن بصدد الحديث عن المردودية المتوقعة².

La rentabilité passée, effective, (الملاحظة) التاريخية / الفعلية) الماضية التاريخية, constatée

هي المردودية التي تم تحقيقها فعلا خلال فترة زمنية معينة وماضية³، حيث تحسب من خلال العلاقة بين تغيرات سعر السهم مضافا إليها توزيعات الأرباح وبين سعر السهم في تاريخ شرائه، وتعطى بالعلاقة التالية⁴.

$$\frac{(\text{سعر السهم في الفترة } t - \text{سعر السهم في الفترة } t - 1) + \text{توزيعات الأرباح المردودية الماضية}}{\text{سعر السهم في الفترة } t - 1} =$$

⁵ - 5. أنظر : كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية؛ تكوينها ومخاطرها، في : مجلة الباحث، مرجع سابق، ص: 37.

¹ - Voir : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P : 77.

² - Voir : Pierre Ramage, Finance de marché, Edition d'organisation, Paris, 2002, P : 62.

³ - Voir : P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 300.

⁴ Voir : P.Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 62.

ويمكن التعبير عن هذه العلاقة باستعمال الرموز كالتالي :

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

$$= \frac{P_{i,t} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

$$= \underbrace{\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1}_{\text{فائض القيمة}} + \underbrace{\frac{D_{i,t}}{P_{i,t-1}}}_{\text{معدل العائد}}$$

حيث :

$R_{i,t}$ = مردودية الورقة i في الزمن t .

$P_{i,t}$ = سعر الورقة i في الزمن t .

$P_{i,t-1}$ = سعر الورقة i في الزمن $t-1$.

$D_{i,t}$ = توزيعات الأرباح في الزمن t .

نلاحظ من هذه العلاقة بأن معدل العائد (le taux de rendement) يمثل العلاقة بين الأرباح الموزعة وسعر الورقة $\left(\frac{i,t}{P_{i,t-1}}\right)$ ، إذن فله علاقة بتوزيعات الأرباح، في حين أن فائض القيمة $\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$ له علاقة بالسعر¹، كما نستنتج من العلاقة السابقة أن المرودية أشمل من العائد، فهي تضم كلا من العائد وفائض/ نقصان القيم.

1. المرودية المستقبلية (المتوقعة)، La rentabilité future, espérée

وهي أهم ما جاء به هذا التحليل فيما يتعلق بجانب العائد، حيث اقترح " ماركوفيتز " أن يتم استعمال التوقع الرياضي لأجل حساب المرودية المتوقعة والتي يقصد بها النتيجة المنتظرة من الورقة المالية، أي سعر السهم المستقبلي وتوزيعات الأرباح المحتملة، وباعتبار أن كلا العنصرين يتبعان ردة فعل الورقة المالية اتجاه المؤثرات الظرفية

¹ - Voir : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P : 77.

(les aléas conjoncturels) وكذا سلوك المؤسسة اتجاه محيطها، فمن المنطقي استعمال معيار التوقع الرياضي (l'espérance mathématique) الذي يتم حسابه بعد إسناد احتمالات لكلا العنصرين بحسب التوقع الرياضي للمردودية المستقبلية كالتالي¹ :

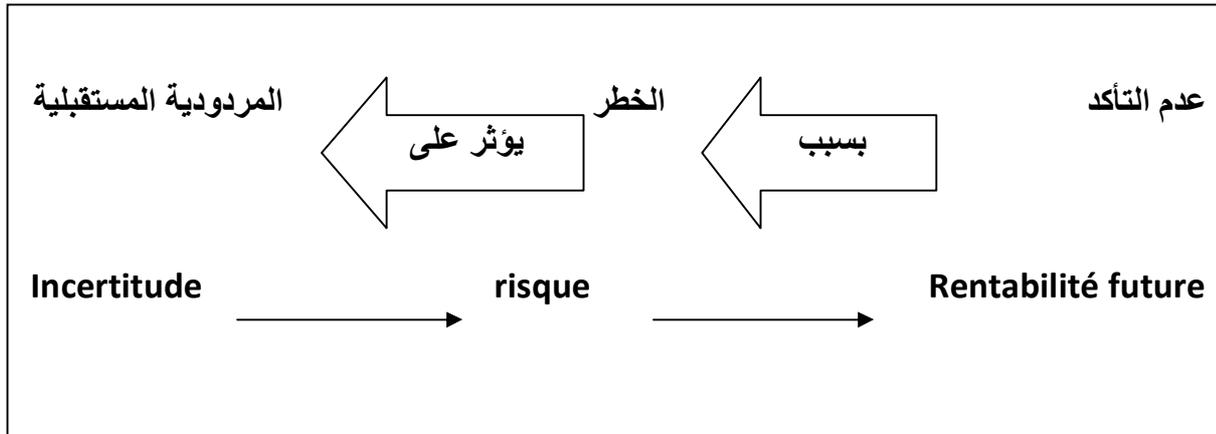
حيث :

$$R_i = \text{مردودية الورقة } i.$$

$$P_{R_i} = \text{احتمال الحصول على المردودية } i.$$

يتمثل الشق الثاني والمقابل من هذا التحليل في " المخاطرة"، فحين يأمل المستثمر في الحصول على عوائد الأوراق المالية التي يمتلكها، عليه أن يضع في حسابه الخطر الذي قد ينجم عنها.

الشكل رقم 4: العلاقة بين الخطر والمردودية



نستنتج إذن وجود علاقة بين الخطر والمردودية، فكلما زاد تذبذب المردودية المتوقعة زاد الخطر¹.

انطلاقاً من تسمية هذا التحليل (في اللغة الفرنسية والانجليزية على حد سواء)، يمكن استنتاج أن "التباين" هو المقياس الإحصائي الأكثر شيوعاً لتقييم خطر ورقة مالية وهذا إلى جانب الانحراف المعياري، فالتباين

¹ - Voir : P.Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 64.

² - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p57

(l'écart type) var (variance) هو التوقع الرياضي لمربعات الانحرافات عن المتوسط، أما الانحراف المعياري (l'écart type) هو الجذر التربيعي للتباين².

وعلى هذا الأساس، يمكن حساب خطر ورقة مالية على النحو التالي:

$$\sigma_R^2 = \text{var}(R) = E[R - E(R)]^2 = \sum R \cdot P_R \cdot (R - E(R))^2$$

$$= \sum R \cdot P_R \cdot (R - \sum R \cdot P_R \cdot R)^2$$

$$\sigma_R = \sqrt{\text{var}(R)}$$

ينقسم خطر الورقة المالية بدوره إلى شقان : خطر خاص وخطر نظامي.

$$\text{var}(x) = E(x - E(x))^2 = E(x^2) - E^2(x)$$

1.1 الخطر النظامي، le risque systématique

كما قد يطلق عليه "خطر السوق" le risque (du marché) وهو الخطر الناجم عن تذبذب السوق، ولا يمكن إلغاؤه كون تغيرات السوق ناجمة عن ظواهر عامة لا يمكن التحكم فيها جميعا، كتغيرات معدلات الفائدة، الظروف الاقتصادية... الخ وعلى هذا فهو غير قابل للتنويع (non diversifiable)¹.

2.1 الخطر الخاص، le risque spécifique :

هو خطر يرتبط بسلوك الورقة المالية، فهو خطر فردي (un risque individuel) يتعلق بموقف المؤسسة اتجاه الاقتصاد وهو مالا تشترك فيه جميع المؤسسات على غرار قدرة المؤسسة على الاستثمار، جودة منتجاتها، سلوك مديريها... الخ، وهو خطر يمكن إلغاؤه عن طريق التنويع²، ونشير إلى أن الخطر الخاص قد يطلق عليه أحيانا اسم : (idiosyncratic risk) حيث أن "Idio" هي كلمة يونانية الأصل تعني "خاص"، ويمكن إجمال ما سبق

² - Voir : P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 298.

¹ - Voir : P.Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 66.

² - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p58

كخلاصة لما سبق يمكن القول، بأنه يمكن تخفيض الخطر الخاص عن طريق التنويع القطاعي، أي اقتناء تشكيلة من الأوراق صادرة عن مؤسسات تنشط في قطاعات اقتصادية مختلفة، أما الخطر النظامي فيمكن تخفيضه، إذن انطلاقاً من هذه الفرضيات، ومن معادلة المستقيم المذكورة أعلاه، يمكن كتابة معدل مردودية ورقة مالية بدلالة معدل مردودية السوق وهذا من خلال نموذج الانحدار الخطي البسيط بعامل واحد كالاتي:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(1)$$

حيث:

$R_{i,t}$: معدل مردودية الورقة المالية.

α_i : ثابت.

β_i : الميل الحدي للمستقيم.

يعكس $\varepsilon_{i,t}$ أثر الأحداث الخاصة على الورقة i والتي يمكن أن تترجم بقيمة موجبة أو سالبة (في حالة أنباء سارة أو العكس).

أما $\beta R_{m,t}$ فيعكس الأثر الذي تخلفه المعلومات التي تطل جميع الأوراق المالية على هذه الورقة بحد ذاتها، إذ تتحدد ردة فعل الورقة i وفقاً لمعدل حساسيتها β_i اتجاه الأنباء العامة¹.

وعليه يمكن التعبير عن نوعي الخطر المذكورين سابقاً باستعمال المعادلة (1) كالتالي :

¹ - Voir : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P : 171-172.

$$\underbrace{\sigma^2 (R_{i,t})}_{\text{الخطر}} = \underbrace{\beta_i^2 \cdot \sigma^2 (R_{m,t})}_{\text{الخطر النظامي}} + \underbrace{\sigma^2 (\varepsilon_{i,t})}_{\text{الخطر الخاص}}$$

الإجمالي

إذن ¹ = مربع الخطر الإجمالي = مربع الخطر النظامي + مربع الخطر الخاص

(القابل للتوزيع)

(غير قابل للتوزيع)

يقودنا الحديث عن الخطر النظامي إلى الحديث عن خاصية أخرى من خصائص الورقة المالية (المحفظة) هذه الخاصية تجعله (الخطر النظامي) يختلف من ورقة إلى أخرى، بالرغم من كونه خطرا مشتركا بين جميع الأوراق.

3.1 معامل الحساسية β , Le degré de sensibilité (le coefficient β)

يمثل معامل حساسية الورقة المالية لإجمالي السوق، كما يمكن تعريفه بأنه التغير (بالنسبة المتوية) في المردودية الإضافية لورقة مالية عندما تتغير المردودية الإضافية لمحفظة السوق ²، وعلى هذا، فإن المعامل β يقيس درجة حساسية ورقة مالية بالنسبة إلى محفظة يتم اعتبارها كم رجع (un portefeuille de référence)، فهو يقيس إذن مدى مساهمة الورقة المالية في خطر المحفظة ³، لكن هذا المعامل لا يمثل الخطر

¹ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p61

² - Voir : P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 323.

³ - Voir : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P : 171.

النظامي لأن هذا الأخير يتأتى من السوق، والمعامل β ليس إلا طريقة استجابة الورقة لهذا الخطر، وعليه فكلما ارتفع β الخاص بالورقة كلما ارتفع خطرها النظامي⁴.

يمكن حساب β انطلاقا من نموذج الانحدار الخطي وطريقة المربعات الصغرى **MCO** وفق العلاقة التالية :

التباين المشترك بين عائد المحفظة أو الورقة المالية وعائد محفظة السوق

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

تباين عائد محفظة السوق

ويمكن استعمال الصيغة الرياضية لإعادة كتابة العلاقة السابقة كالتالي :

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{var}(R_m)} = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

حيث أن : $\text{COV}(R_i, R_m)$: هو التباين المشترك بين كل من مردودية الورقة ومردودية السوق.

R_i : مردودية الورقة i ، R_m : مردودية السوق.

$\text{Var}(R_m)$: هو تباين مردودية السوق.

إذن فالمعامل β هو العلاقة بين مقدار تقلب الورقة المالية المرتبط بخطر السوق، ومقدار تقلب محفظة السوق.

Ø إذا كانت $\beta > 1$ فهذا معناه أن الورقة المالية مرتفعة الخطر وهي أكثر حساسية للتغير في سوق المال

وبالتالي يجب على المستثمر أن يطلب معدل مردودية أعلى من معدل مردودية السوق¹.

Ø إذا كانت $\beta > 1$ فهذا يعني أن الورقة أقل حساسية وأقل خطرا².

⁴ - Voir : P.Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 68.

¹ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p62

² - لمزيد من المعلومات حول قيم β أنظر :

إضافة إلى العلاقة السابقة، في وسعنا حساب $\hat{\beta}$ انطلاقاً من معامل الارتباط (le coefficient de corrélation)

$$\text{cov}(R_i, R_m) = \text{corr}(R_i, R_m) \cdot \sigma(R_i) \sigma(R_m)$$

حيث يمثل $\text{Corr}(R_i, R_m)$ معامل الارتباط¹، وعليه يمكن حساب $\hat{\beta}$ بالعلاقة التالية:

وباعتبار أن $\hat{\beta}$ (un opérateur linéaire)، فبالإمكان استنتاج معامل حساسية المحفظة انطلاقاً من معاملات حساسية الأوراق المشكلة لها.

$$\text{cov}(R_i, R_j) = E[(R_i - E(R_i)) \cdot (R_j - E(R_j))]$$

ففي حالة محفظة مكونة من n ورقة متساوية الأوزان النسبية (équipondéré) حيث يكون الوزن النسبي لكل ورقة هو X_n يكون معامل حساسية المحفظة P هو:

$$\beta_p = \frac{\text{cov}(R_p, R_m)}{\sigma^2(R_m)} = \frac{\text{cov}\left[\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_i \cdot R_m)\right]}{\sigma^2(R_m)}$$

$$\beta_p = \frac{1}{\sigma^2(R_m)} \cdot \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \text{cov}(R_i, R_m)$$

إذن فمعامل حساسية المحفظة $\hat{\beta}$ هو متوسط (la moyenne pondérée) معاملات حساسية الأوراق المالية المكونة لها مرجحة بأوزانها النسبية.

وفي الحالة الخاصة أين تتساوى جميع الأوزان النسبية يصبح $\hat{\beta}$:

$$\beta_p = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \beta_i$$

- Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p62

¹ - Voir : P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 391-392.

الحالة العامة، إذا كانت لدينا محفظة p وكان "capiti" هو المبلغ المستثمر في الورقة i فإن معامل حساسية المحفظة هو ¹.

$$\beta_p = \frac{\sum_{i=1}^n \beta_i \cdot \text{Poids}_i}{\sum_{j=1}^n \text{capit}_j} = \frac{\text{capit}_i}{\sum_{j=1}^n \text{capit}_j}$$

يركز المستثمر عند حيازته لورقة مالية (محفظة) على مراقبة حركة سعرها الذي يمثل تقييم السوق لهذه الورقة، وهذا ما يقودنا إلى الحديث عن آخر خاصية من خصائص محفظة الأوراق المالية وهي : التذبذب.

4.1 التذبذب ، la volatilité du portefeuille

يقصد بالتذبذب معدل تغيرات سعر الورقة المالية خلال فترة معينة (شهر، ثلاثي...) مقارنة بمعدل تغير السوق، بمعنى تقلب سعر ورقة (la fluctuation) بالنسبة لتطور السوق، حيث كلما زادت حركة السعر كلما اعتبرت الورقة المالية أكثر تذبذبا .

يمكن تقدير التذبذب بالعلاقة التالية ² :

$$\text{التذبذب} = \frac{\text{أعلى سعر للورقة} - \text{أدنى سعر للورقة}}{\text{أدنى سعر للورقة}}$$

كما يمكن حساب التذبذب التاريخي (الماضي) (la volatilité historique) من خلال الانحراف المعياري لمعدلات المردودية الماضية على النحو الذي يلي ³ :

$$\sigma^P(R_i) = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (R_t^i - \bar{R}^i)^2} = \sqrt{E[(R^i - E(R^i))]^2}$$

¹ - Voir : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P : 176.

² - Voir : P.Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 62.

³ - Voir : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P : 114.

حيث أن : $Q^P(R_i)$ هو تذبذب الورقة i بناء على العينة p .

R_t^i : هو معدل مردودية الورقة i في الزمن t .

\bar{R}^i : المتوسط الحسابي لمعدلات المردودية.

n : عدد المشاهدات في العينة p .

يتطلب حساب تذبذب محفظة أوراق مالية مراعاة التفاعلات الموجودة بين الأوراق المشكلة لها، إذ يتعلق تذبذب المحفظة بالارتباط (التباين المشترك) الموجود بين معدلات مردودية الأوراق المالية الداخلة في تركيبها وهذا ما سنتطرق له في عناصر لاحقة.

حين نستعمل مصطلح محفظة، فهذا يعني بالضرورة وجود أكثر من ورقة مالية، وعليه فإن حساب كل من عائد وخطر المحفظة قد يختلف كلياً عما تطرقنا إليه سابقاً في حالة ورقة مالية واحدة، نتيجة احتمال وجود ارتباط بين الأوراق والذي لا بد أن يؤخذ في الاعتبار. كما أن هناك فرقا عند حساب هذين العنصرين بين محفظة مكونة من ورقتين ماليتين وأخرى مكونة من أكثر من ورقتين ماليتين، وهذا ما سنتطرق له بالتتابع.

المبحث الثاني : بناء محفظة الأوراق المالية وفق الاتجاه السلوكي

أشار "ماركوفيتز" في مقاله الثاني الذي نشره عام (1952 b) إلى أن معيار التباين قد لا يشكل أفضل معيار لقياس الخطر، وقد حاول اقتراح حل لهذا الخلل من خلال تقديم معايير أخرى، غير أن هذا مهد من جانب آخر لظهور مفاهيم جديدة تماماً في بناء المحفظة بعد حوالي 30 سنة، كانت نواتها الأولى في "النظرية الاستشرافية" لكل من "كانمان" و"تفرسكي" (1979) على غرار ظهور مفهوم "تجنب الخسائر" عوضاً عن فرضية "تجنب الخطر" التي كانت سائدة آنذاك، كما تبع هذا تسليط الضوء على سلوكيات واقعية لا تتماشى مع ما تنص عليه النظرية كالتنوع غير الكافي وإهمال الارتباطات التي قد توجد بين الأوراق المالية في المحفظة الواحدة. ولذا لم يعد التيار السلوكي يقتصر على مجرد محاولة تفسير التشوهات الملاحظة في الواقع، وإنما اتجه إلى أبعد من هذا في محاولة لبناء محفظة سلوكية تأخذ في الاعتبار التشوهات الملاحظة، وتقدم في الوقت ذاته طريقة لبناء المحفظة دون إهمال السلوكيات الفعلية للأفراد.

لكن إلى أي مدى نجح هذا الاتجاه في الوصول إلى نظرية متكاملة في بناء المحفظة واتخاذ القرار الاستثماري؟

هذا ما سنحاول التطرق إليه في هذا الجزء الذي سيكون مخصصا للحديث عن أبرز التشوهات الملاحظة عند تطبيق التحليل "العائد-المخاطرة" في الواقع، ثم التطرق إلى أهم النماذج السلوكية في بناء المحفظة، وأخيرا المحاولات السلوكية لإيجاد بديل لنموذج تقييم الأصول المالية.

المطلب الأول : التشوهات الملاحظة عند تطبيق التحليل "العائد-المخاطرة"

لقد قامت النظرية الحديثة في المحفظة على التحليل "العائد-المخاطرة" (التوقع الرياضي-التباين) الذي اقترحه "ماركوفيتز" في عام 1952، والذي يعتمد بشكل أساسي - كما لاحظنا - على فكرة التنوع، من خلال تركيزه عند حساب الخطر على الارتباط الم وجود بين الأوراق المالية. لكن بالرغم من الانتشار الواسع والنجاح الكبير الذي لاقاه هذا التحليل في الأوساط المهنية، تمت ملاحظة بعض الممارسات التي لا تتماشى مع ما تنص عليه هذه النظرية، نذكر منها:

1. التنوع غير الكافي، La diversification insuffisante

إن هذه الممارسة هي نتيجة لانحراف سبق وأن تطرقنا إليه في الفصل الأول، عند الحديث عن الانحرافات السلوكية الملاحظة، وقد صنفناه حينها مع انحرافات التفضيل، هذا الانحراف هو انحراف التعود أو الميل للمألوف، (home bias) حيث أثبتت العديد من الدراسات أن هناك قصورا في التنوع عند بناء المحافظ الفردية مقارنة مع ما تنص عليه نظرية المحفظة، إذ ظهرت اتجاهات في التنوع لا تمت بصلة إلى التحليل "العائد-المخاطرة"، حيث وجد مثلا أن الأجراء يميلون أكثر إلى اقتناء الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات التي يعملون فيها إلى الحد الذي أصبحت تشكل فيه النسبة الأكبر في محافظهم، وهذا حسب كل من "هولدن" و"فاندرهي" (Holden & VanDerhei, 2001)، "يانغ" و"ويسينر" (Liang & Weisbenner, 2003)، وقد شرح "هابرمان" (Huberman, 2001) هذه الظاهرة بأن جاذبية الاستثمار ترتفع كلما كان مألوفا، في حين شرحها كل من "كيلكا" و"وير" (kilka & Weber, 2000) بوجود إدراك خاطئ لتوزيع احتمالات المردوديات المستقبلية، إلى جانب هذا التشوه أوضح كل من "تشان" و"كوفريغ" و"نغ" (Chan, Covring, Ng, 2005) بأن صناديق

الاستثمار المشتركة تميل إلى تفضيل الأوراق المالية المحلية (les titres domestiques)، وأن هذا التفضيل مرتبط بدرجة تطور السوق المحلية وعمدى كونها مألوفة لديهم¹.

2. الحساب العقلي، La comptabilité mentale

سبقت الإشارة إليه كذلك في الفصل الأول، حيث يطال هذا التشوه مبدأ التنوع ويظهر جليا عند بناء المحفظة فكما رأينا سابقا حتى لا يكون التنوع ساذجا، لا بد أنت تؤخذ الارتباطات بين الأوراق في الحسبان غير أن "تالر" أشار عام 1985 إلى أن الأفراد يهملون هذه الارتباطات في الواقع بالرغم من أهمية هذه القاعدة في عملية التنوع، وقد أطلق "تالر" على هذا التشوه اسم "الحساب العقلي".

أثبتت العديد من الدراسات وعلى رأسها دراسة "بنارتزي" و"تالر" (Benartzi & Thaler, 2001) أنه لا يتم التعامل مع المحفظة في شكلها الجمل وإنما يتم دراسة كل أصل على حدا، وغالبا إذا تم تخيير المستثمرين بين أصلين، فإنهم يلجئون إلى الإستراتيجية 50/50 من الاختيارات الموجودة ويطلق على هذا الخيار عادة (التبسيط من خلال الترجيح المتساوي $n/1$)، (heuristique 1/n) أو ما يعرف أيضا بـ "التنوع الساذج" فكما لو أن الأفراد ينشئون حسابات) أرصدة (عقلية متفرقة لكل أصل ليتم التعامل معها فيما بعد بشكل مستقل¹.

3. اختيار المحافظ الكفؤة، Le choix de portefeuilles efficients

أوضحت بعض الدراسات أن اختيار المحافظ في الواقع لا يتم بالتماشي تماما مع التحليل "العائد-المخاطرة" حيث وبالرغم من لجوء المستثمرين إلى نظرية المحفظة فهم لا يطبقونها في الواقع إلا بشكل جزئي أو خاطئ. وفي المقابل أثبتت بعض التجارب قدرة المستثمرين على بناء محافظ تقع بالقرب من حدود الكفاءة وتميل إلى التطابق مع المحافظ الكفؤة عبر مرور الزمن، وهذا ما يبرز وجود أثر التعلم (l'effet d'apprentissage) غير أن هذا لا يلغي حقيقة أن المستثمرين يلجئون بشكل عام إلى معايير أخرى

¹ - Voir : Marie-Hélène Broihane, Maxime Merli, Patrick Roger, "Théorie comportementale du portefeuille" Interets et limites, In : Revue économique, Février, 2006, Vol 57, P : 300.

¹ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p82.

لاختيار الأوراق المالية المشكلة لمخافهم تتمحور أساسا حول " تجنب الخسائر" (l'aversion aux pertes) إلى جانب تشويه الاحتمالات² (la déformation des probabilités).

كما دفعت التشوهات الملاحظة في نظرية الكفاءة الباحثين، إلى اللجوء إلى اتجاه جديد، دفعتهم كذلك إلى البحث عن أسلوب بديل في بناء المحفظة يراعي الجانب السلوكي الملاحظ في الواقع، لا ما ينص عليه تحليل ماركوفيتز، كما يأخذ في الاعتبار التطورات الحاصلة في أسواق المال وفي المنتجات المالية المتداولة فيها.

وقد وجدنا أن الأبحاث التي تهدف للتوصل إلى نظرية سلوكية للمحفظة قليلة جدا مقارنة بالأبحاث في المالية السلوكية عموما، وقد يفسر هذا بكونها ميدانا فرعيا، ناهيك عن أن البحث فيها يعد حديثا، كما قد يكشف في الوقت ذاته عن الصعوبة التي يلاقيها هذا الاتجاه الجديد في الوصول إلى نماذج فعلية على غرار ما يوجد في نظرية الكفاءة، فلم تتناول الأبحاث التي وجدناها عموما سوى ثلاثة نماذج كانت مساهماتها سطحية وتفسيرية على

العموم، وأدت إلى التوصل إلى نظرية تفسيرية نوعا ما لبناء المحفظة، ونحاول فيما يلي عرض هذه الأعمال.

المطلب الثاني : النماذج السلوكية المقترحة

ساهمت الأزمة التي وقعت سنة 2000 (فقاعة الانترنت) في انتشار منتجات مالية ذات رأس مال مضمون (produits à capital garanti) تجنب المستثمر خطر تكبد خسائر ضخمة عند انهيار السوق، وتسمح له في ذات الوقت أن يستفيد من الارتفاعات الحاصلة في المؤشرات البورصية، كما ظهرت منتجات ادخارية أخرى تحافظ على رأس المال لها طابع المقامرة (la loteries : اليانصيب) تمكن المستثمر من تحقيق زيادة ضخمة في ثروته (احتمالات هذه الزيادة ضئيلة جدا).

لم يكن من الممكن تفسير جاذبية هذه المنتجات في النظرية التقليدية للمحفظة، إذ من المستحيل لمستثمر عقلاني يتبع التحليل "عائد -مخاطرة" أن يختار منتجا من هذا النوع (يرتبط عائده بعملية السحب)، ولم يتم تفسير

² - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p83.

هذه الظاهرة إلا في ظل النموذج السلوكي، إذ أن جميع النماذج التي سنتطرق إليها فيما يلي تتماشى مع التطور الحاصل في المنتجات المالية، كما تعد أكثر ملائمة لها¹.

1. أعمال "روي" (Roy,1952)

إن أهم ما جاء به "روي" هو اقتراح مفهوم جديد، أطلق عليه اسم "المستوى الأدنى للعائد"

(le niveau de subsistance)، إذ يرى أن أساس اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة هو مراعاة عدم انخفاض ثروة المستثمر عن مستوى معين (عتبة) أطلق عليه اسم "المستوى الأدنى للعائد"، ونلاحظ أن هذا المفهوم يتماشى مع المنتجات الشائعة حالياً، غير أنه وبعد ضمان وصول الثروة إلى حد العتبة لم يحدد "روي" ما الذي يتجوب على المستثمر فعله بالثروة المتبقية، وندرج لتوضيح هذه الفكرة المثال التالي:

يملك مستثمر 100 أورو، ويقدر المستوى الأدنى للعائد بـ 95 أورو، أما المؤشر المرجعي فيقدر بـ 100 نقطة، هذا المستثمر في موضع المفاضلة بين منتجين:

1.1 المنتج الأول: يضمن له 95 أورو في جميع الأحوال و 60 % من الارتفاع المحتمل في المؤشر المقيم هنا بقيمته الحالية 100 .

2.1 المنتج الثاني: يضمن له 95 أورو كذلك، ويقترح 100 % من الزيادة في المؤشر حين يتجاوز قيمة 110 %.

نلاحظ أن احتمال تجاوز الثروة النهائية مستوى العائد يساوي الواحد في كلتا الحالتين، لكن في غياب أي معيار إضافي يبقى كلا المنتجين سيان من وجهة نظر المستثمر¹.

2. نموذج "أرزك - باوا" (ARZAC – BAWA,1977)

حاول الباحثان سد الثغرة في أعمال "روي" بإيجاد العنصر الإضافي في عملية المفاضلة، وقد تمثلت أعمالها في محاولة صياغة نموذج يترجم المشكل الذي يواجهه المستثمر، يظهر هذا النموذج كيف أن المستثمر يسعى إلى

¹ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p84

¹ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p84

تعظيم ثروته النهائية، غير أنه يعطي الأولوية للحفاظ على المستوى الأدنى للعائد بشرط مراعاة قيد آخر وهذا ما يمكن صياغته في النموذج التالي¹ :

$$\text{Max } E(w)$$

$$\text{s.c } P(w < s) \leq \alpha$$

حيث أن :

W : ثروة المستثمر

S : المستوى الأدنى للعائد.

α : احتمال الإفلاس.

يتضح من خلال هذا النموذج أن المستثمر يسعى إلى تعظيم ثروته بشرط أن يكون احتمال انخفاض ثروته عن مستوى العائد أقل من احتمال الإفلاس .

3. نموذج " شيفرين " و " ستايتمن " (Shefrin & Statman,2000)

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 (la crainte et l'espoir) ، 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 التي تطرقنا إليها في الفصل الأول، والتي تعد أساس النظرية السلوكية ونقطة ضعفها في الوقت ذاته)².

حاول الباحثان تقديم نموذج يوضح عملية التشويه التي تحدث، وسنحاول تبسيط هذا الطرح لأن الغرض من ورائه لا يتمثل في مناقشة النموذج الرياضي، وإنما إثبات وجود محاولات لنمذجة الجانب النفسي:

¹ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p85.

² - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p85

✓ لأجل ترجمة خوف المستثمر، تم اقتراح الدالة D التي يتم تحويلها عن طريق الدالة ϕ (التي تترجم

$$\phi(D_1) = D_1^{1+a} \quad \text{الخوف (حيث:)}$$

$$\begin{cases} \phi(0) = 0 \\ \phi(1) = 1 \end{cases}$$

إذا كانت الدالة ϕ محدبة، بمعنى إذا كان a موجب (في حالة الخوف) فإن $\phi(D) < D$

✓ إن تمثيل أمل المستثمر يتم عن طريق التحويل ψ المعروف كالتالي :

$$\phi(D_1) = D_1^{1+a}$$

هذه الدالة أيضا تحقق :

$$\begin{cases} \psi(0) = 0 \\ \psi(1) = 1 \end{cases}$$

غير أنها تكون مقعرة حين يكون b موجبا (حالة الأمل).

يقوم " شيفرين " و " ستايتمن " باستعمال هذه الدوال لوصف كل مستثمر من خلال توزيع الاحتمالات الذاتية للشروات المستقبلية، والتي يعبر عنها بـ :

$$\psi(D_1) = \delta \phi(D_1) + (1 - \delta) \psi(D_1)$$

حيث : $\delta \in [0, 1]$ بمعنى إما خوف أو أمل.

وبناء على هذا يمكن تمثيل كل فرد بالمحددات التالية $[a, b, \delta, A, a]$ حيث تعبر المحددات الثلاثة الأولى

عن صفاته النفسية التي تدفعه إلى تشويه الاحتمالات الموضوعية، في حين يرتبط المحددات الأخير A, a

عموقفه اتجاه الخطر، إذ تمثل A : سعيه إلى إيجاد وتحقيق مستوى الأمان (المستوى الأدنى للعائد A) في حين أن a تعكس الخطر الناجم عن عدم الوصول إلى هذا المستوى¹.

لقد ساهمت جميع هذه الأعمال وغيرها في ظهور ما يعرف بـ " النظرية السلوكية للمحفظة " **BPT** (Behavioral Potfotio Theory)، والتي تنسب إجمالاً إلى كل من " شيفرين " و " ستايتمن " لأنها تعد امتداداً وتحصيلاً لنموذجهما السابق، ونحاول فيما يلي توضيح الجوانب الرئيسية لهذه النظرية.

المطلب الثالث : النظرية السلوكية للمحفظة BPT

تبلورت النظرية السلوكية بشكل تدريجي بالاستناد على جميع الأعمال والنماذج التي سبقت الإشارة إليها، حيث ساهمت جميعها في رسم المعالم النهائية لهذه النظرية. وقد كان ظهورها عام 2000 على يد كل من " شيفرين " و " ستايتمن " إذ قامت على ثلاثة مفاهيم أو أسس محورية هي :

1. السلامة أولاً، Safety First

كان " روي " هو أول من اقترح هذا المفهوم عام 1952 ، إذ يتميز كل فرد تبعاً لهذا المفهوم بعتبة خاصة يطلق عليها اسم " المستوى الأدنى للعائد " وتمت الإشارة إليه بالحرف A وهذا المستوى هو أدنى مستوى للثروة يتم الحصول عليه ، وليكن w متغيراً عشوائياً يمثل الثروة النهائية أو عوائد المحفظة، فأى w أقل من العتبة، يتم اعتبارها خسارة واحتمال هذا الانخفاض هو الذي يقيس الخطر $P (w < A)$.

قام (تيلسر Telser) عام 1955 باقتراح مفهوم " : احتمال الإفلاس " a المقبول من طرف المستثمر والذي يقصد به احتمال عدم الوصول إلى المستوى الأدنى للعائد، وعليه فإن المستثمر في نموذج (Safety First) يسعى إلى بناء محفظة تحقق له قيد الأمان التالي:

$$P (W < A) \leq \alpha$$

قام بعد ذلك كل من " أرزاك - باوا " بإضافة معيار إضافي هو تعظيم التوقع الرياضي للثروة النهائية، فإذن أمام محفظتان تحققان قيد الأمان، يختار المستثمر تلك التي تعظم التوقع الرياضي للثروة $E (w)$ ¹.

¹ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p87

¹ - Voir : O.Bourachnikova, La théorie comportementale du portefeuille et l'équilibre du marché, Working paper, Juillet , 2009, P : 03.

2. تشويه الاحتمالات الموضوعية، **La déformation des probabilités objectives**، يركز نموذج **BPT** على حقيقة قيام الأفراد بعملية تشويه الاحتمالات الموضوعية، وهذا ما أثبتته كل "إدواردز" (Edwards, 1953-1954)، "علي" (Ali, 1977) كاتمان"، "سلوفيك"، "تفرسكي" (Kahneman, Slovic, Tversky, 1982) إذ تمت ملاحظة أن الأفراد يبالغون في تقدير (Surestimation) بعض الأحداث ضعيفة الاحتمالات، ولا يقومون بتقدير صحيح للأحداث الأخرى (Sous Estimation) وهذا ما يفسر انتشار ونجاح المنتجات المالية التي تعتمد عوائدها على الحظ والمقامرة كاليانصيب (la loterie)، فهذا النجاح غير قابل للتفسير في نظرية المنفعة المتوقعة التي تفترض أن الجميع يخشى الخطر [Des riscophobes] في حين يمكن أن يفسر بالمبالغة في تقدير احتمال الربح¹.

ولهذا يقوم هذا النموذج بإعادة تحويل الاحتمالات الموضوعية (في نظرية المنفعة المتوقعة)، وقد تم اقتراح عدة دوال تحويل لهذا الغرض، ولا يزال النقاش قائما حول شكل الدالة التي تسمح بترجمة أفضل للسلوك الملاحظ، إضافة إلى المحددات التي تدخل في حساب هذه الدالة، وتعد هذه النماذج في مجملها غير خطية (non linéaire)، كما أنها تحمل نظرة مختلفة للخطر، ففي ظل النظرية التقليدية يوصف المستثمر بأنه يخشى الخطر إذا كانت دالة منفعته مقعرة (Concave)، أما في هذه النماذج غير الخطية فإن الطريقة التي يستعملها الفرد لتحويل الاحتمالات تسمح بمعرفة ما إذا كان متفائلا أو متشائما، فالفرد المتشائم يتصف بدالة تحويل يكون فيها توقع الثروة النهائية المحسوب وفقا للاحتمالات المشوهة أقل من المتوقع المحسوب وفقا للاحتمالات الموضوعية والعكس. سمح تطبيق عملية تشويه الاحتمالات على مفهوم "السلامة أولا"، لـ "لويس" باقتراح نموذج شكل نقطة انطلاق لنظرية **BPT** فاختيار المحفظة حسب "لويس" يتم بالسعي إلى تعظيم العنصرين التاليين:

$$P_h(w \geq A)$$

$$E_h(w)$$

h

¹ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p88

: هو محدد لعملية تحويل الاحتمالات الموضوعية حسب درجة تفاؤل الفرد.

3. الحساب العقلي، La comptabilité mentale

وهو مفهوم سبقت الإشارة إليه، يتعلق بطريقة تصرف الأفراد في ثرواتهم إذ تختلف هذه المعاملة حسب طريقة تحصيلها، فهم يقومون بإنشاء أرصدة عقلية (Des comptes mentaux) يتم تسييرها بشكل مستقل كما أن لكل منها هدف مستقل، ولهذا يتم إهمال الارتباط الذي قد يوجد بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة، وهذا السلوك يتماشى تماما مع ملاحظة كل من " فريدمان " و " سافاج " (1948 Frideman & Savage) أين لاحظا قيام الأفراد بشراء عقود التأمين، وفي الوقت ذاته المقامرة بشراء أوراق يانصي (Des billets de loteries)¹ فعقد التأمين ينتمي إلى الحساب الذي يهدف إلى ضمان حد أدنى من الثروة في حين أن ورقة اليانصيب تنتمي إلى الحساب الذي يهدف إلى الاغتناء وتحقيق مستوى مرتفع من الثروة².

قد تختلف المحفظة المشككة حسب نموذج BPT عن تلك التي يشكلها المستثمر عند إتباع نموذج "ماركوفيتز"، فهذا الأخير يرى أن على المستثمر تقليل الخطر (الذي يتم قياسه بالتباين) وذلك عن طريق تنويع محفظته، غير أن كل من " شيفرين " و " ستايتمن " يبينان أنه لا يجب على المستثمر أن يلجأ إلى التنويع، إذ في وسعه استثمار جزء معتبر من ثروته في أصل خطر (له نفس مواصفات اليانصيب) بشرط أن يسعى أولا إلى ضمان حد أدنى للعائد، ثم يصبح على استعداد بعدها لتحمل أخطار ك بيرة عند استثمار الثروة المتبقية³. ويوضح الشكل التالي الفرق بين محفظة " ماركوفيتز " ومحفظة BPT :

الشكل رقم 5: بناء المحفظة وفقا للنموذج التقليدي والنموذج السلوكي



إن ما عزز الاعتقاد في عدم قدرة التحليل "العائد-المخاطرة" على وصف إستراتيجية الأفراد عند بناء المحفظة هو تلك التشوهات التي طالت نموذج تقييم الأصول المالية **MEDAF** باعتباره أهم نموذج في النظرية المالية الحديثة يسمح بحساب المردودية المتوقعة للورقة أو المحفظة بالأخذ في الاعتبار خطر السوق، وهذا ما دفع بالباحثين في الاتجاه السلوكي إلى توسيع نطاق بحثهم لأجل الوصول إلى نموذج جديد يحتل المكانة ذاتها ويأخذ في الاعتبار جميع الانحرافات الملاحظة في نموذج **MEDAF**.

وياتباع المنهجية ذاتها، نحاول فيما يلي، أولا الإشارة إلى بعض التشوهات الملاحظة عند تطبيق هذا النموذج في الواقع، ثم ننتقل إلى ما تم اقتراحه كبديل له.

المطلب الرابع : التشوهات الملاحظة عند تطبيق نموذج **MEDAF**

لاحظ الباحثون عند تطبيق نموذج **MEDAF** في الواقع وجود تشوهات وتناقضات مع ما تنص عليه النظرية، ومن هذه التشوهات الملاحظة نشير:

ü إن العامل الوحيد المسبب للخطر حسب هذا النموذج هو خطر السوق، ولا يقوم أي عامل آخر غيره بتفسير مردودية الأوراق المالية¹، غير أنه لوحظ في الواقع أن هناك عوامل كثيرة تفسر المردودية نذكر منها : الرسملة البورصية (*la capitalisation boursière*) إضافة إلى الكثير من خصائص الورقة المالية على غرار العلاقة بين السعر والعائد (**PER**)، أو العلاقة بين القيمة المحاسبية والقيمة السوقية (**M/B**) .

¹ - Voir : F. Aftalion, Le MEDAF et la finance comportementale, Op.Cit, P : 205.

ولقد حاول كل من "فرانش" و"فاما" (French & Fama, 1992) تدارك هذه التشوهات بالبقاء دائما في إطار النظرية التقليدية، وذلك عن طريق الأخذ في الاعتبار لكل من أثر الحجم (L'effet taille) والأثر الناجم عن الخصائص السابقة كالعلاقة M/B وقد تمخضت جهودهما عن نتيجة غاية في التناقض إذ قاما بإعلان "موت bêta" ² (la mort de bêta) ، حيث أكد الباحثان بأن مردودية الأوراق المالية تتأثر بعاملين لا يظهران في نموذج MEDAF هما : الرسملة البورصية للأوراق المالية والعلاقة M/B وبناء، على هذا قاما بتصنيف الأوراق إلى قيم النمو (Valeurs de croissance, growth stocks) وقيم الدخل (Valeurs à . revenu / value stocks) .

وقد لاحظا عند قيامهما بتصنيف الأوراق المالية حسب المؤسسات المصدرة لها أن المحافظ المكونة انطلاقا من هذا التقسيم ترتفع مردوديتها بارتفاع bêta، لكنهم لاحظوا من جهة أخرى أن معامل حساسية المحفظة إنما يرتفع بسبب ارتفاع حجم المؤسسة، حيث وعند حجم معين يظهر الارتباط العكسي بين bêta والمردودية إذن فملاحظة العلاقة الخطية بين المردودية المتوقعة وبين bêta في ظل نموذج MEDAF ليست إلا نتيجة جانبية للارتباط الحقيقي الموجود بين الحجم والمردودية، فإذا المفسر الفعلي للمردودية المتوقعة هو "الحجم" ¹.

أما عند قيامها بتصنيف الأوراق المالية بالاعتماد على العلاقة M/B لاحظا أن المحافظ الناتجة عن هذا التقسيم ترتفع مردوديتها المتوقعة تبعا لارتفاع العلاقة M/B، وفي الوقت الذي لاحظا فيه أن معامل حساسية هذه المحافظ يتغير في نفس اتجاه تغير العلاقة M/B، لوحظ أيضا أن المحافظ ذات أعلى معامل حساسية تكون الأضعف من حيث المردودية المتوقعة، وهذا بدوره يشكل تناقضا في نموذج MEDAF ².

لقد تمخض عن الملاحظات السابقة سؤال جوهري هو : كيف يمكن تعديل نموذج MEDAF لأجل تفسير كل من أثر الحجم، والعلاقة M/B ؟

سنحاول التطرق بشكل سريع فيما يلي إلى محاولات تعديل MEDAF في ظل النظرية التقليدية ومحاولات إعادة بنائه في ظل الاتجاه السلوكي.

² - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p91

¹ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p92

² - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p92

1. تعديل نموذج MEDAF في ظل النظرية التقليدية "النموذج ثلاثي العوامل"
 قام كل من "فرانش" و"فاما" بمحاولة الإجابة عن هذا السؤال من خلال اقتراح نموذج بثلاثة عوامل³ (un modèle à trois facteurs) تفسر فيه المردودية بدلالة خطر السوق، إضافة إلى عاملين آخرين هما: الحجم، ويرمز له بـ SMB (Small caps Minus Big caps)

والعائد (من خلال العلاقة M/B) والذي يرمز له بالرمز:

(High B/M Minus Low B/M) HML

وقد تم تقديم النموذج بالصيغة التالية:

$$E(R_i) - r_f = a_i + b_i (E(R_m) - r_f) + S_i E(SMB) + h_i E(HML)$$

المبحث الثالث: الاتجاه السلوكي في تقييم وتحليل الأوراق المالية

امتد الاتجاه السلوكي في مالية الأسواق ليتجاوز التنظير في بناء المحفظة إلى التنظير في تقييم الأوراق المالية المشككة لها، وبما أن عملية التقييم تسبق بناء المحفظة (كما أنها تتم باستمرار) كان من المفروض التطرق لها قبل بناء المحفظة، إلا أننا فضلنا تأخيرها لأننا بصدد عرض نموذج متكامل هو النموذج السلوكي، ولذا كان من الأحسن الانطلاق من الكل إلى الجزء أي من المحفظة إلى ما تحويه من أوراق مالية.

سنعمد في هذا الجزء إلى التعريف بالمدخلين الأكثر استعمالاً في أسواق المال أي التحليل الفني والتحليل الأساسي، ثم المقارنة بينهما لاستنتاج أيهما أقرب إلى الاتجاه السلوكي وفلسفته، يلي هذا التطرق أكثر إلى التحليل الفني ونظرياته، ومحاولة الوقوف على العلاقة بينه وبين المالية السلوكية.

إذن إجمالاً لن يهدف طرحنا لهذا التحليل إلى التعريف به وبأدواته وبطرقه على اعتبار انتشاره الواسع من جهة وكثرة البحوث والكتب التي تناولته من جهة أخرى، وإنما سيهدف أكثر إلى محاولة إظهار الجانب النفسي في فلسفته ومدى انسجامه مع المالية السلوكية.

³ -لمزيد من التفصيل، أنظر:

- J. Hamon, Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, In : les grands auteurs en finance, Op.Cit, PP : 88-119.

المطلب الأول : مداخل تقييم وتحليل الأوراق المالية

يلجأ المضاربون والمستثمرون اليوم إلى طرق كثيرة في التحليل بغية معرفة الأسعار والقيم المستقبلية للأوراق المالية، فنجد مثلا أن البعض يلجأ إلى طرق بدائية وغير علمية كالاعتماد على الحدس، أو اللجوء إلى التنجيم، وهو ما اصطلح على تسميته بـ : (Astro finance)، وهناك من يلجأ إلى استعمال التحليل الكمي، غير أن الأسلوبان أو المدخلان الأكثر شيوعا واستعمالا هما : التحليل الأساسي والتحليل الفني¹.

"وتمثل مداخل التحليل نظاما يحتوي على تقنيات تشخيص وتقييم الأوراق المالية المستهدفة (مدخل التحليل الأساسي) وتقنيات وأساليب دراسة حركة الأسعار لمعرفة واكتشاف نمط معين تسلكه في المستقبل القريب (مدخل التحليل الفني) قصد اتخاذ القرار المناسب"²، ولمزيد من الإيضاح نحاول التطرق فيما يلي باختصار لهذين المدخلين ثم المقارنة بينهما.

1. التحليل الأساسي (L'analyse fondamentale)

يعرف التحليل الأساسي بأنه " : دراسة المعلومات الداخلية لسوق الأوراق المالية على حالتها"³، كما أن هذا المدخل " يعنى بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح والتدفقات المستقبلية للمؤسسة محل التحليل ويرتكز هذا التحليل على فلسفة وأفكار مستمدة من نظريتي الاستثمار والتقييم، حيث يبدأ بمرحلة التشخيص من جمع وتحليل للمعلومات ليتم بعد ذلك في مرحلة ثانية قياس قيمة ما ستؤول إليه الأسهم"⁴.

ويقوم هذا التحليل على فلسفة مفادها أن لكل ورقة مالية قيمتان : قيمة بورصية أو سوقية (une valeur boursière) تتحدد وفقا لقوى العرض والطلب، وقيمة محورية أو حقيقية أو نظرية (une valeur

1- عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص : 31-32.

2- هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص : 160.

3- م. صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص : 102.

4- هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص : 164.

(intrinsèque, théorique) يتم حسابها وفقا لعدة نظريات ونماذج بحيث أن الفرق بين القيمتين هو الذي يحدد القرار الذي على المستثمر اتخاذه (شراء أم بيع)¹.

فإذن : من خلال تسمية هذا المدخل نجد أن القيمة الحقيقية تتحد بناء على العوامل الأساسية للمؤسسة المصدرة للورقة المالية إضافة إلى قطاعها ومحيطها الاقتصادي وتأثير ذلك على تدفقاتها المستقبلية وعلى معدل المردودية والمخاطرة المرتبطين بها².

ينتهج أصحاب هذا المدخل أي الأساسيون (Les fundamentalistes) منهجية متسلسلة في تحليل وتقييم الأوراق المالية بغية الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة محل الدراسة، حيث يقومون أولا بعملية جمع المعلومات وتشخيص كل الظروف التي تساعد على التنبؤ بخصائص الورقة أي : التدفقات المستقبلية (معدل المردودية والمخاطرة) تليها عملية تقييم للوصول أخيرا إلى القيمة الحقيقية ومن ثم اتخاذ القرار المناسب، إذن نلاحظ بأن المرحلة الأولى تستغرق وقتا أطول وجهدا أكبر نظرا لحساسيتها وتأثير مخرجاتها بشكل أساسي على عملية التقييم ومن ثم القيمة الحقيقية للورقة المالية³.

حيث يتم في هذه المرحلة الأولى تحليل وتشخيص المعلومات والعوامل الآتية :

Ø تحليل العوامل الكلية للاقتصاد (la macroéconomie).

Ø تحليل العوامل المرتبطة بالقطاع المستهدف الذي تنشط فيه المؤسسة (le secteur).

Ø تحليل العوامل المرتبطة مباشرة بالمؤسسة (l'entreprise).

أما المرحلة الموالية وهي مرحلة التقييم فإنها تتم باستعمال إحدى الطرق المتواجدة في هذا الشأن¹، حيث نجد أن المحلل ينكب أساسا على دراسة التقارير السنوية والقوائم المالية للمؤسسة ثم يتبع ثلاث خطوات :

¹ - Voir : Yann STuTZmann, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale : deux outils de dissection de sociétés, Application pratique aux titre du SMI, Travail de diplôme, Mars 2001, P : 27.

² - أنظر : هواري سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، في : مجلة الباحث ، ص : 109.

³ - هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه،

مرجع سابق ، ص : 164

¹ - لمزيد من الاطلاع، أنظر:

(1) تقدير التدفقات المستقبلية.

(2) تحديد معدل الاستحداث (الخصم) الذي سيتم تطبيقه في عملية استحداث التدفقات، ومن ثم الوصول إلى القيمة الحقيقية.

(3) المقارنة بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية¹، ومن ثم اتخاذ القرار المناسب.

إذن : بناء على ما سبق نلاحظ بأن التحليل الأساسي يهدف إلى اكتشاف الأوراق المالية المقيمة بغير قيمتها الحقيقية وإلى اكتشاف فرص الشراء والبيع، إذن فهو يجب أساسا على السؤال التالي : أية ورقة مالية ينبغي على المستثمر القيام بشرائها ؟

في مقابل التحليل الأساسي نجد أن المدخل الآخر الأكثر شيوعا هو مدخل : التحليل الفني.

2. التحليل الفني (L'analyse technique)

تم التطرق إلى موضوع التحليل الفني في كثير من الكتب والمؤلفات، ولذا سنحاول الاكتفاء بسرد ثلاثة تعاريف شاملة لهذا المدخل :

✓ يعرفه " جون مورفي " (John Murphy) بكونه " : دراسة حركة السوق بالاعتماد على الرسوم البيانية وذلك بغية التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلا²."

✓ ويعرفه " عبد المجيد المهيلمي " نقلا عن " إدوارد " و " ماجي " بأنه " : دراسة حركة السوق وليس السلع والبضائع المتداولة به، والتحليل الفني هو علم رصد وتسجيل - عادة في شكل بياني - جميع المعلومات الخاصة بالتداول (السعر، حجم التداول، تاريخ التداول... الخ) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة³."

- هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص ص : 164-184.

¹ - Voir : Yann STuTZmann, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale, Op.Cit P : 27.

² - John Murphy, L'analyse technique des marchés financiers, Traduit de l'américain par : P.Stokowski et A.Dublanc, Valor Editions, Hendaye, 2003, P : 01.

³ - عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص : 47.

✓ ويعرفه " محمد صالح الحناوي " بكونه عملية تهدف إلى " : تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم، إذن فحركة الأسعار في الماضي وفقا لهذا المدخل تعد مؤشرا يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها المستقبلية¹ .

إذن نستشف من هذه التعاريف الثلاثة أن التحليل الفني يهدف أساسا إلى اكتشاف الوقت الأنسب (the Timing) لشراء أو بيع ورقة مالية² .

وكما أشرنا سابقا إلى أنه يطلق على مستعملي التحليل الأساسي اسم " الأساسيون"، نجد أن هناك العديد من التسميات التي تطلق على من يطبق التحليل الفني نذكر منها : المحلل الفني (Analyste Technique) مستعمل الرسوم البيانية (Chartiste)، محلل السوق، المحلل البصري (Analyste Visuel)، فحتى سنوات الثمانينات كان التحليل الفني يتم أساسا بالاعتماد على الرسوم البيانية مما أدى إلى الخلط في استعمال مفردتي التحليل الفني والتحليل بالاعتماد على الرسوم البيانية، حتى أن البعض يعتقد أنهما مترادفتان، وهذا ليس غريبا على اعتبار أن التحليل باستعمال الرسوم البيانية يشكل أساس التحليل الفني، إذ من المستحيل التنبؤ دون الاعتماد على رسوم بيانية³ ، وعادة ما يتم التمييز بين فئتين من المحللين الفنيين :

3. مستعملي الرسوم البيانية (Chartiste ou Analystes Graphique)

يستعملون الرسوم البيانية باعتبارها أهم أداة بحوزتهم، وقد يلجئون بشكل ثانوي إلى استعمال بعض الطرق الكمية، والاعتماد على الرسوم البيانية تشوبه الذاتية كونه يرتبط بقدرات كل محلل على اكتشاف وفهم الاتجاهات السعرية، ولذا يقال عادة " فن استعمال وقراءة الرسوم البيانية (L'art du charting) .

4. المحلل الفني الإحصائي (الكمي) (Le Staticien Technique, ou Quantitatif)

ينطلق من الأدوات الذاتية المستعملة لدى الفئة الأولى، ويقوم باختبارها وتطويرها للوصول إلى أنظمة تداول آلية [باستعمال الإعلام الآلي] تحدد بشكل آلي الوقت المناسب للشراء أو البيع، ويكمن الهدف من ورائها في تقليص أثر العامل البشري والذاتي في عملية التداول إضافة إلى إضفاء صبغة علمية عليها.

¹ - م. صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص: 139.

² - Voir : Y. Yann STuTZmann, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale, Op.Cit P : 06.

³ - Voir : Laurent Thiaville, Connaître l'analyse technique : Pour comprendre les graphique en bourse, Edition le journal des finances, Paris, 2002, P : 24.

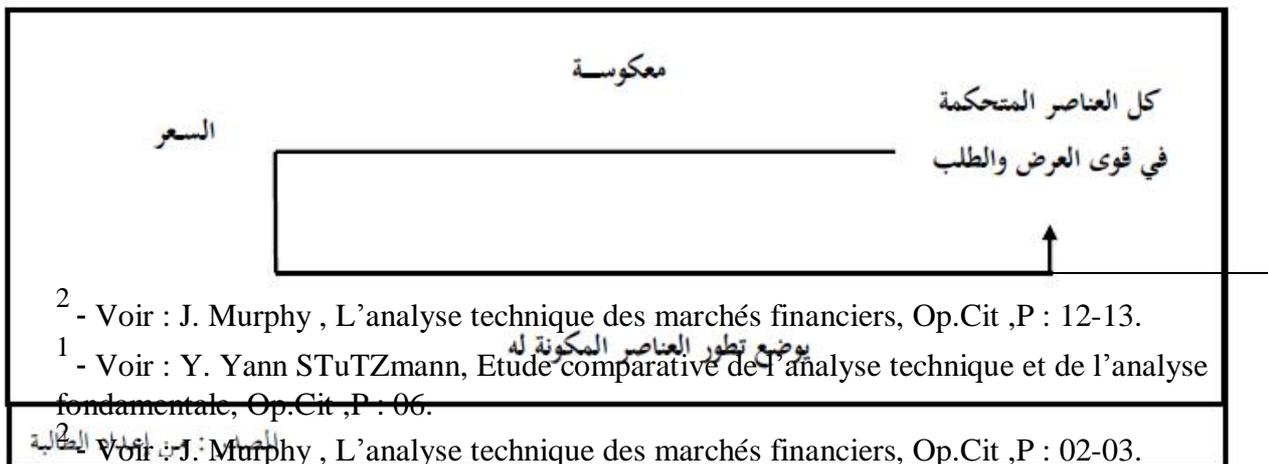
أخيرا وللتمييز بين الفئتين يمكن القول أن كل مستعمل للرسوم البيانية (un chartiste) هو محلل فني (un technicien)، غير أن كل محلل فني لا يستعمل بالضرورة الرسوم البيانية². ويرتكز التحليل الفني على ثلاثة أسس محورية تشكل الدعائم الرئيسية في فلسفته هي :

5. السوق يأخذ كل شيء في الاعتبار

يعتقد المحلل الفني بأن حركة الأسعار في السوق تعكس في أية لحظة كل ما من شأنه التأثير على قيمة الأصل، سواء تعلق الأمر بعوامل أساسية، سياسية... الخ، أما الميزة الأهم لهذا التحليل هو اعتقاده بأن الأسعار تعكس أيضا نفسية المستثمرين¹، كما يعتقد المحلل الفني أيضا بأنه لا بد من أن تعكس حركة الأسعار تطور العناصر المكونة لقوى العرض والطلب، فالسعر يرتفع إذا كان الطلب أكبر من العرض وينخفض في الحالة العكسية، وعلى هذا فإن ارتفاع السعر يعني وجود اتجاه صعودي للعوامل الأساسية، والعكس.

إذن نستنتج بأن المحلل الفني يقوم أيضا بدراسة العوامل الأساسية بطريقة غير مباشرة، فهو يعتقد أيضا بأن العوامل الأساسية للاقتصاد هي ما يتحكم في قوى العرض والطلب، وهي التي تجعل السوق صعوديا أو هبوطيا، وليست المنحنيات والرسوم البيانية، غير أن المحلل الفني لا يهتم بمعرفة الأسباب الكامنة وراء حركة الأسعار وإنما يركز على دراسة تطورها من خلال المنحنيات والرسوم البيانية محاولا بذلك استنتاج السوق لمعرفة الاتجاهات التي سيسلكها²، ولمزيد من الإيضاح أنظر الشكل الموالي:

الشكل رقم 6 السوق يأخذ كل شيء في الاعتبار



6. يتبع السوق اتجاهات معينة يستغرق تغيرها فترة من الزمن:

يهدف الرسم البياني للأسعار أساسا إلى التعرف إلى الاتجاهات التي تسلكها، والوقوف في أسرع وقت ممكن على أية إشارة تنبئ باحتمال تغير مسارها¹، و يعود الاعتقاد بوجود الاتجاهات السعرية إلى قانون الحركة الأول الذي وضعه عالم الفيزياء "إسحاق نيوتن" والذي ينص على أن: "كل جسم يحتفظ بحالته من سكون أو حركة مستقيمة منتظمة ما لم تؤثر عليه قوة خارجية تغير حالته"، وعلى هذا فإن احتمال استمرار الاتجاه السعري أكبر من احتمال تغيره [أو أنه يستمر حتى يتغير]².

المطلي الثاني : التحليل الفني كأداة للتقييم والتحليل في ظل النظرية السلوكية

سلك البحث الأكاديمي بداية من سنوات الثمانينات من القرن الماضي اتجاها جديدا في البحث، ألا وهو الاتجاه السلوكي الذي يعتقد بوجود ارتباط بين الجانب النفسي وعملية تشكل الأسعار في سوق المال، وهذا ما يتوافق إلى حد ما مع فلسفة التحليل الفني، مما يدفعنا إلى التساؤل عن العلاقة بينهما.

1. العلاقة بين التحليل الفني والمالية السلوكية

شكلت " النظرية الاستشرافية " المقدمة عام 1979 من طرف " كاتمان " و " تفرسكي " النواة الأولى للبحث في الميدان السلوكي والذي أدى إلى ظهور ما أصبح يعرف بـ " المالية السلوكية " على يد كل من "دوبونت" و "تالر" (1986)، وقد بدأ هذا الاتجاه بالتبلور وتنازل الأعمال والأبحاث فيه، خاصة فيما يتعلق بمالية الأسواق. مما أدى إلى ظهور " نظرية سلوكية في بناء المحفظة " على يد كل من " شيفرين " و " ستايمتن " عام 2000 .

¹ - عبدالمجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 34.

² - Voir : J. Murphy , L'analyse technique des marchés financiers, Op.Cit ,P : 04-05.

نلاحظ إذن بأن المالية السلوكية تحاكي في تطورها النظرية التقليدية، فانطلاقاً من نقد هذه النظرية ونماذجها وكشف الاختلالات التي تشهدها عند التطبيق، تم استبدالها بنماذج أخرى أكثر تماشياً مع الواقع ومع حاجة المتعاملين في سوق المال، فكانت لدينا النظرية الاستشرافية كبديل لنظرية المنفعة المتوقعة لكل من "جون نيومان" و"مورغنسترن"، ثم النظرية المالية السلوكية عوضاً عن نظرية الكفاءة، ثم بالتخصص أكثر في ميدان بناء المحفظة، تمت محاولة استبدال تحليل "ماركوفيتز" بنظرية سلوكية في بناء المحفظة.

وعند الحديث عن بناء المحفظة، يتبادر إلى أذهاننا مباشرة تقييم الأوراق المالية لأجل اختيار مكونات هذه المحفظة، فإلى ماذا توصلت النظرية المالية السلوكية في هذا الصدد؟ وهل جاءت بأسلوب جديد في تقييم الأوراق المالية؟

عند البحث عن إجابة لهذا السؤال، لاحظنا بأن البحث في المالية السلوكية قد توقف لغاية الآن عند بناء المحفظة، وعند نموذج "ستايتمن" و"شيفرين"، ولم يتم اقتراح أي مدخل جديد لتقييم وتحليل الأوراق المالية ينافس المدخلان الشائعتان حالياً. وقد يفسر هذا، بأنه لا ضرورة للبحث باعتبار وجود مدخل سلوكي لتقييم الأوراق المالية، إذ يرى كثير من الباحثين بأن نموذج تقييم الأوراق المالية في ظل النظرية السلوكية لا يمكن أن يكون إلا "التحليل الفني". ولهذا السبب اخترناه في بحثنا لأنه يعد أنسب مدخل للاتجاه السلوكي، ولإثبات هذا نقارن بين خلفية كل من التحليل الفني والمالية السلوكية.

تعد المالية السلوكية نظرية براغماتية تنطلق من ملاحظة الواقع أولاً ثم تقوم بالتأسيس النظري، وكما سبق وأن أثبتنا أن البحث في الميدان السلوكي ليس حديث العهد في المالية فلطالما وجدت محاولات لوصف السلوكيات غير العقلانية في سوق المال. وفي محاولة لوصف عمل الأسواق من خلال توضيح هذا البعد النفسي قام "تشارلز هنري داو" (Charles Henry Dow, 1851-1902) في نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين بنشر أفكاره في الافتتاحيات التي كان يكتبها في مجلة وال ستريت (وهي مجلة اقتصادية متخصصة)، والتي حاول من خلالها توضيح العلاقة بين الجانب النفسي وتشكل الأسعار في سوق المال، وقد شكلت هذه المقالات فيما بعد، ما أصبح يعرف بنظرية "داو" التي يرى الكثير من الباحثين أنها تشكل الدعامة الأساسية للتحليل الفني¹.

¹ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p114

إذن ظهر التحليل الفني كاستجابة لحاجة المتعاملين في سوق المال إلى أدوات تساعدهم على اكتشاف اتجاه الأسعار، وعلى معرفة التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري. وعلى هذا فظهوره قد سبق ظهور المالية السلوكية بكثير، وهذا قد يعزز الرأي الذي يعتقد بأنه يمثل الاتجاه السلوكي في تقييم الأوراق المالية، على اعتبار أن ظهور الأداة في البحث البراغماتي يسبق ظهور النظرية.

هذا من حيث ظهور كل منها، أما من حيث الفلسفة، فنلاحظ تشابها كبيرا بين فلسفة التحليل الفني والمالية السلوكية، إذ يلجأ كل منها إلى علم النفس بسبب اعتقاده في الأثر البالغ الذي يلعبه الجانب النفسي في تفسير سلوكيات المتعاملين في السوق، وفي عملية تشكل الأسعار. فالتحليل الفني يقوم بمراقبة الأسعار لاعتقاده بأن كل شيء منعكس فيها، ثم يحاول أولا اكتشاف وجود اتجاه سعري وتحديد الوقت المناسب للاستثمار، ثم اكتشاف لحظة انعكاس هذا الاتجاه السعري من خلال فهم نفسيات المتعاملين وسلوكياتهم، وهذا ما يسلط الضوء على فرق جوهري بينهما حسب اعتقاد البعض، فبالرغم من لجوء كليهما إلى الجانب النفسي، فإن التحليل الفني يحاول من وراء ذلك التنبؤ مما يعكس اعتقاده بعقلانية كل من السوق والمتعاملين فيه كونهم يقومون بالتصرفات ذاتها في نفس المواقف، في حين أن المالية السلوكية تحاول فهم وتفسير التشوهات الملاحظة في سوق المال مما يعكس عدم اعتقادها برشادة السوق والأفراد. غير أننا لا نعتقد كثيرا في أن هذا الفرق قد يحول دون اعتبار التحليل الفني أداة سلوكية للتقييم، لأننا حتى ولو تصورنا في المستقبل وصول البحث السلوكي إلى أداة جديدة فلن تكون فلسفتها بعيدة جدا عن فلسفة التحليل الفني، لأن أسلوب المالية السلوكية يقوم على اكتشاف التشوهات وتبسيط الضوء عليها. فلنفترض مثلا أنها توصلت إلى انحراف آخر من انحرافات التفضيل، فلن ينتج عنه إلا أخذ هذا الانحراف في الاعتبار عند التنبؤ بحركة السوق، أي بالبقاء دائما في إطار التحليل الفني، وهذا ما يجعل احتمال توصل المالية السلوكية إلى أداة جديدة للتقييم مختلفة تماما عن التحليل الفني بعيدا جدا، وإنما نتوقع أن يتم تزويده بأسس وقواعد ونظريات سلوكية جديدة.

وسواء اعتقدنا بصحة الاتجاه الأول في اعتبار التحليل الفني هو الأسلوب الذي تمخض عنه البحث السلوكي في مجال تقييم الأوراق المالية، أو اعتقدنا في وجود فرق جوهري بينهما ينفي هذا الاحتمال، يبقى هو الأسلوب الوحيد المتواجد في الواقع والذي تتشابه فلسفته مع فلسفة المالية السلوكية، كما أن ظهوره لم يكن وليد النظرية التقليدية على غرار التحليل الأساسي، وإنما فرضه الواقع العملي.

ولإظهار مدى اهتمام التحليل الفني بقراءة الجانب النفسي للمتعاملين، مما يؤكد تماشيه مع فلسفة المالية السلوكية، نتطرق للحديث عن نظرية "داو" وإسهاماتها في الاتجاه السلوكي.

2. نظرية "داو" (Théorie de Dow)

قام "تشارلز داو" بتطبيق أفكاره على المؤشرات التي أنشأها أي مؤشر داو جونز الصناعي ومؤشر السكك الحديدية، وقد تمحورت النتائج التي توصل إليها في ست مسلمات رئيسية هي¹ :

3. المؤشرات تأخذ كل شيء في الاعتبار : أورد "جون مورفي" في كتابه مقولة "ويليام بيتر هاميلتون" (William Peter Hamilton) الذي قام بتصنيف هذه المبادئ وتجميعها في كتابه الذي أصدره عام 1922 والذي يحمل عنوان "مقياس سوق الأوراق المالية" (The stock market barometer)، إذ يقول في هذا الشأن : "إن إجمالي واتجاهات المعاملات التي حدثت في البورصة تعكس كل المعلومات الماضية عن السوق، ولذا فمن غير المجدي إدخال أية إضافات على هذه المؤشرات على غرار ما يحاول بعض الإحصائيين القيام به من إعادة تشكيل سلاسل إحصائية جديدة بناء على معطيات مستنبطة من المؤشرات أو غيرها من المعطيات لأن السوق قد أخذ كل شيء في الاعتبار"². نلاحظ أن هذه المسلمة تشبه إلى حد كبير الركيزة الأولى في فلسفة التحليل الفني وهي أن السوق يأخذ كل شيء في الاعتبار، كما تعزز الاتجاه السلوكي من حيث أن جميع العناصر قد انعكست في السعر الأساسية منها والنفسية.

4. لسوق المال ثلاثة اتجاهات : عرف "داو" الاتجاه السعري الصاعد بأنه : ارتفاع متواصل في قمم وقواعد الأسعار، "إذن" يكون مسار الأسعار في ارتفاع مستمر حين تعلو آخر قمة للسعر عن القمة التي سبقتها، كما أن آخر أدنى سعر يكون أعلى من أدنى سعر سابق له "أما الاتجاه الهابط (الترولي) فيعرف بأنه "انحدار متواصل لقمم وقواعد الأسعار" أين تكون آخر قمة للسعر أدنى من القمة التي سبقتها وآخر انخفاض أدنى من الذي سبقه، أما في الاتجاه الجانبي فإن كل من مرتفعات ومنخفضات الأسعار تكون في مستوى واحد تقريباً"¹.

¹ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p115

² - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p116

¹ - أنظر : عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص : 74-76.

كما يرى " داو " بأن الاتجاه السعري يتألف من ثلاثة أجزاء هي : اتجاه رئيسي متوسط، ثانوي، شبهها بالمد والموجة والموجة².

1.4 الاتجاه الرئيسي أو الأولي (**Tendance primaire**) : هو الحركة الغالبة على الأسعار في السوق وقد شبهها " داو " بحركة المد والجزر كما يعتقد أنه في وسعها الاستمرار لأكثر من سنة أو حتى لعدة سنوات.

2.4 الاتجاه المتوسط (**Secondaire**) : وهو اعتراض مؤقت للاتجاه الرئيسي يشكل تصحيحا له، فإذا كان الاتجاه الرئيسي صاعدا فإن الاتجاه المتوسط يحدث بتزول مؤقت للأسعار قبل معاودة الارتفاع والعكس، وقد شبهه " داو " بحركة الأمواج المكونة لحركة المد والجزر، وتستمر عادة من ثلاثة أسابيع إلى ثلاث سنوات.

3.4 الاتجاه الثانوي (**Mineure**) : يتمثل في الاضطرابات التي تحدث في الاتجاه المتوسط والتي قد تستمر لأقل من ثلاثة أسابيع³.

5. يمر الاتجاه السعري في تشكله بثلاثة مراحل

1.5 مرحلة التجميع (**la phase d'accumulation**) :

يقوم الأشخاص الذين يملكون معلومات خاصة (غير متاحة للجميع) بشراء/بيع الأوراق المالية، وبالتالي فهم الذين يبدؤون أو يؤسسون لهذا الاتجاه.

2.5 مرحلة التقليد (**la phase d'imitation/la phase de participation du grand public**) :

اعتمادا إلى نظرية الإشارة وعلى التقليد، يبدأ المستثمرون الأذكى بإتباع هذا الاتجاه (**les suiveurs de tendance**).

3.5 مرحلة التوزيع (**la phase de distribution**) : تنتشر المعلومات في كل الصحف ويبدأ عامة المتعاملين في إتباع هذا الاتجاه، عندها يبدأ المؤسسون (الأوائل) في بيع/شراء أوراقهم المالية محققين فوارق قيمة وهكذا ينتهي هذا الاتجاه¹.

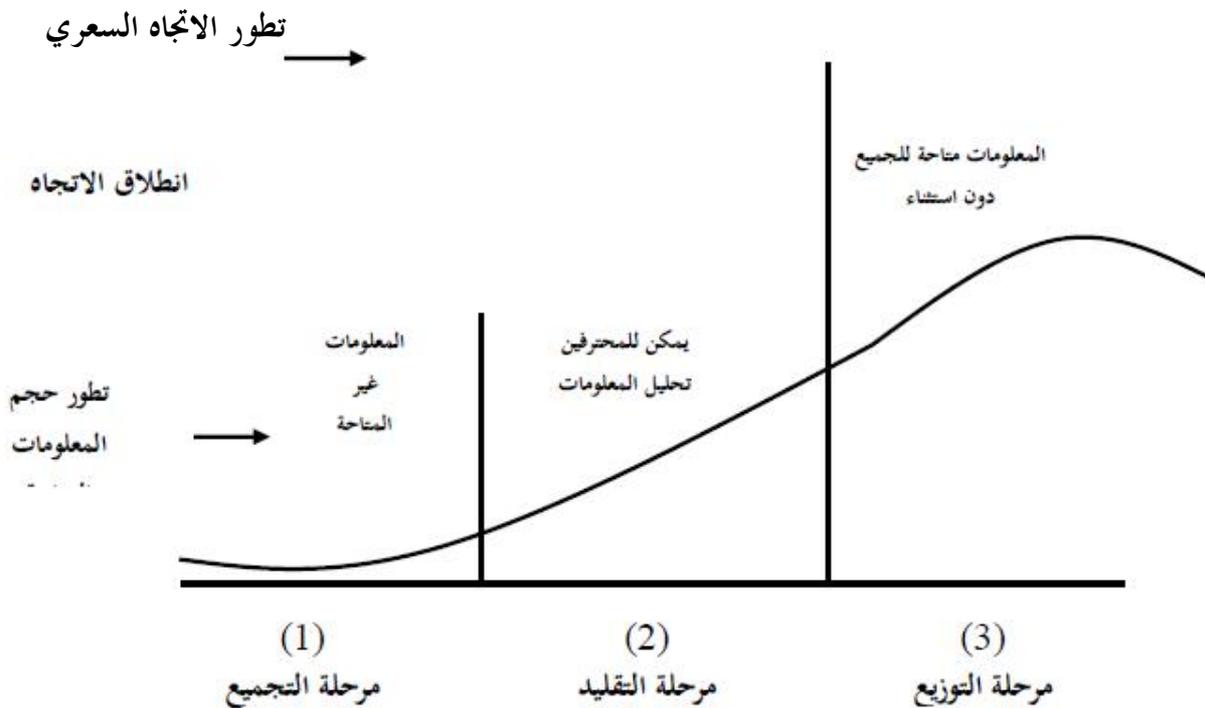
² - أنظر : نفسه، ص: 189.

³ - Voir : J. Murphy , L'analyse technique des marchés financiers, Op.Cit , P : 30.

¹ - Voir : Y. Yann STuTZmann, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale, Op.Cit P 07.

ويوضح الشكل التالي مراحل تشكل الاتجاه السعري

الشكل رقم 7: مراحل تشكل الاتجاه السعري



Source : y.Stutzmann, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale Op.Cit , P : 08.

لقد سلط " داو " الضوء من خلال هذه المسلمة على انحرافين سلوكيين أساسيين، سبقت الإشارة إليهما في الفصل الأول : الانحراف الأول هو سلوك التقليد، فباعتبار أن حوالي 70 و 80 من إجمالي المتعاملين في سوق المال هم من المضاربين، فيمكن القول أنهم هم من يحدد الأسعار، وهنا يظهر قصور التحليل الأساسي لأن المضارب لا يهتم كثيرا بخصائص الاستثمار، وإنما بانعكاسها على السوق، فهو لهذا يحاول معرفة الرأي العام للمتعاملين ثم يتخذ قراره، لأنه في حالة عدم التأكد يكون التقليد أحسن طريقة أمامه، مما يؤدي إلى ظهور سلوك القطيع (سيكولوجية القطيع).

أما الانحراف الثاني ناهج عن سلوك التقليد وهو : التنبؤات التي تحقق نفسها (autoréalisatrice)، إذ أشار " داو " إلى أن الإشاعات حتى وإن كانت غير صحيحة تحدث اضطرابا لدى الأشخاص و تتحقق فعلا نتيجة التقليد. وإجمالاً يعبر " داو " عن المراحل السابقة بمقولة شهيرة تعد قاعدة ذهبية في التداول هي " : قم بالبيع مستندا إلى الشائعات، واشتر مستندا إلى الوقائع " (Buy the rumor , Sell the news)¹، لأن السيولة في النهاية أضمن وأحسن كمبدأ تحوطي أساسا عند الشراء.

أ. التوافق بين المعلومات التي تشير إليها مؤشرات الأسعار

فلا بد مثلا أن يشير كل من مؤشر داو جونز الصناعي والمؤشر الخاص بالسكك الحديدية معا إلى بداية اتجاه صعودي أو نزولي للأسعار².

ب. تماشي حجم التداول مع الاتجاه سعري

يقصد بحجم التداول (volume) الكميات المتداولة أي كمية عمليات الشراء/البيع، ويرى " داو " في هذا الصدد أن حجم التداول لا بد وأن يزداد مع تحرك الأسعار في اتجاه معين (باعتبار أن قانون العرض والطلب هو الذي يحكم الأسعار)، إذن فهو إما يؤكد ما ويعززها في اتجاه معين إذا ما ارتفع، أو ينذر بضعفها وتزايد احتمال تراجعها في الحالة العكسية، ففوة اتجاه السوق تقاس بحجم التداول¹، ولزيد من التوضيح انظر الجدول التالي :

الجدول رقم 1: علاقة الاتجاه سعري بحجم التداول

¹ - Voir : mémoire SEDDIKI_Safia p118

² - Voir : J. Murphy , L'analyse technique des marchés financiers, Op.Cit ,P : 31-32.

¹ - أنظر : عبدالمجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 114 – 115

اتجاه صاعد	اتجاه نازل
-الحجم يزداد عند ارتفاع الأسعار	-الحجم يزداد عند انخفاض الأسعار
-الحجم ينقص عند انخفاض الأسعار	-الحجم ينقص عند ارتفاع الأسعار

المصدر :عبد المجيد المهيلي، أداة النجاح في البورصة، التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص 15:

ت. الاتجاه السعري يستمر ما لم تقابله قوة معاكسة

وهذه المسلمة تتطابق مع الركيزة الثانية في فلسفة التحليل الفني.

إلى جانب نظرية" داو "سأهت نظريات أخرى في تزويد هذا التحليل بقواعد وأسس لقراءة الرسوم البيانية وللتنبؤ باتجاه الأسعار، نحاول فيما يلي التعرض بشكل سريع لكل منها.

ث. نظريات فنية أخرى

حاول عدة باحثين صياغة مجموعة مبادئ لفهم السوق وحركته، وهذا من خلال مجموعة نظريات نذكر منها :

1.ث. نظرية موجات إليوت (La théorie des vagues d’Elliott, 1938)

تأثر" رالف نلسون إليوت" (Ralph Nelson Elliott, 1871- 1947) كثيرا بنظرية" داو"، ولطالما اعتبر بأن نظريته تعد جزءا ضروريا ومكملا لها، وقد ألف قبل وفاته كتابا يحمل عنوان " قانون الطبيعة وسر الكون" (Nature’s law : The secret of the universe) أهم ما تضمنه محاولة "إليوت" لفهم سيكولوجية القطيع، إذ يرى في هذا الشأن أن هناك نمطا متكررا يقيس نفسية الجماهير (Mass psychology) يتكون من خمس موجات إلى أعلى وثلاث موجات إلى أسفل، ولهذا النمط قيمة تنبؤية فحين تنتهي الخمس موجات الصاعدة تليها ثلاث هابطة والعكس¹.

¹- أنظر : نفسه، ص : 204-205.

ث.2 تحليلات جان

كان "ويليام جان" (William D.Gann, 1878-1955) رجلاً شديداً التدين، لذا ارتكزت فلسفته على وجود نظام وقانون طبيعي يحكم كل شيء، ولا يذع أي مجال للعشوائية فهناك علاقة سببية بين أسعار الماضي وأسعار المستقبل. وقد قام بتحليله على جملة مبادئ نفسية في معظمها، كونه أولى أهمية كبيرة للعناصر ذات الدلالة النفسية، فعلى سبيل المثال نجد أنه يهتم كثيراً بيوم الذكرى السنوية، فهو يرى أن المضاربين لا ينسون وقع بعض الأحداث المأساوية ولو مرت عليها مدة من الزمن، ويميلون نتيجة لذلك للقيام بردود أفعال معينة في هذه التواريخ، كما أولى أهمية كبيرة أيضاً لعامل الزمن أكثر من اهتمامه بالسعر، وهذا ما يعكس معتقداته الدينية، فهو يرى أن لكل شيء أوانه وتوقيت حدوثه، وأن هناك تواريخ فاصلة يجب أخذها في الاعتبار أثناء دراسة حركة السوق².

ث.3 مبدأ الرأي المخالف

كان أول من قدم هذا التحليل هو "همفري نيل" (Hamphery B.Neil, 1954)، ويعد نوعاً من أنواع التحليل النفسي للحشود الكبيرة من الناس، ويمكن تعريفه بأنه: "رأي استثماري معاكس لآراء الغالبية العظمى للمستثمرين والمضاربين بسوق معينة، ويعد أحد أهم المؤشرات القائدة لأنه يلفت النظر في وقت مبكر جداً، وقبل تحرك السعر في الاتجاه المعاكس بكثير إلى قرب وصول هذا الاتجاه إلى نهايته". إن هذا المؤشر يبرز ويستفيد في الوقت ذاته من انحراف سلوكي منتشر في أسواق المال هو التقليد أو التفكير بـ "عقلية القطيع". فحين تظهر استطلاعات الرأي أن هناك ميلاً شديداً واقتناعاً من قبل الأكثرية باتجاه الأسعار ناحية معينة، فإن ذلك يعد دليلاً على وصول أو قرب وصول الأسعار إلى القمة والعكس صحيح. ونشير إلى أن هذا التحليل مبني على قاعدة إحصائية متينة، إذ يتم قياس آراء شريحة كبيرة من المتعاملين، فإذا كان السواد الأعظم منهم يرى استمرار صعود الأسعار فهذا يدل على أنهم قاموا بالشراء فعلاً، وهو ما يعني أن القوة الشرائية الفاعلة والمؤثرة المتبقية في السوق صارت ضعيفة ولم تعد هناك قوة دفع قادرة على رفع الأسعار والعكس، إذا اعتقدت الغالبية باستمرار نزول الأسعار فهذا يعني أنهم قد باعوا بالفعل ولم تبق في السوق قوة قادرة على دفع

²- أنظر : نفسه، ص : 194-197.

الأسعار إلى مستويات أدنى¹، إذن فكلما وجد في السوق اتفاق شبه تام بين المتعاملين على حدوث شيء ما للأسعار كان ذلك دليلاً وسبباً وفي نفس الوقت لعدم تحقق هذا الشيء !!

نتنقل أخيراً إلى محاولة لإظهار الجانب السلوكي في أسلوب التحليل الفني، وهذا ما سيشكل موضوع العنصر الموالي.

المطلب الثالث : الجانب السلوكي في استعمال الأرقام في التحليل الفني

يملك المحلل الفني في حوزته عدة أدوات بيانية، تساعد على اكتشاف وتبعية الاتجاهات السعرية، نذكر منها: الأعمدة البيانية، الخط البياني، الشموع اليابانية، النقطة والرقم (بونيت أند فيجر)¹.

يمكن للمحلل الفني استخدام أي من هذه الطرق لتمثيل حركة الأسعار بيانياً، وهذا بهدف توضيح الرؤية كي يتمكن من ملاحظة تشكل اتجاه سعري وتبعه والتنبؤ باستمرار أو انعكاسه، وعند تمثيل حركة الأسعار باستخدام الخط البياني نلاحظ بأنه محدود بمحاذين : حاجز علوي يطلق عليه اسم "المقاومة" (résistance) يمنع ويعوق ارتفاع الأسعار ويجعلها تتحرك إلى أدنى، والمقاومة تمثل منطقة علوية للسعر يتوقع أن تنخفض الأسعار بعد الوصول إليها، أما الحاجز السفلي فيطلق عليه اسم "الدعم" (support) يعرقل ويمنع انخفاض الأسعار وتدهورها ولو مؤقتاً ويجعلها تتحرك إلى أعلى، وهو سعر معين أقل من السعر الحالي يتوقع الأسعار أن ترتفع من عنده بعدما تنخفض إليه.

وقد توصل المحللون الفنيون من خلال الخبرة والممارسة إلى الاتفاق على مجموعة أشكال تنبؤية يطلق عليها اسم " : الأنماط السعرية"، ويكمن الجانب النفسي في القدرة على اكتشاف هذا النمط (لأن عملية التمثيل البياني ليست إلا عملية إحصائية)، وقد لوحظ من خلال دراسة هذه الأنماط أنها تنقسم إلى فئتين : أنماط

¹ - أنظر : نفسه، ص: 211-213.

¹ - لمزيد من الاطلاع والتفصيل، أنظر إلى المراجع التي تم الاعتماد عليها في هذا الجزء وعلى رأسها: عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق

انعكاسية تنبئ بانقلاب الأسعار وانعكاس اتجاهها، وأنماط استمرارية تؤكد وتعزز احتمال سيرها في نفس الاتجاه. ولأجل الوقوف على لحظة انعكاس الاتجاه السعري أو استمراره (أي اختراق حاجز الدعم أو المقاومة) يستعين المحلل الفني بالأرقام، فهذه الأخيرة من وجهة نظره محملة بدلالات ومعان نفسية، ومن أشهر هذه الأرقام وأهمها لدى المحللين نذكر:

1. الأرقام المشكلة لمتتالية " فيبوناتشي "

وهي من أهم الأرقام في التحليل الفني، حيث توصل " فيبوناتشي " (Fibonacci) اكتشاف سلسلة من الأرقام هي : 1، 1، 2، 3، 5، 8، 13، 21، 34، 55، 89، 144... إلى ما لا نهاية، وكل رقم في هذه المتتالية يساوي حاصل جمع الرقمين السابقين له، إضافة إلى أن لها كثيرا من الخصائص العجيبة¹، كما نلاحظ أن الأرقام المكونة لتحليل " إليوت " (3 موجات + 5 موجات) أي 8 موجات جميعها أرقام تنتمي إلى السلسلة السابقة، مما يبرز تأثير " إليوت " بهذه الأرقام واعتقاده بدلالاتها النفسية، وبأن جميع البشر يعتقدون ويعملون بها لا شعوريا، ومن أمثلة استخدامها نذكر²:

أ. توقع مناطق الدعم والمقاومة.

ب. تحديد الأوقات المرجح تغير الاتجاه فيما.

ت. تحديد الأهداف السعرية المتوقع الوصول إليها.

2. الأرقام المدورة (Round numbers)

وهي أرقام تكون نهايتها صفرا و خمسة أو أرقاما يعبر عنها بالعشرات أو بالمئات، كالأرقام التالية : 10، 25، 50، 75، 100، 1000 التي تعد من محطات الدعم والمقاومة كما تعتبر محطات نفسية توقف تقدم أو تراجع الأسعار، ولهذا السبب يتجنب كبار المضاربين إعطاء أوامر البيع والشراء بأرقام مدورة، فإذا كان الاتجاه صاعدا يفضل أن يتم الشراء من فوق الرقم المدور، أما إذا كانت حركة الأسعار نازلة فيفضل إصدار الأوامر بسعر يقل عن الرقم المدور، وهذا لأن غالبية الأوامر ستكون بالرقم المدور لوجود ميل طبيعي لدى

¹- للتعرف على مزيد من هذه الخصائص، أنظر:

-عبد الحميد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص : 200-201.

²- أنظر : نفسه، ص ص : 200-203.

الإنسان للتفكير والعمل بها³، ومن ثم يسهل على المضارب تنفيذ أمره في ظل إصدار الأغلبية لأوامر بأرقام مدورة.

3. الأرقام الطبيعية

لقد احتلت بعض الأرقام الطبيعة ومضاعفاتها أو قواسمها أهمية بارزة في التحليل الفني وذلك للعديد من الأسباب منها : التاريخي والديني والروحي والنفسي، مما يجعل الإنسان يميل طبيعياً إلى اختيار هذه الأرقام عند التعامل، ولذا أصبح لا بد من معرفة هذه الأرقام ، ومنها نذكر:

ن الرقم " سبعة " : يستمد هذا الرقم أهميته من تكرار ذكره في الكتب السماوية، ومن أهميته لدى قدماء المصريين، ولهذا أولاه " جان " أهمية خاصة في تحليلاته إلى جانب مضاعفاته ك : 14 و 49¹.

ن الرقم " تسعة " : يستمد أهميته من كونه يعبر عن دورة الحمل لدى المرأة، كما أنه الرقم الأخير في العدد الذي تليه أعداد ثنائية².

ن الرقم اثني عشر : تعود أهميته لوجود اثني عشر برجاً فلنيا ولوجود اثني عشر سبطاً من أسباط بني إسرائيل ولهذا السبب اهتم به " جان " هو والعدد 144 الناتج عن ت ريبعه³.

ن الرقم ثلاثة : يحظى هذا الرقم بأهمية خاصة في التحليل الفني، فنجد مثلاً أن الاتجاه السعري يمر في تشكيله بثلاث مراحل (التجميع، التقليد، التوزيع) كما أن له ثلاثة أنواع : رئيسي أو أولي، متوسط، ثانوي . وتعد الأشكال الثلاثية من الأنماط الانعكاسية الأكثر انتشاراً على غرار القمة الثلاثية (le Triple Sommet) الرأس والكتفان (la tête et épaules)، ومن بين الأشكال الاستمرارية الأكثر استعمالاً نجد ثلاثة أنواع من المثلثات : الصاعد والهابط والمتماثل، إضافة لهذا نلاحظ أن حركة الأسعار ثلاثة اتجاهات : صاعد ونازل وأفقي، كما أن هناك ثلاثة مصادر للمعلومات في السوق هي السعر، الحجم، الوضعية المفتوحة⁴.

³ - أنظر : نفسه، ص : 92.

¹ - أنظر : نفسه، ص : 195.

² - أنظر : نفس المرجع والصفحة.

³ - أنظر : نفس المرجع والصفحة.

⁴ - Voir : J. Murphy , L'analyse technique des marchés financiers, Op.Cit ,P 87-88.

خلاصة واستنتاجات:

يعتمد التحليل "العائد-المخاطرة" الذي اقترحه "ماركوفيتز" على إسناد مجموعة من الخصائص للأوراق المالية أهمها المردودية والمخاطرة، وقد اختار "ماركوفيتز" معيار التوقع الرياضي لحساب المردودية المتوقعة ومعيار التباين (الانحراف المعياري) لقياس الخطر، الذي بدوره تم تقسيمه إلى خطر خاص مرتبط بسلوك الورقة المالية في حد ذاتها وهو قابل للإلغاء عن طريق التنويع، وخطر نظامي غير قابل للإلغاء عن طريق التنويع تشترك في تحمله جميع الأوراق المالية، غير أن كل ورقة تستجيب له وفقا لمعامل حساسية خاص بها هو β الذي يعرفه بأنه "التغير في المردودية الإضافية للورقة المالية عندما تتغير المردودية الإضافية لمحفظة السوق بمقدار 1%"، وباعتبار أن محفظة الأوراق المالية ليست إلا تشكيلة منتقاة من الأوراق المالية مرجحة بأوزانها النسبية، فإن ما يقال عن الورقة الواحدة يمكن إسقاطه على المحفظة مع بعض التغيرات عند حساب الخطر، يفرضها احتمال وجود ارتباط بين هذه الأوراق.

يهدف المستثمر عند اختيار الأوراق المالية المكونة لمحفظته إلى اختيار تلك الأوراق التي توفر أقصى عائد متوقع، مقابل تحمل أدنى قدر ممكن من المخاطرة، لذا فهو يسعى لحيازة المحفظة الكفؤة، أي تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر أو العكس، لذا فهي تقع على حدود الكفاءة وإذا قام المستثمر بالجمع بينها وبين أصل عديم الخطر، سيصل إلى تشكيل محفظة مثلى، أي تلك التي تقدم أحسن ثنائية (عائد/مخاطرة).

لأجل تحديد المردودية المتوقعة لأصل ما بدلالة خطر السوق، أثمرت أعمال مجموعة من الباحثين على غرار "شارب"، "لينتنر...." عن التوصل إلى نموذج لتقييم الأصول **MEDAF** يعطي بالعلاقة التالية :

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

أخيرا ركز "ماركوفيتز" في هذا التحليل، على التمييز بين ما وصفه بالتنويع الساذج الذي يقوم على زيادة الأوراق المالية المكونة للمحفظة مع اختيارها بشكل عشوائي، وبين ما قام باقتراحه وأسماه "التنويع العقلاني" الذي يقوم على أخذ الارتباط بين الأوراق المالية في الاعتبار.

إلا أن الواقع أظهر بأن هذا التحليل لا يتم تطبيقه بشكل تام، إذ كشف بعض الباحثين في الميدان السلوكي عن وجود تشوهات على غرار التنوع غير الكافي وإهمال الارتباطات بين الأوراق المالية أو ما أسماه "تالر" (Thaler, 1985) لحساب العقلي. "ولذا بدأ البحث للوصول إلى نموذج سلوكي لبناء المحفظة وتطافت أعمال كل من (روي) (Roy)، "أرزاق وباوا" (Arzac-Bawa)، "شيفرين" و "ستاتمين" (Shefrin & Statman) وغيرهم للوصول إلى محفظة سلوكية BP، تتكون بشكل أساسي من أصل يهدف من ورائه إلى ضمان حد أدنى من الثروة (تحقيق مستوى أدنى للعائد)، وأصل يهدف من ورائه إلى الاغتناء مهما كان احتمال حدوثه ضعيفا، إذ يكون المستثمر على استعداد للمخاطرة في سبيل الرفع من ثروته النهائية كونه يحاول تجنب الخسائر لا الخطر، كما طالت الانتقادات نموذج MEDAF وتم اقتراح عدة تعديلات له في ظل النظرية التقليدية، غير أن الأبحاث لاستبداله بنموذج سلوكي لتقييم الأصول المالية لا تزال لم تتوصل إلى شيء نظرا لصعوبة نمذجة الجانب النفسي، التي تشكل تحديا للنموذج السلوكي ككل ليس فقط في مجال بناء المحفظة.

إن بناء المحفظة ليس إلا خطوة واحدة من خطوات الاستثمار المالي، إذ أن هناك مراحل تسبق الوصول إلى اختيار المحفظة أهمها عملية تحليل الأوراق المالية لاتخاذ القرار. ويقوم المستثمر بالتقييم قبل بناء المحفظة وبعدها لأن المراجعة المستمرة أمر لا مفر منه، في ظل التقلبات الكثيرة التي تشهدها أسواق المال.

هناك مدخلان شائعان للقيام بعملية التقييم والتحليل: التحليل الأساسي والتحليل الفني، يقوم كل منهما على فلسفة ومبادئ مختلفة، حيث يهدف المدخل الأول إلى الوقوف على القيمة الحقيقية لاكتشاف أي ورقة ينبغي على المستثمر شراؤها، في حين يهدف الثاني إلى تحديد الزمن الأنسب لشراء هذه الورقة. ويبدو من خلال المقارنة بينهما أن التحليل الفني هو الأكثر تناسبا وانسجاما مع النموذج السلوكي لأن ظهوره جاء استجابة لحاجة المتعاملين في سوق المال، كما أنه يأخذ في الاعتبار جميع العوامل النفسية التي تؤثر على المستثمر لحظة اتخاذ القرار.

الفصل الثالث

الدراسة الميدانية

مقدمة الفصل الثالث

لقد شكلت بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة، والتي تعد أحد أهم البورصات في اتحاد أسواق المال العربية موضوع دراستنا، حيث قمنا بدراسة قياسية لسلوك بعض المستثمرين في تقييم الأوراق المالية حيث تم توزيع استبانة تضم ثلاث صفحات على مجموع من المستثمرين في بورصة الدار البيضاء وبلغ عدد الاستبيانات الموزعة 50 استبانة غير ان المسترجعة كانت حوالي 44 والمقبولة قدرت 39.

يتضمن هذا الفصل مبحثين، أحدهما مخصص للتعريف ببورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة، و الآخر لتوضيح مضمون الدراسة القياسية .

تقوم " المالية السلوكية " على إثبات عدم رشادة الأفراد كونهم يقترفون الكثير من الأخطاء عند اتخاذ القرار من بينها الأخطاء الإدراكية كالرؤية النفقية، امتلاك ذاكرة انتقائية، تبسيط عملية اتخاذ القرار من خلال اللجوء إلى الترسخ أو التعميم أو الاعتماد على ما هو متاح من معلومات.... الخ إضافة إلى تقليد الغير لتفادي الإقصاء من المجموعة و هذا ما يتنافى مع السلوك العلمي الرشيد و استقلالية التفكير.

لقد تعمقت البحوث في هذا الاتجاه لتشمل نظرية المحفظة، خاصة بعد ملاحظة خروق لنظرية " ماركوفيتز " في الواقع أهمها التنوع غير الكافي و إهمال الارتباطات التي قد توجد بين الأوراق المالية داخل المحفظة الواحدة نتيجة لقيام المستثمرين بالتفكير من خلال إنشاء أرصدة عقلية متفرقة خاصة بكل أصل، وقد توصل هذا البحث إلى نظرية سلوكية للمحفظة (BPT) ، تتكون بشكل أساسي من أصل يهدف من وراء اقتنائه إلى ضمان حد أدنى للثروة (تحقيق الأمان) ، وأصل يهدف من ورائه إلى الاغتناء مهما كان احتمال حدوثه ضعيفا (المخاطرة) ، كما ظهرت محاولات لاستبدال أو تعديل نموذج MEDAF لا تزال لم تتوصل بعد إلى شيء لصعوبة نمذجة الجانب النفسي ، ولذا ولأجل اختيار الأوراق المالية يتم اللجوء إلى أسلوب

مختلف تماما عن التحليل¹ الأساسي هو التحليل الفني الذي لا يعتمد على صيغ رياضية وإنما يقوم على قراءة الرسوم البيانية لأجل اكتشاف الاتجاهات السعرية المستقبلية وتحليل الوقت الأنسب للشراء أو البيع ولهذا نلاحظ بأن المالية السلوكية تنتهج أسلوبا براغماتيا أو إيجابيا فهي تنطلق من ملاحظة ما يحدث في الواقع ثم تقوم بالتأسيس النظري .

المبحث الأول : تقديم عام لبورصة الدار البيضاء

المطلب الأول : نشأة و تطور البورصة

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929. وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين و تقنين تنظيم و سير هذه السوق. ففي سنة 1948، حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة. غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقي اهتماما متزايدا. وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني. إثر هذه المبادرة، وتحديدًا سنة 1986، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات. وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم. سبع سنوات بعد ذلك، في سنة 1993، شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصدار و المصادقة على ثلاث نصوص مؤسسية، و هي:

ظهير معترف بمثابة قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم؛

¹ Hhttp :www.casablanca-bourse.com/ar/content.aspx ?ldlink

ظهر معتر بمثابة قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات
اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين

الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم;

ظهر معتر بمثابة قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي
القيم المنقولة².

بطاقة تعريفية

تقديم :

بورصة الدار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة .
وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد و المالية وتزاوّل نشاطها بناء على دفتر للتحملات مع
مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة

1. المهمة

تكمن مهمة بورصة الدار البيضاء في ضمان سير وتطوير وتشجيع سوق البورصة
المغربي، وذلك من خلال:

- a مراقبة ورصد حصة التداول.
- a إصدار و نشر معلومات السوق.
- a مساعدة الجهات المصدرة عند تداول قيمهم المنقولة وعند تنفيذ عملياتهم المالية
- a التدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف.
- a ضمان حركة الأوراق المالية في حال عجز أحد الوسطاء.

2. توزيع الأسهم

² - مرجع سبق ذكره:

يبلغ الرأسمال المسجل لبورصة الدار البيضاء ما يناهز 19 020 800 درهم، تمتلكه
بخصص متساوية شركات البورصة الناشطة في سوق البورصة المغربية

المطلب الثاني : بنية السوق

تعد بورصة الدار البيضاء سوقا مقننة حيث يتم تداول القيم المنقولة. وهي تضم السوق المركزي
حيث تتم مقابلة مجموع أوامر البيع والشراء المتعلقة بقيمة منقولة مسجلة في جدول تسعيرة
بورصة الدار البيضاء، كما تضم بورصة الدار البيضاء سوق الكتل حيث يمكن، بالتراضي
المباشر، إجراء عمليات تداول متعلقة بقيم منقولة مسجلة في جدول تسعيرة بورصة الدار
البيضاء، والتي يساوي أو يتجاوز حجمها الحجم الأدنى للكتل حسب الشروط الخاصة
بالأسعار، المنبثقة من السوق المركزي

1. أنظمة تسعير الأسهم

تتولى بورصة الدار البيضاء مهمة تحديد أنظمة تسعير القيم المنقولة حسب المعايير التالية:
متوسط حجم الصفقات في حصة التداول، متوسط عدد الأوراق المالية قيد التسعير حصة
التداول، وتيرة تداول القيمة، متوسط عدد العقود المسجلة في حصة التداول، الرسملة العائمة
تتم مراجعة توزيع القيم المنقولة بين أنظمة التسعير مرة كل ستة أشهر على الأقل وتصدر نشرة
بذلك في نشرة التسعيرة ويتم إصدار نشرة بأي تعديل يتم إدخاله على نظام التسعير الخاص
بقائمة منقولة ما في نشرة التسعيرة وذلك خمسة أيام بورصة على الأقل قبل بدء تطبيق هذا
التعديل.

2. أنظمة تسعير السندات

يتم تسعير الأوراق المالية الائتمانية بالوحدة النقدية أو بالنسبة المئوية لقيمتها الاسمية و على ذيل القسيمة بقرار من بورصة الدار البيضاء. ويتم تسعير الأوراق المالية الائتمانية وفق نظام التسعير الثابت نظرا لضعف سيولتها.

3. أنظمة تسعير الأسهم الثانوية

تحدد بورصة الدار البيضاء نظام تسعير الأسهم الثانوية حسب درجة سيولتها. و أية ورقة مالية تمثل سطرًا ثانويًا، فهي تنحدر من سطر رئيسي للتسعير إذ يشكل هذا الأخير القيمة المرجعية لهذه الورقة المالية. ويتم تسعير حقوق التخصيص والاكتتاب وفق نظام التسعير الثابت. ويتم تحديد أنظمة تسعير الأسهم المدرجة في أسطر ثانوية حسب نفس الطرق المعتمدة للأسهم و المبينة أعلاه.

المطلب الثالث : أهم المؤشرات لسوق وصف المؤشرات

1. محطات تاريخية

1986	إحداث مؤشر البورصة العام IGB
2002	إحداث مؤشري مازي ومادكس والمؤشرات المنبثقة عنهما والمؤشرات القطاعية
2004	اعتماد الرسملة العائمة في حساب المؤشرات

2. خصائص المؤشرات

تاريخ الإحداث: 02 يناير 2002

المرجع 31 ديسمبر 1991

القاعدة 1000

المكونات مازي عائم : مؤشر عام يشمل جميع القيم المنقولة من نوع الأسهم.

مادكس عائم : مؤشر مدمج يتكون من القيم الخاضعة للتداول المستمر
مؤشرات قطاعية: مؤشر مدمج يتكون من القيم المنتسبة لنفس القطاع.

المبحث الثاني: الدراسة الميدانية للمؤسسات المدرجة في البورصة

1. عينة الدراسة

اخترنا إجراء هذه الدراسة على سوق الدار البيضاء للقيم المنقولة، وتحديدًا تشكلت عينة هذه الدراسة من مجموع المستثمرين في المؤسسات المدرجة في البورصة.

2. هدف الدراسة

تهدف الدراسة إلى التحقق ميدانيا من صحة أو خطأ فروض البحث من وجهة المهتمين والمختصين في هذا الجانب.

3. التعريف بمشكلة البحث

الدراسة تستهدف بحث عن امكانية تطبيق النظرية السلوكية في تحليل الاوراق المالية:

4. منهج البحث

للإحاطة بمختلف جوانب الموضوع و الإجابة على إشكالية البحث و اختبار صحة الفرضيات سوف نعتمد على المزج بين المنهج الاستنباطي و الاستقرائي و ذلك بإتباع الأسلوبين الوصفي والإحصائي المبني على تحليل استمارة بواسطة برنامج (spss) 20version.

5. محاور الدراسة

لقياس مدى تطبيق النظرية السلوكية في تحليل الاوراق المالية, حيث تم توزيع هذه الأسئلة على (06) محاور رئيسية و هي:

- 1.5 المحور الأول: معامل سلوك المستثمرين حول كفاءة الاسواق المالية(02)سؤال.
- 2.5 المحور الثاني: معامل الثقة المفرطة وتضمن (04) أسئلة.
- 3.5 المحور الثالث: التمثيل المعلوماتي وتضمن (03) أسئلة .

- 4.5 المحور الرابع: معامل سلزك القطيع والمطابقة وتصمن(03) سؤال.
 5.5 المحور الخامس: نظرية الاحتمالات وكراهية الندم وتصمن (05)سؤال.
 6.5 المحور السادس: معامل الحدس والبديهية وتصمن(04) أسئلة.

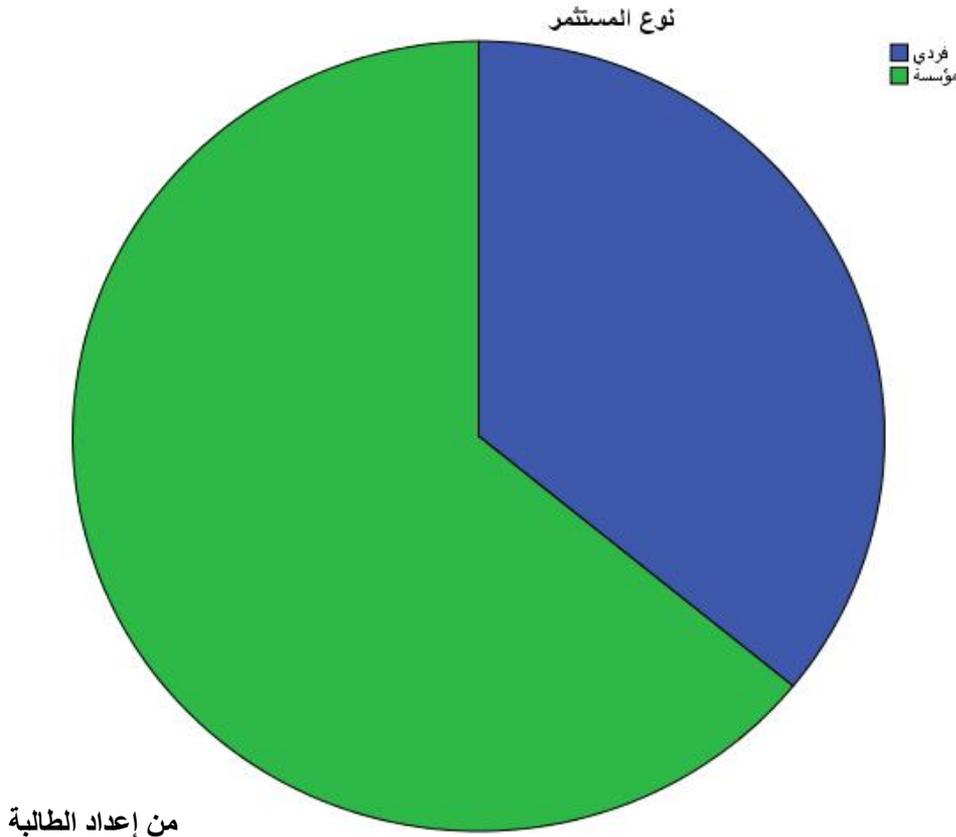
✓ بالنسبة نوع المستثمر

من خلال دراسة عينة البحث المتكونة من (39) فرد اتضح لنا أن عدد المستثمرين الفرديين 14 أي بنسبة 36.9% من حجم العينة الكلي في حين بلغ عدد المؤسسات 25 شكلوا ما نسبته 64.1% من المجموع الكلي لأفراد العينة كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم 2: توزيع أفراد العينة وفق نوع المستثمر

النسبة المئوية المتزايدة	النسبة المئوية	التكرار	الجنس
% 36.9	% 36.9	14	فردى
% 100,0	% 64.1	25	مؤسسة
	% 100,0	39	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS "20V."



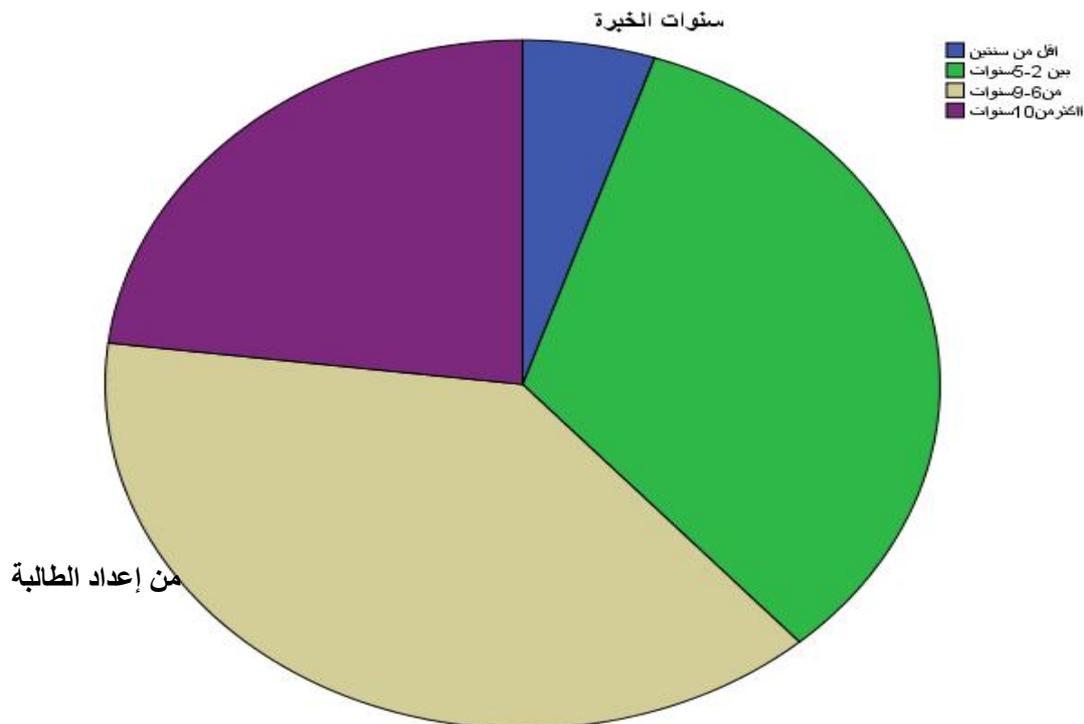
بالنسبة للخبرة العملية

لقد شكلوا أفراد العينة التي تتراوح خبرتهم العملية أقل من 02 سنتين ما نسبته 5.1 % في حين كانت نسبة الذين تتراوح خبرتهم ما بين 02 سنوات و 05 سنوات 33.3%، أما الفئة التي تملك خبرة ما بين 06 سنوات و 09 سنوات 38.5% وكذلك الفئة التي تملك خبرة عملية أكثر من 10 سنوات شكلت ما نسبته 23.1%.

الجدول رقم 3: توزيع أفراد العينة وفق عنصر الخبرة العملية

الخبرة العملية	التكرار	النسبة المئوية	النسبة المئوية المتزايدة
أقل من سنتين 02	2	%5.1	% 5.1
ما بين 02 سنوات و 05 سنوات	13	% 33.3	% 38.5
ما بين 06 سنوات و 9 سنوات	15	% 38.5	% 76.9
أكثر من 10 سنوات	9	% 23.1	% 100,0
المجموع	39	% 100,0	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS "20V."



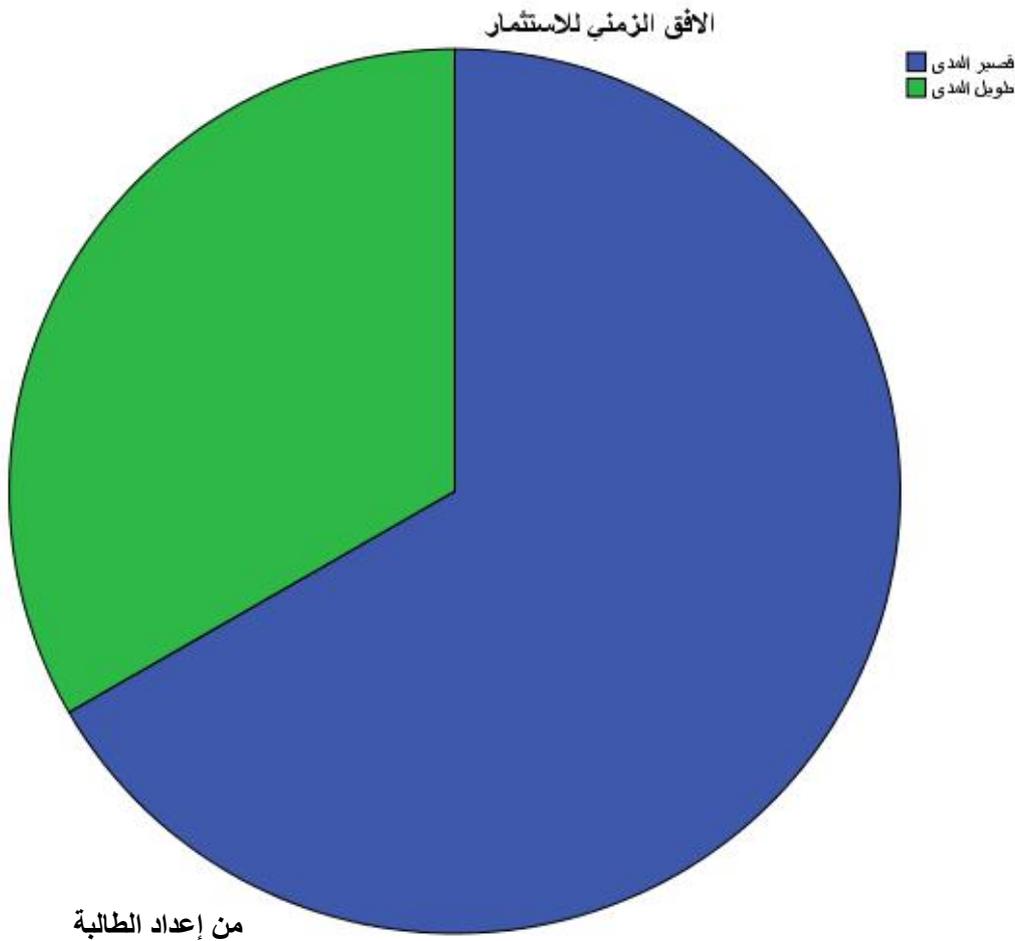
✓ بالنسبة للأفق الزمني للاستثمار

من خلال نتائج المتحصل عليها من دراسة تحليل البيانات الشخصية للاستبيان اتضح لنا أن مانسبته 31.1% هم من افق قصير المدى وهي أعلى نسبة، في حين كانت نسبة الافق طويل المدى 15.6%.

الجدول رقم 4: توزيع العينة وفق الافق الزمني للاستثمار)

الافق للاستثمار	الزمني	التكرار	النسبة المئوية	النسبة المئوية المتزايدة
قصير المدى		26	% 66.7	% 66,7
طويل المدى		13	% 33.3	%100
المجموع		39	% 100,0	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS "20V."



بالنسبة للنموذج او الطريقة المالية المستخدمة في تقييم الاوراق المالي

الجدول رقم 5: الطريقة المالية التي تستخدمها في تقييم الاوراق المالية

الطريقة	التكرار	النسبة المئوية	النسبة المئوية المتزايدة
القيمة الحالية للتدفقات المالية	7	%17.9	%17.9
نسبة السعر/الربح	17	%43.6	%61.5
تحليل النسبة المالية	3	%7.7	%69.2
زيادة السعر	3	%7.7	%76.9
ربح السهم	6	%15.4	%92.3
القيمة الاقتصادية المضافة	3	%7.7	%100
المجموع	39	%100,0	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS "20V."



من إعداد الطالبة

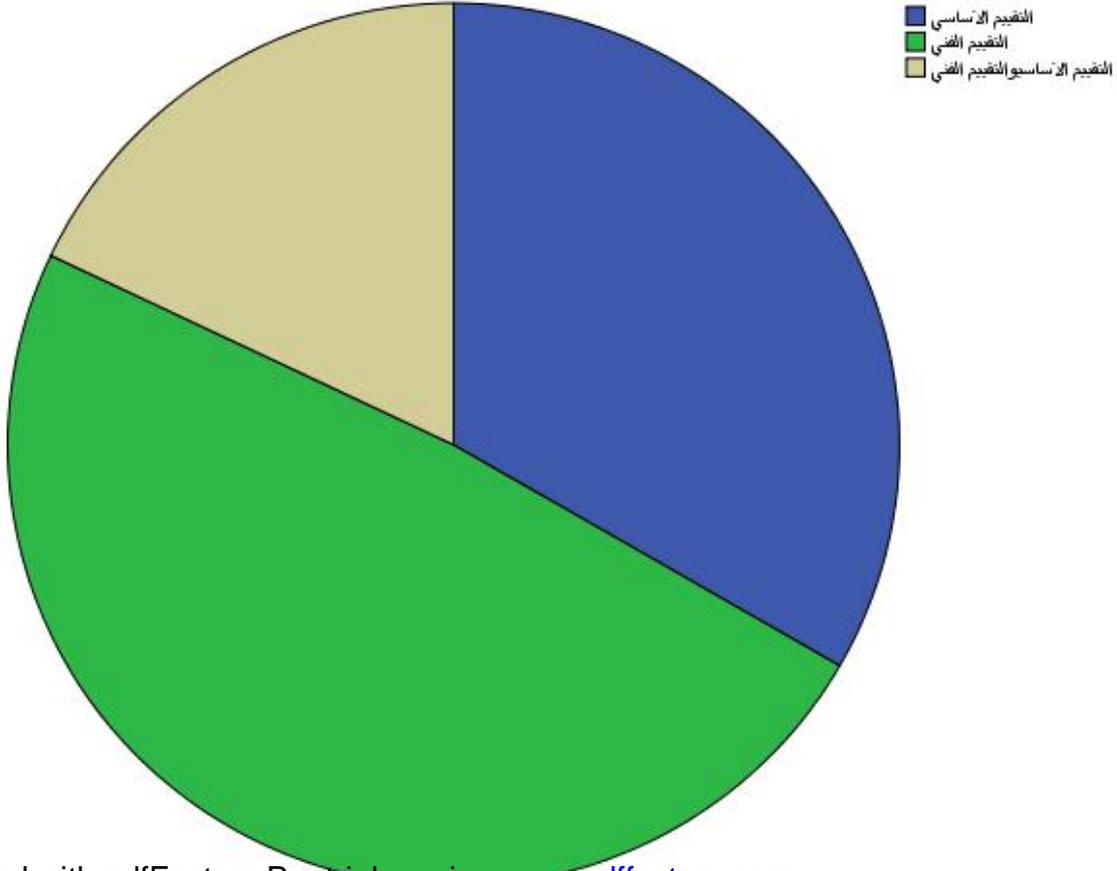
بالنسبة للطريقة المالية في التقييم المالي

الجدول رقم 6 توزيع العينة وفق الافق الزمني للاستثمار

النسبة المئوية المتزايدة	النسبة المئوية	التكرار	الطريقة المفضلة للتقييم الأوراق المالية
% 33.3	% 33.3	13	التقييم الأساسي
%82.1	% 48.7	19	التقييم الفني
%100	%17.9	7	التقييم الأساسي والتقييم الفني
	% 100,0	39	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS "20V."

الطريقة المالية التي تفضلها في التقييم المالي



من إعداد الطالبة

بالنسبة لتصنيف أسلوب استثماراتك V

الجدول رقم 7: توزيع العينة حسب تصنيف أسلوب الاستثمار

النسبة المئوية المتزايدة	النسبة المئوية	التكرار	الطريقة المفضلة للتقييم الأوراق المالية
% 20.5	% 20.5	8	استثمارات نشطة
76.9	% 56.4	22	استثمارات متوازنة
100	%23.1	9	استثمارات سلبية
	% 100,0	39	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS "20V."

6. التحليل الوصفي لعينة الدراسة

بالاستعانة:

بسلم ليكارت الخماسي :

وهو أكثر المقاييس شيوعاً حيث يطلب من المبحوث أن يحدد درجة موافقته أو عدمها على خيارات محددة، وهذا المقياس غالباً مكون من خمسة خيارات متدرجة يشير إليها المبحوث إلى اختيار واحد منها. حيث اعتمدنا في الدراسة على التدرج التالي:
مثلاً:

● أن تُصدر البنوك الجزائرية أسهماً جديدةً:

موافق جداً موافق محايد غير موافق غير موافق إطلاقاً

الفصل الثالث: الدراسة الميدانية

و باستخدام البرنامج الإحصائي "SPSS" قمنا باستخراج المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لدرجات استخدام النظرية السلوكية في تحليل الأوراق المالية و ذلك بغية مقارنة المتوسط الحسابي لأراء المستثمرين الذين شملتهم الاستمارة مع المتوسط المعياري للمقياس الخماسي المستخدم في

كما قد تم استخراج المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لفقرات كل محور على حدى كالآتي :

الجدول رقم 8 المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمحور الأول

رقم الفقرة	فقرات المحور الأول: معامل سلوك المستثمرين حول كفاءة الاسواق	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
1	رايك في اتباع مؤشرات اسعار الاوراق المالية دخول السوق قبل ارتفاع المؤشر والخروج من السوق قبل انخفاض المؤشر	2.89	1.260
2	رايك في اختيار الاوراق المالية الفردية على سبيل المثال محاولة التنبؤ باذا سعر السوق سوف يرتفع ومتى سيحدث ذلك	2.08	,839

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS "20V."

الجدول رقم 9: المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمحور الثاني.

رقم الفقرة	فقرات المحور الثاني: معامل الثقة المفرطة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
1	السؤال الاول	2.45	1.144

الفصل الثالث: الدراسة الميدانية

1.113	3.15	السؤال الثاني	2
1.067	2.38	السؤال الثالث	3
1.335	3.18	السؤال الرابع	4

الجدول رقم 10 المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمحور الثالث.

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	فقرات المحور الثالث: التمثيل	رقم الفقرة
1.457	2.67	رد فعل عقب سماع للانباء السيئة التي تتعارض مع الحقيقة السابقة للاداء السابق الايجابي للاوراق المالية وان يقوم بالبيع فورا.	1
1.564	3.36	الاخذ بنصيحة الوطاءعند اتخاذ قرار يتعلق بالاوراق المالية	2
1.272	2.59	على ثقة من توقعات المستثمر عند اخذاه قرار الاستثمار في الاوراق المالية	3
1.508	3.13	من المحتمل ان اقوم بمراجعة تقييمي السابق للاسهم عندما لا تقوم الاخبار العامة بتأكيد تقييمي	4

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS "20V."

الجدول رقم 11 المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمحور الرابع.

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	فقرات المحور الرابع: معامل سلوك القطيع والمطابقة	رقم الفقرة
1.508	3.13	استجابة لاشاعة السوق الايجابية والسلبية اقوم بشراء الاوراق المالية بكثافة عندما تكون التغطية ايجابية واقوم بالبيع عندما تكون سلبية	1
1.472	3.21	استجابة لاشاعة السوق الايجابية والسلبية اقوم بامسك الاوراق بانتظار رد فعل السوق	2
1.181	3.03	عندما اكون على وشك اتخاذ قرار بشأن الاوراق المالية فلنه من المهم ان يوافق ويؤيد الآخرون على الاسهم التي اشتريتها	3

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS "20V."

الجدول رقم 12 المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمحور الخامس.

رقم الفقرة	فقرات المحور الخامس: نظرية الاحتمالات وكراهية الندم	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
1	في فترة عدم اليقين في سوق الأوراق المالية إذا كنت سوف تباع مجموعة من الأسهم، هل سوف تعطي الأولوية لبيع الأوراق التي تجني ربحاً عن تلك التي ينتج عنها خسارة.	3.72	1.255
2	بشكل عام إذا قارنت رضاك بالزيادة في سعر الأوراق المالية التي اشتريتها مع ندمك على الخسارة بالانخفاض في سعر الأوراق التي اشتريتها فإن شعورك بالندم يفوق شعورك بالرضا.	2.62	1.142
3	- أكثر العوامل أهمية في اتخاذ قرار شراء الأوراق المالية التي تدر ربحاً هي نصيحة من صديق	2,36	1,158
4	- أكثر العوامل أهمية في اتخاذ قرار شراء الأوراق المالية التي تدر ربحاً هي نصيحة من متخصص	3,08	1,365

5	- اكثر العوامل اهمية في اتخاذ قرار شراء الاوراق المالية التي تدر ربحا هي تحليلي الشخصي	2,18	,885

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS "20V."

الجدول رقم 13 المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمحور السادس.

رقم الفقرة	فقرات المحور السادس: معامل الحدس والبديهية	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
1	- يلعب الحدس دورا فعالا جدا عندما اقرر شراء اوبيع الاوراق المالية.	3,38	1,227
2	- افضل الاستثمار في الاوراق المالية التي على معرفة بما او على تلك التي تتسم بالاستقرار في السوق.	3,74	1,141
3	الاوراق المالية للشركات المعروفة اقل مخاطرة من تلك الخاصة بالشركات الصغيرة.	2,95	1,276
4	سوف تدفعن المعلومات التي تلتقيتها من صديق ساعدي في تحقيق ربحا من قبلالى الشراء فورا.	3,05	1,317

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS "20V."

دراسة صدق و ثبات الاستثمارة

لقد تم استخدام معادلة كرونباخ الفا (Alpha Cronbach's) للتأكد من صدق وثبات الاستثمارة, حيث تم حساب معامل الثبات الكلي لجميع أسئلة الاستثمارة, و بين أسئلة كل محور على حدى.

حيث تم الحصول على نتائج التالية, حيث بلغ معامل الثبات الكلي للاستمارة (0,882), أما بالنسبة لمعاملات الثبات الخاصة بالحاوور الستة فقد بلغت على الترتيب: (0. 674), (0. 596), (0. 263) . (0.461), (0.819), (0.642).

مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS "20V."

7. اختبار فرضيات البحث الرئيسية

• نتائج اختبار T للفرضية الأولى

H₀ : لا يمكن المالية السلوكية ان تحل محل نظرية كفاءة الاسواق المالية.

H₁ : يمكن المالية السلوكية ان تحل محل نظرية كفاءة الاسواق المالية

من جدول T-TEST. وبالنظر الى خانة SIG نلاحظ **SIG ≤ 0.05** نرفض الفرضية المعدومة H₀ ونقبل

الفرضية البديلة H₁ وبالتالي يمكن ان تحل المالية السلوكية محل نظرية كفاءة الاسواق المالية

Statistiques sur échantillon unique

الجدول رقم 14

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
س1م1	39	2,69	1,260	,202
س1م2	39	2,08	,839	,134

الجدول رقم 15 Test sur échantillon unique

	Valeur du test = 0					
	t	Ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
س1م 1	13,34 6	38	,000	2,692	2,28	3,10
س1م 2	15,45 3	38	,000	2,077	1,80	2,35

• نتائج اختبار T للفرضية الثانية

H₀: لا يمكن لمعامل الثقة المفرطة ان يكون دافع لتحركات اسعار السوق

H₁: يمكن لمعامل الثقة المفرطة ان يكون دافع لتحركات اسعار السوق

من جدول **T-TEST**. وبالنظر الى خانة **SIG** نلاحظ **SIG ≤ 0.05** نرفض الفرضية المعدومة **H₀** ونقبل

الفرضية البديلة **H₁** وبالتالي يمكن لمعامل الثقة ان يكون دافع لتحركات الاسعار .

الجدول رقم 16 Statistiques sur échantillon unique

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
س2م 1	39	2,54	1,144	,183
س2م 2	39	3,15	1,113	,178
س2م 3	39	2,38	1,067	,171
س2م 4	39	3,18	1,335	,214

الجدول رقم 17 Test sur échantillon unique

	Valeur du test = 0					
	T	Ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
1س2م	13,86 3	38	,000	2,538	2,17	2,91
2س2م	17,69 5	38	,000	3,154	2,79	3,51
3س2م	13,96 2	38	,000	2,385	2,04	2,73
4س2م	14,87 1	38	,000	3,179	2,75	3,61

• نتائج اختبار T للفرضية الثالثة

H_0 : لا يمكن ان يؤثر التمثيل المعلوماتي على قرارات المستثمرين .

H_1 : لا يمكن ان يؤثر التمثيل المعلوماتي على قرارات المستثمرين.

من جدول T-TEST. وبالنظر الى خانة SIG نلاحظ $SIG \leq 0.05$ نرفض الفرضية المعدومة H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 وبالتالي يمكن ان يؤثر التمثيل المعلوماتي على قرار المستثمرين.

الجدول رقم 18 Statistiques sur échantillon unique

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
س3م1	39	2,67	1,457	,233
س3م2	39	3,36	1,564	,250
س3م3	39	2,59	1,272	,204

الجدول رقم 19 Test sur échantillon unique

	Valeur du test = 0					
	T	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
س3م1	11,430	38	,000	2,667	2,19	3,14
س3م2	13,411	38	,000	3,359	2,85	3,87
س3م3	12,719	38	,000	2,590	2,18	3,00

• نتائج اختبار T للفرضية الرابعة

H_0 : لا يمكن ان تؤثر معامل سلوك القطيع في قرار الاستثمار.

H₁: يمكن ان تؤثر معامل سلوك القطيع في قرار الاستثمار

من جدول **T-TEST**. وبالنظر الى خانة **SIG** نلاحظ **SIG ≤ 0.05** نرفض الفرضية المعدومة **H₀** ونقبل الفرضية البديلة **H₁** وبالتالي يمكن ان يؤثر معامل سلوك القطيع في قرار الاستثمار وذلك ما يوضحه الجدول ادناه.

الجدول رقم 20 Statistiques sur échantillon unique

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
س4م 1	39	3,13	1,508	,241
س4م 2	39	3,21	1,472	,236
س4م 3	39	3,03	1,181	,189

الجدول رقم 21 Test sur échantillon unique

Valeur du test = 0

	T	Ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
س4م 1	12,95 9	38	,000	3,128	2,64	3,62
س4م 2	13,59 6	38	,000	3,205	2,73	3,68
س4م 3	16,00 3	38	,000	3,026	2,64	3,41

• نتائج اختبار T للفرضية الخامسة

H₀: لا يمكن لنظرية الاحتمالات و كراهية الندم ان تكون عامل من عوامل التحليل السلوكي للورقة المالية.

H₁: يمكن لنظرية الاحتمالات و كراهية الندم ان تكون عامل من عوامل التحليل السلوكي للورقة المالية.

من جدول **T-TEST**. وبالنظر الى خانة **SIG** نلاحظ **SIG ≤ 0.05** نرفض الفرضية المعدومة **H₀** ونقبل

الفرضية البديلة **H₁** وبالتالي يمكن لنظرية الاحتمالات و كراهية الندم ان تكون عامل من عوامل التحليل

السلوكي للورقة المالية والجدول ادناه يوضح ذلك.

الجدول رقم 22 Statistiques sur échantillon unique

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
س5م 1	39	3,72	1,255	,201
س5م 2	39	2,62	1,184	,190
س5م 3	39	2,36	1,158	,185
س5م 4	39	3,08	1,365	,219
س5م 5	39	2,18	,885	,142

الجدول رقم 23 Test sur échantillon unique

	Valeur du test = 0					
	T	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
1س5م	18,49 4	38	,000	3,718	3,31	4,12
2س5م	13,80 0	38	,000	2,615	2,23	3,00
3س5م	12,72 0	38	,000	2,359	1,98	2,73
4س5م	14,08 1	38	,000	3,077	2,63	3,52
5س5م	15,38 4	38	,000	2,179	1,89	2,47

• نتائج اختبار T للفرضية السادسة

H₀ : لا يمكن ان يدخل عامل الحدس والبديهيات في تقييم الاوراق المالية.

H₁ : يمكن ان يدخل عامل الحدس والبديهيات في تقييم الاوراق المالية..

من جدول T-TEST. وبالنظر الى خانة SIG نلاحظ **SIG ≤ 0.05** نرفض الفرضية المعدومة H₀ ونقبل

الفرضية البديلة H₁ وبالتالي يمكن ان يدخل عامل الحدس والبديهة في تقييم الاوراق المالية والجدول ادناه

يوضح ذلك.

الجدول رقم 24 Statistiques sur échantillon unique

	N	Moyen ne	Ecart- type	Erreur standard moyenne
1س6م	39	3,38	1,227	,197

س6م 2	39	3,74	1,141	,183
س6م 3	39	2,95	1,276	,204
س6م 4	39	3,05	1,317	,211

الجدول رقم 25 Test sur échantillon unique

	Valeur du test = 0					
	T	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
س6م 1	17,22 3	38	,000	3,385	2,99	3,78
س6م 2	20,49 7	38	,000	3,744	3,37	4,11
س6م 3	14,42 8	38	,000	2,949	2,53	3,36
س6م 4	14,47 0	38	,000	3,051	2,62	3,48

2. عرض نتائج الدراسة

يمكن إجمال أهم ما توصلت إليه الدراسة من نتائج في النقاط التالية :

إن عملية الاستثمار ليست نتيجة قرار يتسم بالعقلانية التامة أساسه عملية تحليل جميع المعطيات الأساسية وإنما هو قرار تشوبه الكثير من الأخطاء الإدراكية و السلوكيات غير العقلانية كالإفراط في الثقة، التقليد و المحاكاة... الخ.

كما اثبتت الدراسات صحة جميع الفرضيات التي تعطي العوامل التي يجب ادخالها في تقييم الاوراق المالية والتي اعطت تفسير لما يجري في اختلالات كفاءة الاسواق المالية لكنها تبقى مجردة من اعطاء قيم رياضية تثبت صحة التقييم وتحليل الاوراق المالية .

3. التوصيات

يمكن الخروج من هذه الدراسة بالتوصيات التالية :

1.4 توصيات للمتعاملين في السوق

1.1.4 ينبغي على المتعاملين في سوق المال إدراك حقيقة وجود التشوهات ، فليس كل

اتجاه سعري صعودي يعكس بالضرورة زيادة في قيمة المؤسسة .

2.1.4 يجب على المتعاملين تعلم تفسير ما يحدث حولهم في السوق حتى لا يقعوا ضحية

للتقليد و الإشاعات .

3.1.4 الأخذ في الاعتبار اعتقادات الأغلبية قبل اتخاذ أي قرار في سوق المال لأن رأي

الأغلبية يعد بدوره متغيرا يؤثر على القيمة التي سيعطيها السوق مستقبلا لأي ورقة مالية

- ü بالرغم من كون التقليد انحرافا سلوكيا إلا أنه يجب على المتعاملين اكتشاف الحالات التي يكون فيها السلوك الأنسب و الأكثر ربحية .
- ü على جميع المتعاملين الانتباه من الوقوع في أحد الانحرافات السلوكية سابقة الذكر ، فمعظم الناس لا يدركون أصلا ارتكابهم لبعض الأخطاء ، و ينبغي العلم بأن انحراف الإدراك يؤدي إلى انحراف السلوك .
- ü العمل على تصحيح الانحراف بمجرد إدراكه لأن معظم التشوهات في السوق تختفي بمجرد اكتشافها و بالتالي من شأن هذا العمل على عودة الاستقرار إلى السوق .
- ü يمكن للمستثمر الذي يرغب في بناء محفظة سلوكية أن يستعين بالمعايير الواردة في التحليل " العائد - المخاطرة " فهذا يساعد على الوصول إلى محفظة أكثر كفاءة .

خلاصة واستنتاجات الفصل الثالث:

يعد هذا الفصل تديما للفصول السابقة من خلال التحقق من الافكار النظرية عند تطبيقها ميدانيا ، ففي هذا الفصل تم عرض النتائج الميدانية والمتعلقة بمدى امكانية تقييم الاوراق المالية في ظل النظرية السلوكية في بورصة الدار البيضاء بالمغرب وقد تم اعتماد استقصاء بعض المستثمرين المدرجين في بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة سواء كانوا فراد او مؤسسات من خلال استمارة استبيان وقمنا بتحليلها بالبرنامج الاحصائي SPSS V20 بالنظر الى الملاحق .

تناولت هذه الدراسة موضوع تقييم الأوراق المالية في ظل النظرية السلوكية ، حيث سعينا من خلال الإجابة على إشكالية رئيسية حول إمكانية استبدال نظرية كفا الأسواق و ما ظهر نتيجة لها من نماذج و تحليلات بالنظرية المالية السلوكية في محاولة لإيجاد حلول للإختلالات التي تشهدها أسواق المال مؤخرا.

عند بناء محفظته إلى اختيار الأوراق التي توفر أقصى عائد متوقع مقابل تحمل أدنى قدر ممكن من الخطر مع الأخذ في الاعتبار تنوع هذه الأوراق ، أي عدم اختيارها بشكل عشوائي و إنما بمراعاة معاملات الارتباط فيما بينها ، فهو يسعى إذن إلى حيازة المحفظة الكفؤة .

و لأجل اكتشاف الأوراق التي ينبغي على المستثمر شراؤها يتم اللجوء إلى التحليل الأساسي للوقوف على القيمة الحقيقية للورقة ، إضافة إلى حساب مرد وديتها المتوقعة من خلال نموذج تسعير الأصول المالية MEDAF .

كانت هذه أهم الأفكار التي هيمنت على النظرية المالية لأكثر من نصف قرن من الزمن ، غير أن مجموعة من الأعمال بدأت مؤخرا في التشكيك في جميع الجوانب السابقة و هذا بعد اكتشاف العديد من التناقضات داخل نموذج الكفاءة ، كان أهمها تناقض " غوسمان وستيجليتز " عام 1980 ، إلى جانب تسليط الضوء على بعض التشوهات الحظة في اسواق المال كأثر الحجم ، أثر نهاية الأسبوع / نهاية السنة ... الخ مصدرها سلوكيات بعيدة عن النموذج العلمي القائم على رشادة الأفراد، و في محاولة لفهم هذه التشوهات سلك بعض الباحثين منحى جديدا أساسه المزاوجة بين النظرية المالية و نظريات علم النفس أثمر عن التوصل إلى " المالية السلوكي

1. عبد المجيد المهيلي ،أداة النجاح في البورصة ، التحليل الفني للأسواق المالية ، دليل شامل لتحقيق الأرباح في المضاربة و الاستثمار ، الطبعة الخامسة ، البلاغ للطباعة و النشر و التوزيع ،القاهرة ،2004
2. تقديم عام لبورصة حالة الدار البيضاء
- 3 . كمال بن موسى ، المحفظة الاستثمارية ، تكوينها و مخاطرها ، في مجلة الباحث ،العدد الثالث 2004 ص ص 37-48 .
- 4 . محمد صالح الحناوي ، تحليل و تقييم الأسهم و السندات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، (د. ت) .
- 5 . مفتاح صالح و معارفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها ، في مجلة الباحث ، العدد السابع ، 2009 -2010 ، ص ص 181-194 .
- 6 . نihal فريد مصطفى ، محمد صالح الحناوي ، جلال العبد ، تقييم الأسهم و السندات ، مدخل للهندسة المالية المكتب الجامعي الحديث ، الإسكندرية ، 2007 .
- 7 . هواري سويسي ، تقييم المؤسسات و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، جامعة الجزائر ، 2007 – 2008 .
- 8 . هواري سويسي ، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي ، في مجلة الباحث ، العدد الخامس 2007 ، ص ص 107 – 119 .
- 9 . عبد الرؤوف رابعة ، بناء المحافظ الاستثمارية في الأسهم بين العوائد والمخاطر ، في : <http://www.kantakji.com/fiqh/files/markets/562.pdf> ، تم الاطلاع عليه بتاريخ : 06/09/2011 .

Travaux publiés et non publiés .1

- 1 . Abdelhamid El Bouhadi , A .Ounir, M .El Maguiri,
Construction d'un portefeuille efficient :Application
empirique à partir d' un échantillon de valeurs cotées à la
bourse des valeurs de Casablanca , 2008 , In :
<http://mpra.ub.uni-muenchen.19684/> , Consulté le
04/09/2011 .
- 2 . Amos Tversky et Daniel Kahneman, The Farming of
decision and the psychology of choice, In : Scence,
Vol .211 ,30 January 1981 ?P .453-458.
- 3 . Andr2 Orléan, Effcience, finance comportementale et
convention : une synthèse théorique, In :Les crises
financières, Edité par le conseil d'analyse économique,
PP :241-
270 ,In :[http://www .parischoolofeconomics.com/orlean-
andre/depot/publi/marchesesfi.pdf](http://www.parischoolofeconomics.com/orlean-andre/depot/publi/marchesesfi.pdf).Consulté le
14/09/2011.
- 4 . Clotide Wetzter, La finance comportementale ;d'une
meilleure compréhension à une nouvelle régulation des
marchés financiers, Thèse de Master II DJCE JUSTICE
D'Affaires, Non publiée ,Université Paris II Panthéon Assas,
2008-2009.
- 5 . Daniel Goyeau et Amine Tarazi, La Bourse , Edition La
Découverte , Paris , 2006.

- 6 . Dhekra Azouzi , Essai en finance comportementale ,Les biais psychologiques , cas du marché financiers tunisien , Thèse de Master en finance , Non publiée, Faculté des sciences économiques et de gestion, Université de Tunisie, El-Manar, Juin 2006 .
- 7 . Florin Aftalion , Le MEDAF et la finance comportemental, In :Revue française de gestion ,Avril 2005, n° 157 ?P .203-214.
- 8 . Frédéric Teulon , Dictionnaire des grand économistes de la pensée économique, Presse universitaire de France , Paris ,2009.
- 9 . George Soros , L'alchimie de la finance, Traduit par Antoine Dublanc et Stéphan Wrobel, Valor Editions ,Paris ,1998.
- 10 . Gérard Charreaux ,Théorie financière, In :
<http://gerard.charreaux.pageperso-orange.fr/perso/THFINCV2.pdf>
Consulté le 16/09/2011.
- 11 . Hélène Rainelli-Le Montagner,Des marchés et des hommes, In : <http://www.institut-europlace.com/files/doc/doc898966.doc> , Consulté le 04/09/2011.
- 12 . Henri Bourachot, Jean-Luc Rettel, Gilles Renouard, 100 Fiches pour comprendre la bourse et les marchés

financiers, dirigé par Marc Montoussé, 2^{ème} édition , bréal ,2006 .

13 . Jaques Hamon , Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers , In : les grands Auteurs en finance , Collection Dirigée par M .Albouy, Edition ems, colombelles,2003.

14 . Jaques Hamon, Bourse et gestion de portefeuille , 2^{ème} édition , Ed. economica , Paris , 2005.

15 . Jay R.Ritter , Behavioral Finance, In :Pacific-Basin Finance Journal, Vol.11, No.4, September 2003, PP.429-437.

16 . Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, Gestion financière;Manuel & Application , 10^{ème} édition, Dunod, Paris, 2001.

17 .jean –marie pruvost , dico du fiancier , dunod , paris , 2009

18. john murphy , l'analuse technique des marchés fiananciers ,traduit de l'anglais par ptrik stokowski et antoine dublanc valor edtion ,Hendaye ,2003

19. Jonathan berk et Peter Denmarzo , Finance d'entreprise ,traduit de l'anglais par Thomas baron et autres , person , education , paris , 2008

20. Laurent Thaville , connaitre l'anlyse technique :pour comrendre les graphiques en bourse Edition le journal des fiances , paris 2002 .

21. marie –hélène Broihanne , Maxime merli , pratrik roger , « théorie comportementale du portefeuille » , Intérêts et limites , In :Revue économique .février 2006, vol 57 , p 297 - 314 .

22. MICHEL albouy , peut –on croire à l'efficience des marchés financiers ? , in : revue française , avril 2005 , n 157 , p , 169 -188

23. Michel albouy et Gérard Charreaux , La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant ? , In / Revue française de gestion , avril 2005 , n°157 , 157 , p .139 -143

24 .Moez Sedghiani , essai en finance comportementale , phénomène de surréaction et de bulles spéculatives : une investigation empirique sur le marché boursier tunisien , thèse des études approfondies en finance , non publiée faculté des sciences économiques et de gestion , Université de gestion , Université de Tunis , El-manar , mai 2004 .

25.nihat aktas , La finance comportementale : un état des lieux In : REFLETS et Perspectives Février 2004 . p . 19-39

26.Olga Bourachnikova , la Thèse comportementale du portefeuille et l'équilibre du marché , working paper , juillet 2009.

27. Philippe de Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur , In :Finances , septembre 2001.

28 . Pierre Ramage , Finance de marché, Edition d'Organisation , Paris , 2002 .

,Marché financiers et 29 . Roland Gillet et Ariane SZAFARZ anticipations rationnelles ,In :Reflets et Perspectives , Février 2004.

30 . Yann Stutzmann ; Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale : deux outils de dissection de société , Application pratique aux titres du SMI, Travail de diplôme ,Mars 2001.

31 . Zvi Bodie et Robert Merton , Finance , Edition françaises dirigée par Christophe Thibierge , 2^{ème} édition ,Pearson Educations , Paris ,2007.

2. Divers :

1. http://www.amf-france.org/documents/genral/9021_1.pdf
2. www.Vernimmen.net
3. www.boursorama.com
4. www.zonebourse.com
5. <http://www.casablanca-bourse.com>

114	الجدول رقم 1: علاقة الاتجاه السعري بحجم التداول.....
106	الجدول رقم 2: توزيع أفراد العينة وفق نوع المستثمر
107	الجدول رقم 3: توزيع أفراد العينة وفق عنصر الخبرة العملية
108	الجدول رقم 4: توزيع العينة وفق الافق الزمني للاستثمار)
109	الجدول رقم 5: الطريقة المالية التي تستخدمها في تقييم الاوراق المالية.....
110	الجدول رقم 6: توزيع العينة وفق الافق الزمني للاستثمار)
111	الجدول رقم 7: توزيع العينة حسب تصنيف أسلوب الاستثمار.....
112	الجدول رقم 8 المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمحور الأول
112	الجدول رقم 9: المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمحور الثاني.....
113	الجدول رقم 10 المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمحور الثالث.....
114	الجدول رقم 11 المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمحور الرابع.....
115	الجدول رقم 12 المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمحور الخامس.....
116	الجدول رقم 13 المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمحور السادس.....
117	الجدول رقم 14 Statistiques sur échantillon unique.....
117	الجدول رقم 15 Test sur échantillon unique
118	الجدول رقم 16 Statistiques sur échantillon unique.....
119	الجدول رقم 17 Test sur échantillon unique.....
120	الجدول رقم 18 Statistiques sur échantillon unique.....
120	الجدول رقم 19 Test sur échantillon unique
121	الجدول رقم 20 Statistiques sur échantillon unique.....
121	الجدول رقم 21 Test sur échantillon unique.....
122	الجدول رقم 22 Statistiques sur échantillon unique
123	الجدول رقم 23 Test sur échantillon unique.....
123	الجدول رقم 24 Statistiques sur échantillon unique
124	الجدول رقم 25 Test sur échantillon unique.....

قائمة الأشكال

- الشكل رقم 1 15
- الشكل رقم 2: تناقض الكفاءة أو تناقض " غروسمان وستيجليتز " (Grossman – Stiglitz) 25
- الشكل رقم 3 : الخطأ في الإدراك البصري 44
- الشكل رقم 4: العلاقة بين الخطر والمردودية 83
- الشكل رقم 5: بناء الحفظة وفقا للنموذج التقليدي والنموذج السلوكي 99
- الشكل رقم 6 السوق يأخذ كل شيء في الاعتبار 107
- الشكل رقم 7: مراحل تشكل الاتجاه السعري 113