

الفصل التمهيدي

الإطار العام للبحث

أولاً: المقدمة:

ظهر علم المال السلوكي كإتجاه فكري جديد نتيجة ظهور أدلة كثيرة تشير الى وجود تصرفات غير عقلانية متكررة يقوم بها المستثمرين لدى اتخاذهم القرار الاستثماري مما أدى الى التشكيك بفرضية عقلانية ورشادة المستثمرين، حيث يحاول الاتجاه الجديد والذي ظهر كنتيجة للمزاوجة بين علم النفس وبين المالية دراسة السلوك الحقيقي للأفراد (والذي يتسم عادة بعدم الرشادة) إضافة الى تفسير التشوهات الملاحظة في الأسواق المالية.

ساهم كل من Kahneman, Tversky عام 1979 في وضع الأسس الأولية وبيان قصور النظريات التقليدية انطلاقاً من افتراض أن قرارات المستثمرين لا تتصف دائماً بالعقلانية وبيان دور العامل النفسي، حيث يلعب الجانب النفسي دوراً مهماً في التأثير على قرارات المستثمرين، والذي ينعكس على سلوكهم في التداول وقبول العائد في أسواق سوق رأس المال الناشئة.

بالتالي، جاءت هذه الدراسة لاختبار التحيزات السلوكية للمستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية، على حجم التداول.

ثانياً: الدراسات السابقة

1-الدراسات العربية

دراسة سيرين الحموي، (2016)، بعنوان "تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم"

دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل درجة

الماجستير في العلوم المالية والمصرفية:¹

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر عاملين خارجيين يؤثران وبشكل ملحوظ على نفسية ومعنوية غالبية المستثمرين في فترة زمنية واحدة. مما قد يؤثر على قراراتهم الاستثمارية ويؤدي إلى اتخاذ قرارات متشابهة تغلب عليها العوامل (التحيزات) السلوكية، وانعكاس ذلك على عوائد الأسهم في الأسواق المالية.

حيث ركزت الدراسة على تأثير شهر رمضان والطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في العوائد اليومية للأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 4كانون الثاني\2010

و31\آب\2015 باستخدام نموذج ARCH و GARCH

توصلت الدراسة الى أن الأسهم اليومية في سوق دمشق للأوراق المالية لا تتأثر بشهر رمضان، كما توصلت إلى وجود أثر إيجابي للطقس المتمثل لوسطي درجة الحرارة في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية .

دراسة عبد الرحمن بن سانية، صلاح الدين نعاس،(2017)، بعنوان " أثر التحيزات

العاطفية للمستثمر على عوائد الأسهم وتقلباتها الشرطية -حالة مؤشر داو جونز.²

هدفت الدراسة الى اختبار أثر التحيزات العاطفية لدى المستثمرين على العوائد والتقلبات الشرطية لمؤشر داو جونز الصناعي، وقد اعتمدت الدراسة على البيانات الشهرية لكل من مؤشر ثقة المستهلك

¹ دراسة الحموي، سيرين، (2016)، بعنوان " تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم"دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير في العلم المالية والمصرفية، جامعة دمشق كلية الاقتصاد.

² دراسة سانية، عبد الرحمن،نعاس،صلاح الدين،(2017)، بعنوان " أثر التحيزات العاطفية للمستثمر على عوائد الأسهم وتقلباتها الشرطية - حالة مؤشر داو جونز،مجلة الباحث،العدد17.

كمُعبر عن عاطفة المستثمرين وأسعار إغلاق مؤشر داوجونز الصناعي خلال الفترة الممتدة من 1990-2016. وباستخدام نماذج الانحدار الذاتي ذات التباين الشرطي غير المتجانس المعممة والمتبوعة بالارتباط الشرطي الديناميكي، توصلت الدراسة الى وجود علاقة إيجابية بين عاطفة المستثمرين وعوائد مؤشر داو جونز، كما بينت الدراسة وجود أثر سلبي لعاطفة المستثمرين على تقلبات المشروطة، كما يوجد ارتباط شرطي ديناميكي ذو دلالة إحصائية بينهما.

2-الدراسات الأجنبية:

دراسة (Mansi Kwatra,2020) بعنوان³ Behavioral Finance and Stok Performance; Biases Influencing the Market.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر جائحة كورونا على أسواق الأسهم، كما هدفت إلى اختبار أثر التحيزات السلوكية على عوائد المستثمرين في السوق خلال الفترة الشهرية 2008-2009.

أظهرت النتائج وجود بعض المستثمرين المعقدون وأن هيكل المؤسسات المالية مخصصة لخدمة هذه الفئة، ونتج عن جائحة كورونا آثار اقتصادية أدت الى التقلب المفرط في أسعار الأسهم وانهييار السوق. إضافة الى ان التحيزات السلوكية كان لها تأثير كبير على قرارات المستثمرين مما أدى الى غياب الكثير منهم وهذا ينعكس سلباً على أسواق الأسهم.

دراسة (Alsabban , Alarfaj,2019) بعنوان⁴ An Empirical Analysis of Behavioral Finance in the Saudi Stock Market: Evidence of

Overconfidence Behavior⁴

يهدف هذا البحث إلى التقصي عن سلوك المستثمر المالي غير العقلاني في سوق الأسهم السعودية (تداول)، والمتمثل بسلوك الثقة المفرطة، حيث تم استخدام هذا التحيز لما له تأثير على عملية اتخاذ قرارات المستثمرين في أسواق رأس المال، ولتحقيق هدف الدراسة تم توظيف عوائد الأسهم الشهرية

³ Mansi Kwatra,(2020)" Behavioral Finance and Stok Performance; Biases Influencing the Market" Journal of Humanities And Social Science, Vol 25

⁴ Alsabban, Soleman & Alarfaj, Omar, (2019) " An Empirical Analysis Of Behavioral Finance In The Saudi Stock Market: Evidence Of Overconfidence Behavior", International Journal Of Economics And Financial Issues, Vol.10, No.1, P.73-86

بالفترة الممتدة بين عام 2007-2018، باستخدام تصميم نموذج الانحدار التلقائي (VAR) على مستوى السوق للتحقق من العلاقة بين القيم السابقة (المتباطات) لعوائد السوق ودوران السوق المعبر عنه بحجم التداول وذلك للكشف عن تحيز الثقة المفرطة.

خلصت الدراسة الى أن عوائد السوق الحالية تتأثر بالعوائد السابقة مما يؤدي إلى ارتفاع معدل التداول في أسواق الأسهم، أي أن المستثمرين في سوق الأسهم السعودية لديهم ثقة مفرطة.

دراسة (Mahina et al, 2017)⁵ بعنوان Effect of Behavioural Biases on Investments at the Rwanda Stock Exchange

هدفت الدراسة الى تحديد تأثير التحيزات السلوكية على الاستثمار في سوق الأوراق المالية في رواندا. بالفترة الممتدة بين عام 2010-2015، ولتحقيق هدف الدراسة تم توظيف كل من التحيز الثقة الزائدة، والتحيز التفاوض المفرط، والنفور من الخسائر، وتحيز الإسناد الذاتي، والتحيز تأثير التصرف، و توصلت الدراسة إلى أن معظم المستثمرين عانوا من التحيزات السلوكية في الاستثمار في أسواق الأسهم. حيث توصلت الدراسة إلى أن المستثمرين في البورصة الرواندية يقعون في تحيز الثقة الزائدة كلما كانت استثماراتهم ناجحة ويؤدي ذلك إلى زيادة التداول، وكذلك يتأثر العديد من المستثمرين بتأثير النفور من الخسارة حيث يقومون ببيع الأسهم الرابحة بسرعة والاحتفاظ بالأسهم الخاسرة.

دراسة (Jawana Abed Al- Hadi Awwad, 2017)⁶ بعنوان

The Impact of Behavioral Biases on the Palestinian investor; Portfolio Investment Decisions and Anomalies Emergence

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر التحيزات السلوكية على قرارات المستثمرين الفلسطينيين المتعلقة بالمحافظ الاستثمارية الخاصة بهم، ولتحقيق هدف الدراسة تم توزيع استبيان منظم يستهدف الأفراد الذين يقومون بالاستثمار في بورصة فلسطين. حيث تم جمع عينة عشوائية مكونة من 104 استبيان

⁵ Mahina et al, (2017), Effect of Behavioural Biases on Investments at the Rwanda Stock Exchange. International Journal of Accounting, Finance and Risk Management. Vol. 2, No. 4, pp. 131-137.

⁶ Jawana Abed Al- Hadi Awwad, (2017), The Impact of Behavioral Biases on the Palestinian investor; Portfolio Investment Decisions and Anomalies Emergence, Thesis Submitted for the Degree of Master in Business Administration

اختيرت بشكل عشوائي وخلصت الدراسة إلى وجود تأثير للتحيزات السلوكية والمشاعر على قرارات المستثمرين في مجال الاستثمار في بورصة فلسطين.

دراسة (Zhang, 2016) بعنوان⁷ FINANCIAL BEHAVIOR OF INDIVIDUAL INVESTORS IN CHINESE STOCK MARKETS.

هدفت الدراسة إلى اختبار السلوك المالي المتمثل بسلوك القطيع والثقة المبالغ فيها للمستثمرين الأفراد الصينيين في السوق المالي الصيني، بالفترة الممتدة من 10 تشرين الأول 2013 إلى 28 تشرين الأول 2015. لتحقيق أهداف الدراسة تم قياس سلوك القطيع من خلال درجة تشتت معدل العوائد والثقة المفرطة الثقة المبالغ فيها خلال تطبيق نموذج VAR ودالة معدل الإستجابة الفورية Impulse response function.

خلصت الدراسة إلى أنه لا يوجد أثر واضح لسلوك القطيع على أداء السوق المالي الصيني. كما تبين أنه يوجد ارتباط ذاتي بين معدل دوران الأسهم ومعدل دوران السوق، بمعنى أن البيانات التاريخية المتعلقة بمعلومات التداول في السوق لها تأثير في وقت لاحق، وأيضاً تبين أن معدل دوران السوق له علاقة موجبة مع عوائد السوق، أي أن نزعة الثقة المبالغ فيها تتأثر بعوائد السوق، وأن وجود الشذوذ السلوكي للمستثمرين لا يعود للمستثمرين فقط، وإنما يعود للسياسات الموجودة في السوق المالي، لذلك لا يمكن التخلص من الشذوذ الموجودة في السوق المالي، ولكن يمكن تحسينها من خلال وضع سياسات مناسبة، واختيار إستراتيجية الاستثمار المناسبة

دراسة (Dhaoui, 2015) بعنوان⁸ What Does Matter in Economy

"Today: When Human Psychology Drives Financial Markets

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر التحيزات السلوكية (التوقعات العقلانية والسلوك التلقائي والتداول والتشاؤم والثقة المفرطة) المتمثلة بالأرواح الحيوانية (Animal Spirits) على أحجام التداول اليومية لخمس أسواق أسهم دولية (اليابان والولايات المتحدة وفرنسا والمملكة المتحدة وسويسرا) خلال الفترة

⁷ Zhang,(2016), FINANCIAL BEHAVIOR OF INDIVIDUAL INVESTORS IN CHINESE STOCK MARKETS Master's Thesis Department Of Finance, University Of Oulu, China.

⁸ Dhaoui, Abderrazak,(2015) " What Does Matter In Economy Today: When Human Psychology Drives Financial Markets, Arab Economics And Business Journal, Tunisia, Vol.10, P 39-47

من 10 حزيران 2002 إلى 17 تشرين الثاني 2011، مجمعة من مواقع كل من الأسواق المالية المدروسة، بتوظيف الانحدار المتعدد. أهم النتائج التي توصلت إليها فشل التوقع العقلاني في تحديد سلوك التداول للمستثمرين وأن الاقتصاد مدفوعاً بالتحيزات السلوكية (الأرواح الحيوانية) ملخصة في مشاعر ومعتقدات المستثمرين.

كما توصلت الدراسة إلى وجود أثر لكل من الثقة المفرطة والتشاؤم والتفاؤل بشكل كبير على درجة تذبذب أحجام التداول في الأسواق الدولية الرئيسية، حيث يرجع تذبذب حجم التداول في الأسواق اليابانية والفرنسية إلى وجود مستثمرين ذو ثقة وأكثر تفاؤلاً.

تتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

1- تم اختيار متغيرات هذه الدراسة من دراستين مختلفتين (Zhang, 2016) و (Dhaoui, 2015)، أي لا توجد دراسة سابقة اختبرت المتغيرين معاً في حجم التداول.

2- تطبيق هذه الدراسة على أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

3- تمت هذه الدراسة خلال فترة Covid19 .

ثالثاً: مشكلة البحث :

تتمثل مشكلة الدراسة بظهور التحيزات السلوكية وانتشارها في معظم الأسواق المالية وتأثيرها على بعض قرارات المستثمرين.

لذلك تكمن مشكلة البحث في الإجابة على التساؤل الآتي:

- هل يوجد أثر للتحيزات السلوكية في حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

يتفرع عن هذا التساؤل التساؤل التاليين:

- هل يوجد أثر لسلوك القطيع في حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
- هل يوجد أثر معنوي للتوقع العقلاني في حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

رابعاً: فرضيات البحث:

الفرضية الأساسية :

- يوجد أثر معنوي للتحيزات السلوكية في حجم تداول الأسهم المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .

الفرضيات الفرعية:

- يوجد أثر معنوي للتوقع العقلاني في حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .
- يوجد أثر معنوي لسلوك القطيع على حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .

خامساً: أهمية البحث:

تكمن الأهمية النظرية إلى التطرق لمفاهيم نظرية التحيزات السلوكية وأثرها في تفسير الظواهر الشاذة التي عجزت عنها النظريات التقليدية وبالتالي فهم سلوك المستثمر وقراراته الاستثمارية، أما الأهمية العلمية تكمن في تطبيق هذه المفاهيم في سوق دمشق للأوراق المالية لفهم التحيزات السلوكية لدى المستثمرين.

سادساً: أهداف البحث:

تهدف الدراسة إلى التعرف على أثر التحيزات السلوكية على قرارات المستثمرين من خلال أحجام تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبالتالي هدفت الدراسة إلى:

- بيان فيما إذا كان التوقع العقلاني يؤثر في أحجام تداول الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية .

- بيان فيما إذا كان سلوك القطيع يؤثر في أحجام تداول الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية

سابعاً: متغيرات البحث:

تتمثل متغيرات الدراسة في :

المتغيرات المستقلة:

1- التوقع العقلاني (Rational expectation)

2- سلوك القطيع (herd behavior)

المتغير التابع:

في هذه الدراسة تم اختيار حجم التداول VOI كمتغير تابع .

ثامناً: مجتمع وعينة البحث:

شمل مجتمع البحث جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالي، بينما تمثلت عينة الدراسة في الشركات الداخلة في الأسهم القيادية لعام 2021 وهي بنك البركة، وبنك الشام، وبنك سورية الدولي الإسلامي، وبنك قطر .

تاسعاً: منهج البحث:

لإختبار الفرضيات تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي من خلال توصيف التحيزات السلوكية وأحجام التداول وتحليل البيانات في سوق دمشق للأوراق المالية.

مصادر جمع البيانات وفترة الدراسة:

تم الحصول على البيانات من موقع سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الشهرية الممتدة من بداية الشهر الأول عام 2020 حتى الشهر الخامس 2021 .

الفصل الأول

الإطار النظري

المقدمة:

يهدف هذا الفصل الى التعرف على التحيزات السلوكية وأسباب ظهورها، والتعرف الى أهدافها، وعلى العوامل المؤثر على قرارات المستثمرين.

والتعرف على حجم التداول في الأسهم.

وبالتالي ينقسم الفصل الأول إلى مبحثين:

- المبحث الأول: التحيزات السلوكية .
- المبحث الثاني: الأسهم .

المبحث الأول

التحيزات السلوكية (Behavioral basis)

أولاً: مفهوم التحيزات السلوكية:

ظهر مفهوم التحيزات السلوكية مع ظهور المالية السلوكية التي تحاول تفسير أنماط المستثمرين وطرق تفكيرهم، بما في ذلك العوامل السلوكية للمستثمرين، ودرجة تأثير هذه الأنماط على النماذج التمويلية وعملية اتخاذ القرار الاستثماري. وذلك بهدف توفير التفسيرات للتشوهات التي وجدت في الأسواق المالية⁹.

تعتبر أيضاً المالية السلوكية فرع من فروع الاقتصاد السلوكي، حيث انطلقت المالية السلوكية من منطلق رئيسي وهو أن قرار المستثمرين في أسواق رأس المال غير عقلاني دائماً ويتجلى ذلك فيما يسمى بالتحيزات السلوكية كالإفراط في الثقة - النفور من الخسارة - سلوك القطيع - المبالغة في رد الفعل وكلها تنعكس في النهاية بصورة تذبذبات في أسعار الأوراق المالية وهذا يتناقض مع ما جاءت به النظرية المالية التقليدية¹⁰.

حيث وصف (Meir Statman) المستثمرين في المالية التقليدية بأنهم عقلانيين بينما المستثمرين في المالية السلوكية مستثمرين طبيعيين.

ويرى (Kourtidis, et al) أن النظريات المالية التقليدية تبحث في سلوك الأفراد الهادف لتعظيم المنفعة بينما تبحث المالية السلوكية في منحى سلوك الأفراد ضمن ظروف السوق المالي المحيطة¹¹.

بالتالي، تعرف المالية السلوكية بأنها التحيزات (الإنحرافات) السلوكية التي يرتكبها المستثمر لاشعورياً لدى اتخاذه قرار استثماري، ولا يمكن وصف هذه العوامل السلوكية بالعقلانية حيث أنه يؤثر عليها

⁹ التقي، عبد الله، 2019، اختبار السير العشوائي للمؤشرات القطاعية - دراسة تطبيقية على الأسواق المالية في دبي وأبو ظبي وقطر، رسالة ماجستير، المعهد العالي لإدارة الأعمال، الجمهورية العربية السورية، ص45.

¹⁰ شفوني، أمل، 2021، ربحية استراتيجية الزخم السعري في ماليزيا" دراسة مقارنة بين أسهم الشركات الإسلامية وغير الإسلامية"، رسالة ماجستير، المعهد العالي لإدارة الأعمال، ص20.

¹¹ شفوني، أمل، 2021، المرجع السابق، ص21.

الكثير من العواطف والعوامل الخارجية. وتعتبر هذه العوامل من أصعب العوامل حيث أنه لا يمكن حصر أسبابها أو حصر العوامل الخارجية التي تتأثر بها¹².

ويشير مصطلح التحيز أو الانحراف 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، وقد ينجم الانحراف في طريقة التفكير عن وجود خطأ في المعلومات المقدمة للإنسان راجع لوجود خطأ على مستوى الحواس، وهذا ما يعرف بالخطأ الإدراكي. أن وجود التحيزات المؤثرة على التفكير العقلاني تكون أساس إتخاذ قرارات استثمارية خاطئة مبنية على أساس مفاهيم ومعتقدات عقلية محددة مسبقاً فلا يمكن فصل عملية اتخاذ قرارات استثمارية عن التكوين السلوكي للأفراد، حيث لا تخلو أي عملية اتخاذ قرار استثماري من ثلاث اعتبارات سلوكية على الأقل وهي :

1- عوامل (تحيزات) سلوكية تؤثر على عملية تكوين القرار الاستثماري (التفائل، الثقة الزائدة، التشائم، المبالغة بردود الفعل، التمسك بدليل واحد فقط،...)

2- الحدود العقلية (وضع إطارات) بهدف تبسيط عملية اتخاذ القرارات المعقدة (ربط حالة بحالة أخرى دون دراستها، الاستدلال، الاختصار على البيانات سهلة الوصل، ربط الحالة الحالية بآخر حالة تمت مصادفتها...)

3- التضارب في الوقت بين التفكير في القرار الذي يجب اتخاذه وبين وقت اتخاذ القرار الفعلي، الأمر الذي أدى إلى ضرورة التمييز بين ماهو (مخطط) وبين ماهو (فعلي) ¹³.

وتعتبر دراسة العوامل الخارجية المؤثرة على معنوية ونفسية المستثمرين والتي ينتج عنها ارتكاب تحيزات سلوكية ضرورة حتمية، وذلك لأنه لا يمكن فصل عقل الإنسان عن عواطفه وحالاته المزاجية، وحيث أن لحالاته النفسية (تفائل، تشائم، الثقة الزائدة، الندم، وغيرها) تؤثر على طبيعة القرارات المتخذة. ومن خلال فهم ودراسة هذه التحيزات يمكن تبرير ردت فعل المستثمرين المتخذة والقدرة على توقع القرارات الاستثمارية والتنبؤ بالعوائد المستقبلية. فلا تكفي دراسة المتغيرات الاقتصادية الكلية والجزئية للتنبؤ بحالة السوق المستقبلية وعوائد الأسهم، فلا بد من فهم دقيق لنفسية المستثمر والتحيزات السلوكية

¹² الحموي، سيرين، 2016، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السورية، ص 40.

¹³ الحموي، سيرين، 2016، مرجع سبق ذكره، ص 41.

التي قد يقع فيها والتي تؤثر على قراراته الاستثمارية، وبذلك يصبح المستثمر قادراً على بناء صورة شاملة عن السوق المالي وتكوين قرارات استثمارية صحيحة، واتخاذ ردة فعل سريعة وصحيحة في حال حدوث أي تذبذب في السوق المالي. بل قد يكون قادر على التنبؤ بحركة الأسهم في المستقبل، وبناء حكم على السوق فيما إن كان في حالة توازن أم انحراف مؤقت وقد يتمكن المستثمر من جني أرباح غير عادية نتيجة استغلال الفرص بسرعة.

بالتالي، يمكن تعريف التحيزات السلوكية: بأنها أنماط من الانحراف في الحكم أو الرأي يحدث في حالات معينة، يؤدي إلى تشويه الإدراك الحسي أو حكم غير دقيق أو تفسير غير منطقي، ينتج عن قيود أو اعتبارات الوقت والتكلفة، نقص الآليات العقلية ومحدودة المعلومات والموارد.

كما يعرف التحيز السلوكي بأنه حالات أو شواهد من السلوك الذهني يحتمل أن يكون بعضها متكيف لأنها تؤدي إلى إجراءات أكثر فعالية تحت سياقات معينة (أي تمكن من إتخاذ قرارات أسرع في ظروف صعبة وعاجلة) أو أخرى تنتج عن نقص الآليات العقلية المناسبة (العقلانية المحدودة) أو ببساطة بسبب الضوضاء الذهنية والتشويه. ويرى الباحث التحيز السلوكي هو حالة من السلوك الذهني تُعبر عن الميل عن التفكير العقلاني و تشتيت صانع القرار عن اتجاهه وعدم ادراك الحجم الحقيقي للمخاطر، والتفسير المنطقي للحقائق والبحث الكامل للمعلومات¹⁴.

على ماسبق، يمكن القول بأن هدف المالية السلوكية الأساسي ليس فهم كيف يتصرف الأفراد في أسواق رأس المال بل فهم وتحليل سلوك المستثمرين وأثر هذا السلوك على مؤشرات الأسواق المالية، وبالتالي تقليص الفجوة بين نظريات المالية التقليدية وظروف السوق الفعلية المحيطة بالمستثمرين.¹⁵

¹⁴ رمضان، محمد، 2019، أثر التحيزات السلوكية على الاستثمار للمستثمر وكفاء سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمياط، مصر، ص130.

¹⁵ شفوني، أمل، 2021، ربحية اسراتيجية الزخم السعري في ماليزيا" دراسة مقارنة بين أسهم الشركات الإسلامية وغير الإسلامية"، رسالة ماجستير، المعهد العالي لإدارة الأعمال، الجمهورية العربية السورية، ص21.

ثانياً: مجالات المالية السلوكية¹⁶:

1- علم المالية السلوكية الجزئية (Micro Behavioral Finance) ويدرس التحيزات وسلوك المستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية (استراتيجيات الاستثمار السلوكية) .

2- علم المالية السلوكية الكلي (Macro Behavioral Finance)

والذي يهتم بفهم وتفسير التشوهات في أسواق رأس المال ويُجيب على سؤال هل الأسواق كفؤة أم أنها أسواق تخضع لتأثيرات سلوكية.

ثالثاً: تحليل سلوكيات المستثمرين في الأسواق المالية¹⁷:

إن اندفاع المستثمرين نحو الاستثمار في سهم معين يعتمد على التوقعات التي يشكلونها حول الاتجاه المستقبلي لحركات أسعار هذا السهم. وهو ما قامت عليه المالية السلوكية في إطار النظريات الواقعية، على عكس نظرية التوقعات العقلانية، التي تتجسد في أن المستثمر العقلاني الذي يعتمد في تشكيل قراره الاستثماري على الحقائق الأساسية والمعلومات المتوفرة. جاءت سيكولوجية المستثمرين في مجال علم النفس المعرفي، أي أن أكد عن حدود قدرة المستثمر في تكيفه على النحو الأمثل وتعرضه الى جملة من التحيزات النفسية التي تؤثر على سلوكه، ومن ثم على الأسعار.

ويوجد مجموعة من الميول السلوكية التي تدفع المستثمرين على الاستثمار في سوق الأوراق المالية¹⁸:

أ- ميول التفاؤل: يتأثر نشاط وسلوك المستثمر بنظرته التفاؤلية تجاه الأحداث والمتغيرات البيئية المحيطة به والمتعلقة بنشاطه الاستثماري.

¹⁶ شفوني، أمل، 2021، مرجع سبق ذكره، ص 21.

¹⁷ ريمة، برارمة 2019، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الإستثمارية، أطروحة دكتوارة، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، ص 94 .

¹⁸ رمضان، محمد، 2019، أثر التحيزات السلوكية على السلوك الاستثماري للمستثمر وكفاءة سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمياط، مصر، ص 127 .

ب-ميلو المخاطرة: تختلف أنماط المستثمرين واتجاهاتهم الاستثمارية تبعاً لميل المستثمرين نحو المخاطرة حيث تؤثر درجة ميل المستثمر نحو المخاطرة على طبيعة مجال الاستثمار وأدواته الاستثمارية.

ت-ميلو التنوع: يختلف ميل المستثمرين في تنوع استثماراتهم، حيث ينوع المستثمر استثماراته وأجلها من أجل تخفيض مخاطر الاستثمار بالأخص الغير نظامية.

وبعد التعرف على الدوافع والأهداف الاستثمارية التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها في سوق الأوراق المالية، فإن تحقيق هذه الأهداف يتوقف على مدى إدراك ومعرفة المستثمر بأساليب اختيار وتداول الأوراق المالية ويطلق عليها البعض مرحلة بناء محفظة الاستثمار وهي المرحلة الثانية من مراحل عملية الاستثمار في الأوراق المالية والتي تهتم بتحديد وتقييم الاستراتيجيات والبدائل المتاحة أمام المستثمر، وفي هذه المرحلة يقوم المستثمر بثلاث قرارات كالاتي:

- **الانتقاء:** والتي يطلق عليه التنبؤ الجزئي والذي يتم من خلاله تحليل وفحص عدد من الأوراق المالية، ويوجد العديد من المداخل التي يعتمد عليها المستثمر لتحليل الأوراق المالية مثل التحليل الاساسي الذي يهتم بدراسة الظروف الاقتصادية المحيطة بالمنشأة، وكذلك مدخل التحليل الفني والذي يهتم بتتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي وأنماط التداول.

- **التوقيت:** والذي يطلق عليه أيضاً التنبؤ الكلي ، وفي هذه المرحلة يقوم المستثمر بالتنبؤ بأسعار الأوراق المالية وتقدير الفروق بينها وبين القيم الحقيقية لهذه الأوراق.

- **التنوع:** حيث يقوم المستثمر بتنويع استثماراته بين عدة قطاعات لتخفيض المخاطر الاستثمارية .

رابعاً: سلوك المستثمرين وانعكاسه على تقييم الأصول¹⁹:

نتيجة استخدام المستثمرين للنظريات العقلانية على أساس اتصافهم بالرشادة هذا من جهة، ومن جهة أخرى قياس سلوكهم في تقييم الأسهم جراء استخدامهم للنظريات اللاعقلانية، فإن سلوك المستثمرين من شأنه أن يؤثر على تقييم الأصول .

¹⁹ ريمة، برارمة، 2019، أثر المالية السلوكية على تفضيلات عوائد المحافظ الإستثمارية، رسالة دكتوراة، جامعة فرحات عباس سطوف، الجزائر، ص 94

1- سلوك المستثمر العقلاني: نظرية الاختيار العقلاني هي النموذج التفسيري الذي استُخدم من طرف علماء الاجتماع لتفسير السلوك البشري عن عملية إتخاذ القرار، كما تجدر الإشارة إلى نظرية المنفعة المتوقعة هي أساس نظرية الاختيار العقلاني، والذي أسس من طرف جون نيومان و أوسكار موغسترن، والاختيار العقلاني هو أن يقوم الفرد بإختبار أفضل إجراء من الاجراءات المحتملة، أي أنه يختار لتعظيم فائدها المتوقعة والمقيدة في نطاق الفرص المتاحة، هذا عن طريق إختيار أفضل وسيلة لتحقيق أهدافه. بإفتراضه قادراً على المقارنة بين مجموعة متنوعة من الأهداف وقادراً على إجراء تقييم عام للوضع الذي يجد نفسه فيه، ومن إتخاذ الخيار، ويفسر هذا بالإستناد على المعلومات المتاحة والفرص التي يتم تقديمها ويعتبر الخيار عقلاني إذا كان الفرد يختار أحسن تقضيل لتعظيم منفعته.

هناك العديد من الدراسات التي أثبتت عدم كفاءة السوق ما جاءت به فرضية كفاءة السوق والتي تنص على أن قرارات المستثمرين تتجه الى الإمتثال والقائمة على رشادة المستثمر، متجاهلة لأهمية سلوك المستثمرين في إتخاذ القرار، ومنه جاءت المالية السلوكية لسد الفراغ الذي تمخّض عن النظرية المالية، قامت المالية السلوكية على ركيزتين أساسيتين، علم النفس المعرفي ومحدودية التحكيم إلى أنه مهما كانت قوة التنبؤ وفي أي ظرف من الظروف إلا أن تحكيم الفرد للقرار لن يكون كاملاً.

2- سلوك المستثمر وفقاً للإتجاه السلوكي²⁰: يركز اهتمام المالية السلوكية حول التضارب الحاصل في كيفية إتخاذ المستثمرين لقراراتهم الاستثمارية ضمن بيئة حقيقية وفي إطار النظريات الواقعية، بدلاً من السلوك العقلاني والأمثل الذي إقترحته النظريات المعيارية، يركز هذا الجانب لقرارات المستثمرين على مجالات المالية السلوكية وعلم النفس المعرفي، أي ان أكد عن حدود قدرة المستثمر للتكيف على النحو الأمثل، وتعرضه الى جملة من التحيزات النفسية التي تؤثر على سلوكه ومن ثم على الأسعار حيث تلعب العوامل النفسية دوراً كبيراً في تحديد إتجاه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً فضلاً عن العوامل الإقتصادية والسياسية، ومن هنا يبرز أنه لا وجود للمستثمر العقلاني في السوق وإنما يوجد للمستثمر الذي يتمكن من تعظيم منفعته المتوقعة، والذي يميل الى أن يكون عقلاني، لأنه لا وجود للعقلانية الكاملة في الأسواق المالية.

²⁰ ريمة، برارمة، 2019، مرجع سبق ذكره، ص95.

3- نظرية المستثمر الأكثر حماقة:

هي في الواقع ليست نظرية بالمعنى العلمي لتقييم الأسهم، وإنما تطلق على الحالات التي يندفع فيها المستثمرون لشراء الأسهم ليس بناء على قيمتها الفعلية والمتمثلة في الأرباح والعوائد التي تحققها، وإنما لإعتقادها أن المستثمر بإمكانه إيجاد مشتري آخر لهذه الأسهم أكثر حماقة منه يدفع له سعر أعلى من السعر الذي اشترى به، وبالتالي من تنتهي عنده الصفقة الخاسرة هو المستثمر الأكثر حماقة، فأحياناً ترتفع أسعار الأسهم إلى مستويات عالية جداً وغير مبررة، وعند تحليل واقع الشركة صاحبة الأسهم ومهما قيّم السهم فإنه لا يستطيع أن يصل إلى مستوى هذا السعر في السوق، إذ أن المستثمر لا يشكك بما فيه الكفاية (التشائم) عند القيام المؤسسات بالإستدلال في إصدارات جديدة، مما يدفع بهم لشراء أسهم مبالغ فيها، ولا يُشكك ما فيه الكفاية (التفاؤل) والإستدلال رداً على إعادة الشراء، مما يؤدي بهم إلى بيع أسهمهم للمؤسسة بثمن زهيد جداً، إن دخول المؤسسات في إصدارات جديدة وإعادة الشراء بطرق تتفق مع إستغلال السذاجة (شراء بسعر منخفض، بيع بسعر مرتفع)، غالباً ما يُعرض المستثمرين للأذى عن طريق الغش أو التلاعب في السوق، والشخص الذي يشكك بعقلانيته سيكون قادر على تجنب مثل هذه الخسائر.

خامساً: العوامل المحددة لإتجاهات المستثمرين في السوق²¹:

يُعتبر كل من المناخ الإستثماري، الوعي الإستثماري، والسمات الشخصية للمستثمر من العوامل المحددة لسلوك المستثمرين في السوق.

1- المناخ الإستثماري: يُغطي المناخ الإستثماري مختلف المجالات ذات العلاقة المباشرة أو غير المباشرة بالاستثمار، إذ يؤدي إستقراره إلى إزدهار الاقتصاد وزيادة أحجام الأموال المستثمرة.

يتمثل المناخ الإستثماري في مجموعة القوانين والسياسات والمؤسسات الإقتصادية والسياسية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتشجعه بذلك على توجيه إستثماراته من بلد إلى آخر، ومنه لا يعتمد المناخ الإستثماري على الظروف الإقتصادية فقط، بل أيضاً على الظروف السياسية والإجتماعية والقانونية والمؤسسية السائدة في البلد المعني.

²¹ ريمة، برارمة، 2019، مرجع سبق ذكره، ص96.

2- الوعي الإستثماري: للوعي الإستثماري مفهوم معرفي وإقتصادي فهو عملية توجيه توفر المعلومات اللازمة للمستثمرين ومساعدتهم من أجل إتخاذ القرارات الإستثمارية بناءً على معطيات علمية سليمة. يعد الوعي الإستثماري أحد العناصر المؤثرة على توجهات المستثمرين، وعلى حجم الأموال المستثمرة له أثر عميق في نجاح أي سوق مالي بإعتباره أساس الثقافة الإستثمارية، فمستوى معرفة المستثمر بمفاهيم ومبادئ الإستثمار يعتبر أساس تحكمه في القرار الإستثماري، ومن ذلك يظهر الدور الكبير للوعي الإستثماري في إتخاذ قرار إستثماري رشيد يساهم في كفاءة وإستقرار السوق من خلال التسعير العادل لأدوات الإستثمار المتداولة فيه .

3- السمات الشخصية للمستثمر: للخصائص الذاتية للمستثمر دور بالغ الأهمية في تحديد إتجاهات المستثمرين للتعامل في الأسواق المالية ومن أهم هذه الخصائص نجد²²:

1- السن: يتوقع أن المستثمر الذي في سن الشباب يكون أكثر مُغامرة على تحمّل المخاطرة في سبيل تحقيق أكبر العوائد مقارنة بغيره الذي هو في سن الكهولة أو الشيخوخة. لذلك يتجه المستثمر المتقدم بالسن نحو الاستثمار في الأوراق المالية المضمونة العوائد. على عكس المستثمر الذي يكون في مقبل العمر الذي يتجه الى الإستثمار في الأسهم العادية، ومنه يصعب تحديد العمر الملائم للتعامل في سوق الأوراق المالية .

2- الجنس: يختلف قرار الإستثمار بين الجنسين بإختلاف الأهداف والرغبات والطموحات، فمبول الرجال يكون نحو الإدخار والإستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المرتفع، عند مستوى معين من الخطر، بعكس النساء أين يكون ميولهن نحو الإدخار والاستهلاك، وعليه غالباً ما تتجه أفكارهم إلى الإستثمار في الأوراق المالية المضمونة العوائد والتي تتسم بدرجة عالية من الاستقرار .

3- المؤهل العلمي: المستوى التعليمي للمستثمر أثر كبير على قراره الإستثماري، إذ تتسم قرارات ذوي المؤهلات العلمية بالإلمام بالمتغيرات والمعطيات الموضوعية للإستثمار، ومنه يفترض أن تكون قراراتهم أكثر بعداً عن سوء التقدير .

²² ريمة، برارمة، 2019، مرجع سبق ذكره، ص97.

4- مستوى الدخل: يتوقع أن يلجأ المستثمرون ذوي الدخل المنخفضة إلى المغامرة بالإستثمار في الأصول الخطرة طمعاً في تحسين أوضاعهم المعيشية، فإن وقعت الخسارة فقد لا يخسرون الكثير، وإن تحقق الربح فسوف يكون مُجزي، بينما يميل المستثمرين ذوي الدخل المرتفعة الى عدم المغامرة بالاستثمار في الأصول الخطرة، لإمتلاكهم ما يكفي لتلبية إحتياجاتهم.

5- الخبرة العلمية: الحصيلة المعرفية المبنية على الممارسة العملية أثر بالغ الأهمية على صحة وسلامة قرار الإستثمار، ومنه يكون تقدير من يمتلك الخبرة أكثر جدية من غيره مع مراعاة التفاوت الموجود من مستثمر إلى آخر من حيث المدة ونوعية الخبرة والتعامل في السوق، إذ يمكن الإلمام بقواعد البيع والشراء فقط من خلال التجربة والممارسة العملية، لذلك تكون معاملات المحترفين في السوق أكثر من تعاملات المستجدين.

سادساً: العناصر الأساسية لنظرية المالية السلوكية:

هي: عاطفة المستثمرين، التفضيلات السلوكية، ومحدودية المراجعة²³.

1- عاطفة المستثمرين Sentiment Investor's :

تنص المالية السلوكية على أن قرارات الأفراد والمستثمرين غير عقلانية وتتأثر بالعوامل النفسية والعاطفية التي تتنبأهم، مما يؤثر بشكل مباشر على آليات التعامل في أسواق رأس المال، وبالتالي فإن دراسة علم النفس وسلوك الأفراد عند إتخاذ القرارات المالية يعد أمراً ضرورياً، حيث يُمكن من اكتشاف وتكوين فكرة وفهم ما يحدث في الأسواق، وفي هذا الصدد يشير علماء النفس إلى وجود بعض التحيزات في المعتقدات لدى الأفراد تؤدي إلى أخطاء منهجية في طريقة معالجة المعلومات عند إتخاذ القرارات نلخصها فيما يلي²⁴:

²³ شفوني، أمل، 2021، ربحية استراتيجيات الرخم السعودي في ماليزيا" دراسة مقارنة بين أسهم الشركات الإسلامية وغير الإسلامية" رسالة ماجستير، المعهد العالي للإدارة الأعمال، ص21.
²⁴ مرجع سبق ذكره، ص22. شفوني، أمل، 2021،

أ- التمثيل Representativeness :

يعتبر (Tversky & Kahnman 1971) أول من وصف هذه التحيز، وهو شكل من أشكال التحيز الإدراكي يقوم على مبدأ " قانون الأعداد الصغيرة Law small numbers" أي يتصرف الأفراد على اعتبار أن خصائص العينات الصغيرة الإحصائية تتشابه وتتفق مع خصائص العينات الكبيرة.

ب- تحيز الإتاحة (Availability Bias):

يقوم الأفراد في إطار هذا التحيز بإعطاء وزن أكبر للإحتمالات الأخيرة أو الحديثة عند تقديرهم لإحتمال وقوع حدث معين ، ويعود ذلك إلى قوة إدراكها من قبل الذهن العقلي وسهولة تذكرها، فلو دخل المستثمر في عشرين صفقة كانت العشرة الأخيرة منها رابحة يشعر المستثمر بالثقة ويُقدر أن احتمال ربحه في الصفقات القادمة أكبر والعكس فيما إذا كانت الخمسة الأخيرة خاسرة فإنه يعطي احتمال خسارته في الصفقات القادمة وزناً أكبر مع أنه حقق نسبة ربح 75% وبالتالي نجد أن تحيز الإتاحة يؤدي إلى إتخاذ قرارات غير عقلانية من قبل المستثمر.

ت- الإفراط في الثقة، Over Confidence²⁵ :

يمكن تعريف الثقة المفرطة بأنه ميل الشخص لتضخيم قدراته المعرفية ومهاراته الإستثمارية، حيث يميل للمبالغة في تقدير المهارات الخاصة به في مجالات الأنشطة المالية. في سياق سوق الأسهم، قد يحدث عندما يعتقد المتداول أنه أكثر دراية أو قدرة على إتخاذ قرار الإستثمار من الآخرين. ويؤكد Plous 1993 في كتابه على أنه أحد أكثر التحيزات شيوعاً في مجالات اتخاذ القرار

يُشير هذا التحيز إلى أن المستثمر يعتقد أنه يعرف أكثر مما يحتاج ومثل هذا الاعتقاد الخاطئ يحدث عندما يقدر الناس معلوماتهم الشخصية أكثر من أي وقت مضى، كما يؤكد Plous 1993 إلى أنه رغبة الشخص في المبالغة في الحكم والتنبؤ. إن تحيز الثقة المفرطة يؤدي بالمستثمرين لشراء أسهم باهظة الثمن وبيعها بسعر مُنخفض، وهناك باحثون آخرون ربطوا الثقة المفرطة بزيادة كمية التداول وتكوين فقاعات أسعار في الأسواق المالية.

²⁵ حموي، محمد، (2017)، التحيزات السلوكية لدى المستثمرين، المجلة العربية للإدارة، المملكة العربية السعودية، ص144.

ث- الترسخ والارتكاز (Anchoring):

وتعني ربط الحدث بنقطة مرجعية سابقة ومن ثم استخدامها كأساس لعملية إتخاذ القرار كأن يركز المستثمر على أداء شركة ما سابقاً متجاهلاً الأحداث الأخيرة مما يؤدي إلى سوء تقديره لإحتمال وقوع الخسائر والأرباح واتخاذ قرار استثماري خاطئ.

ج- رد الفعل المفرط أو المتأخر (Over and under reaction):

هو التحيز الأكثر شيوعاً بين المستثمرين في أسواق رأس المال، يظهر عندما يقوم المستثمرون بإتباع سلوك غير عقلاني تجاه المعلومات الواردة إلى السوق سواء كانت معلومات جيدة أو سيئة، ويتسببون بحدوث فجوة كبيرة بين السعر السوقي والقيمة العادلة.

يقصد بالتأخر في رد الفعل بأن إستجابة أسعار الأسهم تكون بطيئة للمعلومات والأحداث الجديدة، على عكس رد الفعل المفرط حيث ترتفع الأسعار إلى مستوى أعلى من القيمة العادلة عند سماع أخبار جيدة بينما تنخفض إلى مستوى أدنى من قيمتها العادلة عند سماع أخبار سيئة.

أولى الدراسات التي أولت اهتماماً بهذا الموضوع دراسة كل من (De Bondt & Thaler)

حيث خلصت إلى أن المستثمرين يبالغون في رد فعلهم تجاه الأخبار الواردة إلى السوق سواء كانت جيدة أو سيئة وهذا بدوره يؤثر على أداء السوق المالي.

2 - تفضيلات المستثمرين Behavioral preference:²⁶

توجد عدة أنماط تُفسر تفضيلات سلوك المستثمر في أسواق رأس المال، أشهرها ما جاء به

(Tversky & Kahnman 1979) وسميت بنظرية التوقع (Expected prospect theory)

والمناقصة لنظرية المنفعة في أدبيات المالية التقليدية، كما توجد نماذج أخرى منها نظرية SP/A Lopes، ونظرية تبادل العملية Change of process نظرية الأسف Regret theory،

ونظرية الأثر Affect theory، ونظرية ضبط النفس Self control theory

²⁶ شفوني، أمل، 2021، مرجع سبق ذكره، ص25.

وفي ما يلي توضيح أهم ملامح التفضيلات السلوكية:

أ- النفور من الخسارة Loss aversion :

تم إقتراح تحيُز كره الخسارة من قبل (Tversky and Kahneman (1979 وينص على أن شعور المستثمرين بالأسف عند التعرض لخسارة مبلغ معين يُعادل ضعفي شعورهم بالرضا عند ربح نفس المبلغ ، كما انهم يتجنبون المخاطر في ظل الظروف غير المؤكدة بهدف حماية ثروتهم (سلوك تجنب المخاطرة) فيمتنعون عن بيع الأسهم الخاسرة ويحتفظون بها وقتاً طويلاً على أمل تجنب الخسائر في حال بيع هذه الأسهم ، ولكن قد يتحملون المخاطر من أجل تجنب الخسائر (سلوك البحث عن المخاطرة) فيقومون ببيع الأسهم الرابحة سريعاً من أجل حصولهم على الأرباح وخوفاً من إنخفاض قيمتها مستقبلاً، وهذا السلوك الغير عقلاني يتسبب بتعرض المحفظة الإستثمارية لمخاطر كبيرة.

ب- تجنب الغموض²⁷ Ambiguity Aversion Bias:

ينفّر المستثمرون من الإستثمارات غير المؤكدة والتي تكون توزيعاتها الإحتمالية غير معروفة، ويفضلون التعامل مع الحالات المألوفة، وربما يفسر ذلك ميل بعض الأفراد للاستثمار في الشركات التي يعملون فيها او في الشركات المحلية بدلاً من التنويع الدولي. ويخسرون بذلك منافع التنويع تجنباً للخوض فيما جهلونه، فيؤدي هذا التحيز إلى إهمال مبادئ المحفظة المالية المثلى.

ت- سلوك القطيع Herd Behavior:

ويعني تفضيل المستثمر لإتخاذ قرارات مشابهة لقرارات المستثمرين المحيطين بهم ويعمل ذلك بنقص الكفاءة والقدرة الكافية على تحليل المعلومات الواردة إليهم.

²⁷ الزرير، رانيا، والدكي، رنيم، (2018)، دور سلوك المستثمر في دراسة خصائص سوق دمشق للأوراق المالية في ظل عدم التأكد، مجلة العلوم الاقتصادية وإدارة الأعمال، الجمهورية العربية السورية، ص22.

ث- المحاسبة العقلية²⁸: Mental Accounting

مفهوم الحساب الذهني وهو قيام الأفراد في بعض الأحيان بفصل القرارات التي ينبغي تكون مجتمعة حيث إنها كلها يجب أن تعتمد على نفس المعطيات مما يؤدي بنا إلى إتخاذ قرارات مختلفة لحالات متشابهة في المعطيات وهذا غير منطقي وكأننا بذلك ننشئ حسابات ذهنية متفرقة خاصة بكل موقف مع أن المعطيات واحدة.

ج-الخوف من ضياع الفرص الاستثمارية:

وفقاً لهذا التحيز يندفع المستثمرين نحو إستغلال الفرص المتاحة أمامهم خوفاً من ضياعها، وكلما ساحت لهم فرصة جديدة يقومون بإستغلالها والإستثمار فيها بغض النظر عن نوعية الفرص المتاحة أمامهم و جدواها الاقتصادية، ينتج عن هذا التحيز المبالغة في إستثمار الأموال وإتخاذ قرارات مالية عشوائية، كما ينتج عنه تحيز آخر يدعى تحيز الشعور بالندم regret يظهر في أسواق رأس المال عندما يشعر المستثمرين بالندم اذا اضاعوا الفرصة المتاحة أمامهم مما يدفعهم لإتخاذ قرارات إستثمارية غير عقلانية عالية المخاطر.

ح-مغالطة التكاليف الغارقة: Sunk Cost Bias

يذهب المستثمرون في إطار هذا التحيز إلى الإصرار على المتابعة بقراراتهم الإستثمارية الخاطئة، بهدف تجنب خسارة التكاليف الغارقة، والمستثمرون ضحايا هذا التحيز يقومون ببيع الأصول إذا تفوقت قيمها السوقية على تكاليفها دون أن ينظروا للمستقبل بإحتمال ارتفاع أسعار هذه الأصول وزيادة مردوديتها وبالتالي يضيعون فرص إستثمارية مستقبلية ، أما المفارقة الكبيرة في مغالطة التكاليف الغارقة أنه كلما فقدت أموالاً في استثمار ما كلما تمسكت به بصورة أقوى.

3-محدودية المرجعية Limited Arbitrage²⁹:

تنص نظريات المالية التقليدية على أن المستثمرين العقلانيين يقومون بتصحيح السلوك الإستثماري الخاطئ للمستثمرين غير العقلانيين والتي تتسم بالعشوائية، و بالتالي فإن آلية المراجعة تلعب دوراً هاماً في إعادة السعر إلى قيمته العادلة، بينما تنص المالية السلوكية على أن سلوك المستثمرين هو سلوك

²⁸ حموي، محمد، (2017)، التحيزات السلوكية لدى المستثمرين، المجلة العربية للإدارة، المملكة العربية السعودية، ص147.

²⁹ شفوني، أمل، 2021، مرجع سبق ذكره، ص29.

غير عقلاني يتأثر بعواطفهم ويتجلى ذلك بتحيزاتهم السلوكية المختلفة، وبالتالي فإن إعادة السعر إلى قيمته العادلة غير ممكن و هذا ما يقصد به ب محدودية المراجعة .

وقد أشار (Shleifer,2000) إلى أن عملية المراجعة محفوفة بالمخاطر ما يحد من قدرتها على إعادة أسعار الأصول إلى قيمها العادلة كما انها عالية التكلفة مما يجعلها غير مرغوبة من قبل المستثمرين.

سابعاً: الظواهر الشاذة الناتجة عن التحليل الأساسي للشركة المُصدرة للسهم:³⁰

وتعرف ب(Fundamental Anomalies) ومن أمثلتها:

1- أثر الحجم:

بالنظر لأوراق مالية لها نفس معدل الخطر (beta)، نجد أن عوائد أسهم الشركات ذات الحجم الصغير أعلى من عوائد أسهم الشركات ذات الحجم الكبير وهذا يعد خرقاً لنظرية الكفاءة. حيث وحسب مفهوم نظرية الكفاءة يجب أن لا يكون هناك اختلاف بين عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم مُعدلة بالمخاطرة، وعوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم مُعدلة بالمخاطرة، وذلك كون المعلومات تنعكس أولاً على أسعار أسهم جميع الشركات بغض النظر عن حجمها ، مع أن من الطبيعي أن تكون أسهم الشركات الكبيرة أكثر تداول من الشركات الصغيرة وأكثر ربحية حيث أن الشركات الصغيرة أكثر تعرض للظروف الطارئة من الشركات الكبيرة وأقل قدرة على مواجهتها.

2- أثر القيمة (Book to Market (BM) Valua) :

وهي ما تسمى بعلاوة القيمة (value premium) أي أن أسهم القيمة تحقق عوائد أعلى من أسهم النمو أي ان متوسط عوائد أسهم الشركات ذات (M/B) مرتفع أعلى من متوسط عوائد أسهم الشركات ذات (B/M)منخفض. وهذا يخالف ما تثبته النظرية التقليدية العقلانية بأن الأسهم ذات

³⁰ الحموي، سيرين، 2016 تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السورية، ص30.

المخاطر الأعلى تكون ذات عوائد أعلى ، حيث أن أسهم النمو تحمل مخاطر أكبر لأنها تتوقف على الظروف الاقتصادية المستقبلية للبلد، بالمقابل أسهم القيمة غالباً تعد للشركات التي لا تواجه مخاطر كبيرة مثل الشركات المحتكرة لصناعة معينة مثل (سيريتل) وهي تحقق أرباح مرتفعة لأنها مسيطرة على السوق وقادرة على التحكم بالأسعار، وليست بحاجة لإنفاق المبالغ الكبيرة على الأبحاث والإبتكارات والإختراعات حيث أنها محتكرة السوق، وتكون أقل مخاطر. وعلى الرغم من ذلك فأسهم القيمة تحقق متوسط عائد أعلى من أسهم النمو، وفسر الكثير من الباحثين ذلك بسبب سلوكي المبالغة بردود الفعل والإنجذاب نحو الشركات ذات الأسهم المسيطرة على السوق، وتفسير آخر لذلك بحسب التفسيرات السلوكية وهي افتراض أن أسهم القيمة مقيمة بأقل مما يجب وبالتالي فإن المستثمر يسعى لحيازتها اعتقاداً منه بارتفاع أسعارها مستقبلاً.

3-أثر الدخول إلى البورصة (IPO) (Initial public offering):

ويظهر هذا الأثر عندما يتم تقييم المؤسسات التي تدخل إلى السوق للمرة الأولى بأقل من قيمتها الحقيقية، ولكن بالمقابل تعطي هذه المؤسسات أفضل العوائد مقارنة بالسوق، وذلك على المدى القصير، وبالتالي يمكن تحقيق عوائد أولية غير عادية بعد الإدراج الأولي وهذا ما يمكن تسميته بظاهرة العوائد الأولية أو ظاهرة خصم الإصدار.

ثم تشهد عوائدها تراجعاً بعد مرور حوالي الثلاث سنوات على إدراجها وتستمر هذه الظاهرة من ثلاث إلى خمس سنوات بعد الإدراج، وهذا ما يسمى بظاهرة تردي العوائد بعد الإدراج ويصعب تفسير هاتين الظاهرتين من خلال نظرية الكفاءة.

المبحث الثاني:

الأسهم

أولاً: مفهوم السهم: يُمثل في السوق المالي حصة عينية أو نقدية للمُساهم في رأس مال شركة، قابل للتداول سواء ببيعه أو شراءه.³¹

ثانياً: تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص نذكر منها:³²

- 1- متساوية القيمة: يتم تقسيم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة ونتيجة لهذه القيمة المتساوية للأسهم تتساوى حقوق والتزامات المساهمين في الشركات.
- 2- عدم القابلية للتجزئة: يمكن لأكثر من مساهم أن يشترك في ملكية السهم، ولمن يجب أن ينوب عنهم شخص واحد فقط ليمثلهم أمام الشركة، فالسهم من الأوراق المالية غير القابلة للتجزئة.
- 3- القابلية للتداول بالطرق التجارية: توفر للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالأماكن التنازل عنه بالطرق التجارية دون حاجة لإتباع طرق الحوالة التي تتطلب ضرورة قبول الشركة المُصدرة للحوالة أو إبلاغها بها، فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة العامة.
- 4- المسؤولية المحدودة: مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، وبهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسؤوليته غير محدودة.
- 5- مخزون القيمة: تتزايد قيمة الورقة المالية بزيادة نجاح الشركة المصدرة للسهم فضلاً عما تُدار لحاملها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد أمواله بأقل خسارة ممكنة.

³¹ بسام، دانة، 2008، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، ص22.

³² المسوتي، ميساء، 2018، أثر التضخم على الأسعار السوقية للأسهم في المصارف، رسالة ماجستير، جامعة بلاد الشام، الجمهورية العربية السورية، ص27.

ثالثاً: أنواع الأسهم:

تقسم الأسهم بشكل عام إلى نوعين:

1- الأسهم العادية: وهي التي تُشكل النسبة الكبرى من حقوق الملكية للشركة و التي يتم تداولها في السوق المالي و تقوم بإعطاء حاملها عدة حقوق، منها:³³

1- حق حضور اجتماع الهيئة العامة و التصويت على قراراتها.

2- حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الإدارة في حال إمتلاكه الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.

3- حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة.

4- حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة في حال تحققها و توزيعها.

5- حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها.

6- حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر عن طريق بيعها في السوق المالي.

2- الأسهم الممتازة: وتحمل خواص السندات والأسهم العادية معاً حيث أن لها ربح ثابت مثل السندات ولها الأولوية في توزيع الأرباح وإن لم يبق شيء لحملة الأسهم العادية، وإن سعر السهم الممتاز مستقر مقارنة بالأسهم العادية، وأصحاب الأسهم الممتازة ليس لهم الحق في المشاركة في التصويت لمجلس الإدارة إلا إذا فشلت الشركة في دفع العائد المستحق لها ، والأسهم الممتازة تعتبر مصدراً دائماً للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ محدد³⁴.

³³جمال، خالد، 2015، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح و ربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، الأردن، ص26.

³⁴بسام، دانة، 2008، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، ص29.

رابعاً: أساليب تحليل وتقييم الأسهم³⁵:

يتم تحليل الأسهم على مستويين هما:

1- التحليل الأساسي: الذي يقوم على أساس أن الأسعار السوقية للأسهم تعكس صورة النشاط الاقتصادي على مستوى كل من الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي، وامتداداً إلى الظروف الخاصة بالشركة نفسها وبناء على ذلك يمكن تجزئة هذا النوع من التحليل في ثلاثة أجزاء:

أ- تحليل اقتصاد كلي مبني على المؤشرات الأساسية للاقتصاد الكلي مثل هيكل أسعار الفائدة، معدلات التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، السياسات النقدية، كما يرتبط أيضاً بالدورة الاقتصادية أي بظروف الازدهار الاقتصادي وما يليه من ظروف كساد.

ب- التحليل الجزئي الذي ينصب على الظروف العامة للقطاع أو الصناعة التي تنتمي لها الشركة مثل المنافسة، ومخاطر الصناعة، والقوانين الحكومية ذات العلاقة بالصناعة.

ت- تحليل على مستوى الشركة نفسها حيث تنصب على عوامل مثل حجم الشركة ومستوى نشاطها ونوعية المنتج، ونوعية الإدارة ومخاطر الإدارة، وحوكمة الشركة.

2- التحليل الفني: وهو وعلى عكس التحليل الأساسي الذي ينصب على الظروف الاقتصادية، ينصب التحليل الفني هنا على ظروف السوق المالي ومؤشراته ومستوى كفاءته، لذا يعتبر هذا التحليل مكملاً للتحليل الأساسي ويتوقف مدى نجاحه على مستوى كفاءة السوق المالي وعلى طبيعة المؤشرات التي يوفرها للمتعاملين مثل مؤشرات وأحجام التداول ومؤشرات وتقلبات الأسعار.

خامساً: قيم الأسهم³⁶:

تعددت القيم التي يحملها السهم، ومن خلال هذا الفرع سنوضح تلك القيم.

1- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تتحدد عند تأسيس الشركة وتثبت في شهادة الأسهم المصدرة لمالكها والتي توزع الشركة المصدرة لها الأرباح بنسبة مئوية فيها.

³⁵ محمد، أسامة، 2018، العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية العامة المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، ص20.

³⁶ زيد، حياة، 2015، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم، رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر، الجزائر، ص72.

2- القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم التي تظهر في سجلات وقيود الشركة المصدرة له ، وهذه القيمة تمثل حقوق المساهمين في الشركة، وتحسب بقسمة حقوق الملكية (والتي تتكون من رأس المال مضافاً إليه الإحتياطيات والأرباح غير الموزعة) على عدد الأسهم.

وتستخدم هذه العلاقة في حال عدم وجود أسهم ممتازة، أما إذا وجدت الأسهم الممتازة فتستخدم العلاقة التالية: القيمة الدفترية للسهم = (حقوق الملكية - حقوق الأسهم الممتازة) / عدد الأسهم العادية وبالتالي فإن القيمة الدفترية للسهم تزداد بتقدم ونجاح الشركة والعكس، علماً أنها تكون مساوية للقيمة الاسمية في بداية عمل الشركة.

3- القيمة التصفوية: هي القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الإلتزامات التي عليها وكذلك حقوق حملة الأسهم الممتازة، وتحسب بالعلاقة:

القيمة التصفوية = (قيمة الأصول في السوق - الإلتزامات وحقوق الأسهم الممتازة) / عدد الأسهم العادية

4- قيمة السهم حسب العائد: وتمثل القيمة التي يُبدي المستثمر استعداداً لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد الذي يطمح بالحصول عليه مقابل استثمار أمواله ويستخرج بالعلاقة التالية:

قيمة السهم حسب العائد = (القيمة الاسمية للسهم / معدل العائد الذي يطلبه المستثمر) × نسبة التوزيع

5- القيمة السوقية: وهي القيمة النقدية المدفوعة عند نقطة زمنية محددة وتحدد هذه القيمة بفعل عوامل العرض والطلب في بورصة الأوراق المالية، ويستخدم سعر السهم السوقي بشكل مُرادف للقيمة السوقية في كثير من الأحيان، ولكن القيمة السوقية في عبارة عن القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة (سعر السهم × عدد الأسهم).

6- القيمة الحقيقية³⁷: وهي تلك القيمة التي تُبررها حقائق مالية واقتصادية تتمثل بقيمة موجودات الشركة (الحجم) ومقسوم الأرباح المتوقع توزيعه ومعدلات النمو المتوقعة في الأرباح، وإذا ما تحققت هذه القيمة في سوق الأوراق المالية، فإنها تعكس حالة توازن السوق المالية لتؤشر مدى إستجابة السوق للمعلومات الجديدة بهدف تصحيح إتجاهات حركة الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية، إذ أن تحليل

³⁷زيد، حياة، 2015، مرجع سبق ذكره، ص 73.

المستثمر للقيمة الحالية ومقارنتها بالأسعار السائدة في السوق سيحدد فيما إذا كان السهم ذو تسعير مضخم (السعر أعلى من القيمة الحقيقية) أو ذو تسعير مُخفض (السعر أقل من القيمة الحقيقية). وقد تُسمى هذه القيمة أيضاً باسم القيمة المركزية باعتبار أنها المركز الذي تدور حوله الأسعار السوقية أي القيمة السوقية للسهم في الأجل الطويل تساوي القيمة الحقيقية.

سادساً: العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقى³⁸:

نقصد بالعوامل المؤثرة على سعر السهم السوقى، بالعوامل التي تجعل سعر السهم السوقى يتجه نحو الإرتفاع أو نحو الانخفاض، و من التي نذكر منها:

- 1- مستوى أسعار الفائدة على الاستثمارات ذات الفائدة الثابتة مقارنة بعائد الأسهم، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة على عائد الأسهم يؤدي للتوجه للاستثمارات ذات معدلات للفائدة وانخفاض الطلب على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها والعكس.
- 2- اتجاهات وتفضيلات المستثمرين، حيث أن تفضيل مجال استثماري غير مجال الأوراق المالية سيؤدي إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية وانخفاض أسعارها والعكس.
- 3- حجم الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية، حيث أن انخفاضها سيؤدي إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية أي سيفوق المعروض منها الطلب عليها وبالتالي انخفاض أسعارها والعكس.
- 4- المنافسة بين مختلف المجالات التي يمكن أن يستثمر فيها رأس المال.
- 5- التحركات الدولية لرؤوس الأموال كهروب رؤوس الأموال إلى بلد آخر سيؤدي إلى انخفاض حجم المعاملات في البورصة المحلية، نتيجة وجود مخاطر معينة كمخاطر الحروب والاضطرابات الاجتماعية -الضرائب - وبالتالي انخفاض الطلب وانخفاض الأسعار.
- 6- التفاؤل والطمع في تحقيق المكاسب الرأسمالية من خلال المضاربة يؤدي إلى ارتفاع الأسعار كما أن الخوف من تكبد الخسائر يؤدي إلى الهروب من السوق وانخفاض الأسعار .

³⁸زيد، حياة، 2015، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم، رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر، الجزائر، ص78.

7- أداء الاقتصاد الكلي وانعكاساته على الحالة النفسية للمستثمرين (التفاؤل أو التشاؤم)، فمثلاً التنبؤ بحدوث حرب، أو ظهور إشاعات حول إمكانية تعرض شركة معينة للإفلاس من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض حاد في أسعار أوراقها المالية.

8- درجة إتساع السوق، ويتسم السوق بالسعة عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع والشراء، حيث يُسهل في ظله إعادة الخلل في الأسعار بسرعة.

9- ظروف الشركة: وهي تشمل كل المتغيرات التي من شأنها أن تؤثر على أدائها ومستوى العائد الذي تُحققه وبالتالي تؤثر على نظرة المستثمرين وعلى قراراتهم الاستثمارية ومن أهم هذه العوامل: المركز المالي للشركة، الإستثمارات المستقبلية، مستوى التنظيم، الحصة السوقية والمركز التنافسي.

10- الدورة الاقتصادية: حيث تتقلب أسعار أسهم الشركات ما بين حالتي الاقتصاد من ركود وانتعاش حيث أن تحسّن الوضع الاقتصادي العام يؤدي إلى زيادة دخول الأفراد وزيادة الطلب على الأموال للأغراض المختلفة مثل : شراء الأسهم مما يرفع سعرها والعكس إذا تدهورت الحالة الاقتصادية.

سابعاً: مقومات الاستثمار في الأسهم:³⁹

1- مُحددات القيمة السوقية للسهم:

يتفق الأكاديميون على أن السعر الذي يباع به السهم في السوق يتحدد على ضوء مُتغيرين أساسيين هما: التدفقات النقدية المتوقعة أن تتولد عن عمليات المنشأة، والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات للوصول إلى قيمته الحالية التي تعادل في مجموعها القيمة السوقية للمنشأة.

أ- التدفقات النقدية المتوقعة:

يسمح تحليل التدفقات النقدية في تفسير حركة الأموال داخل المنشأة، فالتدفقات النقدية تقع تحت التأثير المباشر لحجم مبيعات المنشأة ومدى تحكمها في التكاليف ويصق الظواهر المتحركة المرتبطة بها، كما أن حجم المبيعات يتأثر بالعوامل الداخلية إضافة إلى عوامل خارجية، ويأتي في مقدمة العوامل الخارجية الظروف العامة للصناعة والتي من بينها حدة المنافسة بين المنشآت المكونة لها ومدى استقرار أو تغير الطلب على منتجاتها، كما يجب ألا تهمل التغيرات الاقتصادية العامة كالكساد والرواج

³⁹ عرموش، لارا، 2014، تأثير معدل التضخم في عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السورية، ص50.

أو التضخم التي تكون عرضة لها كل منشآت داخل الدولة بدرجات متفاوتة، إضافة إلى التغيرات والأزمات الدولية التي يكون لها انعكاس على الاقتصاد المحلي.

ب- معدل خصم التدفقات النقدية:

يتمثل في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر عند الإستثمار في الأوراق المالية التي تُصدرها منشأة معينة، وهذا المعدل بدوره يتحدد على أساس المتغيرات التالية:

1- معدل الفائدة الحقيقي:

يتمثل معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن الاستخدام الآني لأمواله، كما تُقدر قيمة ذلك التعويض بمعدل العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجه أمواله إلى مجالات استثمار خالية من المخاطر، ويُعبر هذا العائد عن أدونات الخزينة التي تُصدرها الحكومة والتي لا تتجاوز فترة استحقاقها عن السنة كمثال للعائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

2- معدل التضخم:

تؤكد الدراسات أن معدل الفائدة السائد في السوق هو معدل فائدة اسمي وليس حقيقياً، فمعدل الفائدة الحقيقي يساوي معدل الفائدة السائد في السوق منقوصاً منه معدل التضخم، فإذا حصل مستثمر على عائد قدره 10% في السنة وكان معدل التضخم للسنة نفسها 3%، فإن معدل العائد الحقيقي الذي حصل عليه المستثمر يساوي 7% فقط، هذا العائد ينخفض كلما ارتفع معدل التضخم، حيث تحقق الأسهم معدل عائد حقيقي مرتفع عندما يتجه معدل التضخم إلى الانخفاض بينما قد يكون هذا المعدل سالباً إذا إتجه معدل التضخم إلى الارتفاع، وكقاعدة عامة نجد أن الأسهم تعطي معدل عائد أقل سلبية مقارنة بالسندات، أو أدونات الخزينة في حال اتجه معدل التضخم إلى الارتفاع.

3- معدل العائد المطلوب على الاستثمار:

يتجه المستثمر إلى شراء الأوراق المالية التي تضمن له التعويض عن المخاطر المرتبطة بالمنشأة.

ثامناً: حجم التداول⁴⁰:

بأنه مؤشر قوي للنشاط الاقتصادي، وهذا يعني أن حجم التداول هو أحد المؤشرات التي يمكن من خلالها استدلال أصحاب المصالح والمستثمرين على الوضع المالي والاقتصادي للشركة والذي يعكس علاقتها في البيئة سواء كانت بشكل إيجابي (من خال ارتفاعه) أو سلبي (من خلال +انخفاضه).

وعلى العموم، فإن التداول هو عملية شراء وبيع الأسهم في السوق المالية (البورصة) ولفترة وجيزة، وبصيغة أخرى فهو يعني التعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراء في السوق وبسرعة كبيرة مقارنة بالعمليات التجارية الأخرى⁴¹.

تاسعاً: مقاييس حجم التداول⁴²:

هناك العديد من المقاييس التي تستخدم لحساب حجم التداول وقد تمثلت بما يلي:

1- معدل دوران الأسهم:

يشير هذا المقياس إلى قياس درجة سيولة سهم معين أو سوق مالي معين، وقد يتم احتسابه بطريقتين: الأولى: أن يتم احتسابه عن طريق عدد الأسهم المتداولة لسهم شركة معينة خلال فترة زمنية معينة منسوبة إلى مجموع عدد الأسهم التي تم الاكتتاب بها والمصدرة من الشركة نفسها وخلال الفترة الزمنية التي تم تحديدها.

الثانية: أن يتم احتسابه عن طريق قيمة الأسهم المتداولة لسهم شركة معينة خلال فترة زمنية معينة منسوبة إلى مجموع القيمة السوقية لأسهم الشركة نفسها وخلال الفترة التي تم تحديدها.

⁴⁰ نواف، أنوار، 2020، أثر الإفصاح في مواقع التواصل الاجتماعي (فيسبوك) على حجم التداول للشركات المساهمة العامة، المجلة العربية للإدارة، جامعة آل البيت، المملكة الأردنية، ص180.

⁴¹ بن غالية، سمية، 2008، حرية المساهم في التنازل عن الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة أبو بكر بلقيد، الجزائر، ص16.

⁴² نواف، أنوار، 2020، مرجع سبق ذكره.

2- قيمة الأسهم المتداولة:

يُشير هذا المقياس إلى سعر السهم الواحد مضروباً بالعدد الكلي للأسهم التي تم تداولها لشركة مُعينة في سوق معين وخلال فترة زمنية معينة.

3- عدد الأسهم المتداولة:

يعد هذا المقياس هو الأكثر شيوعاً ويشير إلى العدد الكلي للأسهم المتداولة في سوق معين خلال فترة زمنية معينة.

4- عدد أيام التداول الإجمالية خلال السنة:

في ظل هذا المقياس وخلال سنة واحدة يتم تحديد عدد الأيام التي جرى فيها تداول للسهم.

5- عدد الصفقات: وهو عبارة عن عدد المتاجرات أو الصفقات التي جرت في سوق الأوراق المالية على الأسهم المتداولة.

الفصل الثاني

الدراسة التطبيقية لأثر التحيزات السلوكية في حجم
التداول لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق
للأوراق المالية

مقدمة:

يتناول هذا الفصل اختبار أثر التحيزات السلوكية على حجم التداول، وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين المبحث الأول يهدف إلى التعريف بعينة الدراسة ومتغيراتها، كما يتناول الأسلوب المستخدم في الدراسة، في حين عرض المبحث الثاني توصيف متغيرات الدراسة واختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.

وبالتالي يتكون هذا الفصل من المبحثين:

المبحث الأول: عينة الدراسة ومتغيراتها .

المبحث الثاني: توصيف متغيرات الدراسة واختبار الفرضيات .

المبحث الأول

عينة الدراسة ومتغيراتها

أولاً: عينة الدراسة:

يتكون مجتمع وعينة الدراسة من المصارف الخاصة التقليدية والإسلامية العاملة في الجمهورية العربية السورية والبالغ عددها أربعة مصرفاً.

ويبين الجدول رقم (1): معلومات عن المصارف المدروسة:

اسم البنك	رأس مال الشركة عام 2020	أحجام التداول نهاية عام 2019	أحجام التداول نهاية عام 2020
بنك البركة	15,000,000,000.00	2,678,131	5,027,985
بنك الشام	8,000,000,000.00	3,477,707	1,808,279
بنك سورية الدولي الإسلامي	15,000,000,000.00	6,941,067	7,198,197
بنك قطر الوطني - سورية	15,000,000,000.00	1,943,680	2,880,670

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع الرسمية للمصارف والبيانات المالية.

من الجدول أعلاه نجد :

- أن كل من بنك قطر الوطني - سورية وبنك البركة وبنك سورية الدولي الإسلامي أعلى رأسمال من بين البنوك عينة الدراسة برأس مال قدره 15 مليار ليرة سورية.
- ازدادت أحجام التداول عن عام 2019 في كل من بنك البركة بنسبة (0.87%) وسورية الدولي الإسلامي بنسبة (0.037%) وبنك قطر بنسبة (0.48%)
- كما انخفض حجم التداول عن عام 2019 في بنك الشام بنسبة (-0.48%)

ثانياً: متغيرات الدراسة:

تنقسم المتغيرات بالبحث إلى متغيرات مستقلة متمثلة في التوقع العقلاني وسلوك القطيع وإلى مُتغير تابع متمثل في حجم التداول، وتعتمد هذه المتغيرات في قياسها على مجموعة من العلاقات والأدوات التي سيتم عرضها على النحو التالي:

المتغيرات المستقلة:

• التوقع العقلاني (Rational expectation):

بالإعتماد على الدراسة السابقة، (Dhaoui, 2015)، تم حساب التوقع العقلاني بالعلاقة الآتية.

$$R^{Expected} = R_{t-1} + E_{t-1}$$

$$E_{t-1} = R_{t-1} - R_{t-2}$$

R هي عائد أسهم الشركة في الفترة t

• سلوك القطيع (herd behavior):

بالإعتماد على الدراسة السابقة، (Zhang, 2016)، تم حساب سلوك القطيع بالعلاقة الآتية.

$$CB = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n |R_{i,t} - R_{m,t}|$$

$R_{m,t}$ هو عائد أسهم الشركة في الفترة t

المتغير التابع:

بالإعتماد على الدراسة السابقة، (Dhaoui, 2015)، تم حساب حجم التداول.

في هذه الدراسة تم اختبار حجم التداول VOI كمتغير تابع .

ثالثاً: الأسلوب المستخدم:

بهدف تحليل البيانات المالية للمصارف عينة الدراسة قامت الباحثة بإستخدام البرنامج الإحصائي Eviews10، وسيتم استخدام الإختبارات التالية:

1- إختبار جذر الوحدة (Unit Root Test):

يهدف اختبار جذر الوحدة إلى فحص خواص السلسلة الزمنية لكل متغير من متغيرات الدراسة خلال المدة الزمنية للمشاهدات والتأكد من مدى استقراريتها وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدا، فإذا كانت السلسلة الأصلية مستقرة في قيمتها الأصلية يقال إنها متكاملة من الرتبة صفر وهي بذلك لا تحمل جذر وحدة، أما اذا استقرت السلسلة بعد أخذ الفرق الأول فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الرتبة الأولى، وإذا كانت السلسلة مستقرة بعد الحصول على الفرق الثاني فإن السلسلة تكون متكاملة من الرتبة الثانية⁴³.

وسيتم إختبار استقرارية السلاسل الزمنية وتحديد درجة تكاملها عن طريق استخدام اختبار Dicky Fuller وهو من أشهر الاختبارات المطبقة في إطار السلاسل الزمنية.

تنص فرضية العدم (H_0) في Fuller Dicky على وجود جذر وحدة أي السلسلة غير مستقرة.

2- تحليل الانحدار (Multiple Linear Regression):⁴⁴

يهدف تحليل الانحدار إلى المساعدة في التنبؤ وإتخاذ القرار المناسب للظاهرة المراد دراستها وإلى تفسير مختلف الظواهر وبخاصة الظواهر الاقتصادية منها، معتمداً في ذلك على القياس الفعلي والدقيق للمتغيرات موضع الدراسة واستنباط العلاقات فيما بينها بإستخدام النظرية العلمية والأساليب الإحصائية والرياضية.

⁴³ قره فلاح، فاطمة، (2018)، أثر المخاطر المالية والتشغيلية على ربحية البنوك التجارية التقليدية الخاصة العاملة في سورية، رسالة ماجستير، جامعة الأقتصاد تشرين، الجمهورية العربية السورية، ص92.

⁴⁴ Safi, Samir, k (2014). An introduction to Analysis of Regression Models by Eviews part 1.

المبحث الثاني

توصيف متغيرات الدراسة واختبار الفرضيات

أولاً : توصيف متغيرات الدراسة:

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المستقلة والتابعة:

بعد جمع البيانات من القوائم والتقارير المالية للمصارف عينة الدراسة خلال الفترة من بداية عام 2020 حتى تاريخ 2021/5/31 تم تفرغ البيانات بواسطة برنامج Excel على برنامج Eviews 10 وذلك تمهيداً لتحليلها، حيث بلغ عدد المشاهدات (68) مشاهدة لجميع متغيرات الدراسة.

الجدول رقم (2): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المستقلة والتابعة:

سلوك القطيع	التوقع العقلاني	التداول	
5.053635	0.000715	437837.8	المتوسط الحسابي Mean
6.484959	0.187129	3909974	أكبر قيمة Maximum
3.874399	-0.143555	18636.00	أصغر قيمة Minimum
0.762420	0.074660	581765.2	الانحراف المعياري Std. Dev.
0.167537	0.121216	3.709840	الإلتواء Skewness
2.120362	2.563674	20.53100	التفرطح Kurtosis

المصدر: بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10

من الجدول أعلاه نجد أن:

1- تتراوح قيم حجم التداول بين أكبر قيمة (3909974) وهو عائد لتداول بنك البركة وادنى قيمة (18636.00) وهو عائد لبنك الشام، عند متوسط حسابي قدره (437837.8) وانحراف معياري (581765.2) وهو اكبر من المتوسط أي دليل على وجود مخاطر عالية في تقلب حجم التداول في حين بلغت قيمة معامل الإلتواء (3.70) وبالتالي منحني هذا المتغير ملتوي

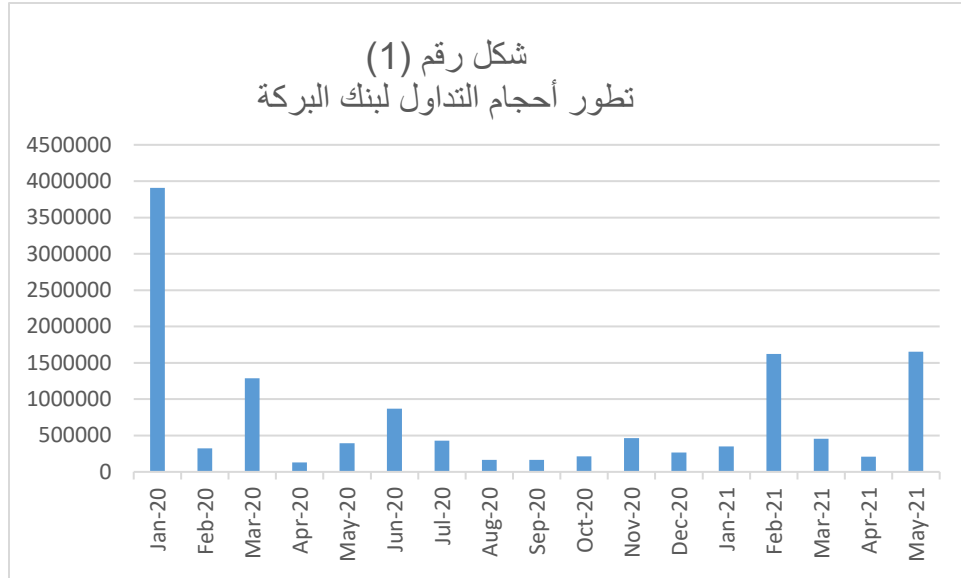
نحو اليمين، كما ظهرت قيمة معامل التفرطح (20.53) وهي أكبر من 3 مما يدل إلى أن منحنى التوزيع مدبب.

2- تتراوح قيم التوقع العقلاني بين اكبر قيمة (0.187) وهو عائد لبنك الشام وادنى قيمة (-0.143) وهو عائد لبنك قطر، عند متوسط حسابي قدره (0.000715) وانحراف معياري (0.0746) وهي أكبر من المتوسط الحسابي أي دليل على وجود مخاطر عالية في التوقع العقلاني، في حين بلغت قيمة معامل الالتواء (0.121) وبالتالي منحنى هذا المتغير ملتوي نحو اليمين، كما ظهرت قيمة معامل التفرطح (2.563) وهي أصغر من 3 مما يدل إلى أن منحنى التوزيع مفرطحاً.

3- تتراوح قيم سلوك القطيع بين اكبر قيمة (6.484) وهو عائد لبنك قطر وادنى قيمة (3.874) وهو عائد لبنك سورية الدولي الإسلامي، عند متوسط حسابي قدره (5.053) وانحراف معياري (0.762) وهي أصغر من المتوسط الحسابي أي دليل على عدم وجود مخاطر عالية في سلوك القطيع، في حين بلغت قيمة معامل الالتواء (0.167) وبالتالي منحنى هذا المتغير ملتوي نحو اليمين، ، كما ظهرت قيمة معامل التفرطح (2.120) وهي أصغر من 3 مما يدل إلى أن منحنى التوزيع مفرطحاً.

ثانياً: تطور أحجام التداول الشركات عينة الدراسة:

يبين الشكل التالي تطور أحجام التداول لبنك البركة



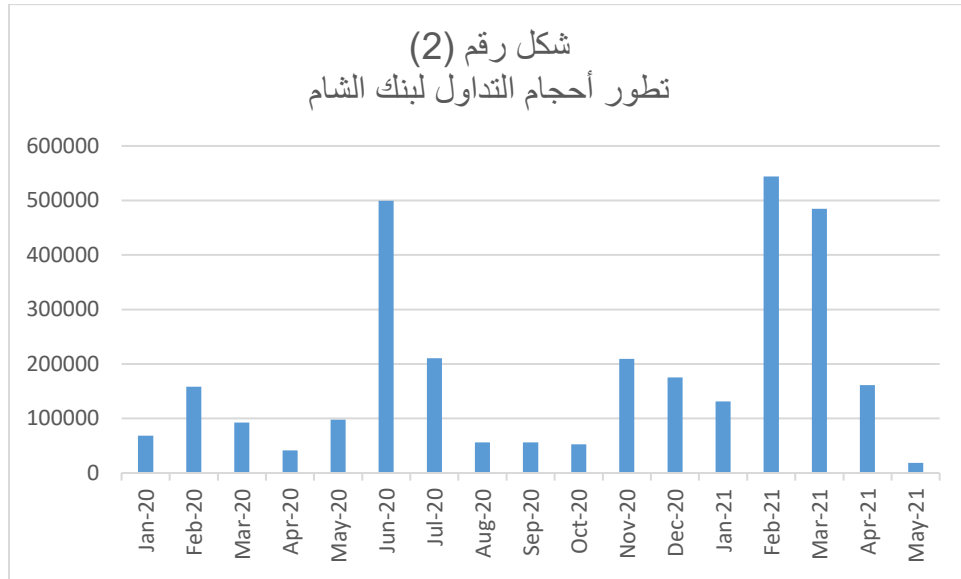
لمزيد من التفاصيل انظر الملحق رقم (1)

من الشكل أعلاه نجد ان:

بشكل عام نلاحظ منحنى هابط لحجم التداول في بنك البركة حيث كان حجم التداول مرتفع جداً فقط في كانون الثاني أي أول شهر في بداية عام 2020 وقبل إنتشار فيروس كورونا قد يكون نتيجة توقع أن أعمال بنك البركة سوف تحقق أرباح عالية وتقوم بإعطاء توزيعات ثم بعدها نلاحظ ان هناك تذبذب باتجاه انخفاض مستمر حتى نهاية عام 2020 وذلك قد يكون بسبب ظهور جائحة كورونا بالإضافة إلى الإنعكاسات الاقتصادية السلبية التي يسببها تدهور قيمة الليرة السورية أمام العملات الأجنبية، على نفسية وقرارات المستثمرين في السوق.

اما خلال الربع الأول من عام 2021 كان المنحنى متذبذب نحو الارتفاع.

يبين الشكل التالي تطور أحجام التداول لبنك الشام



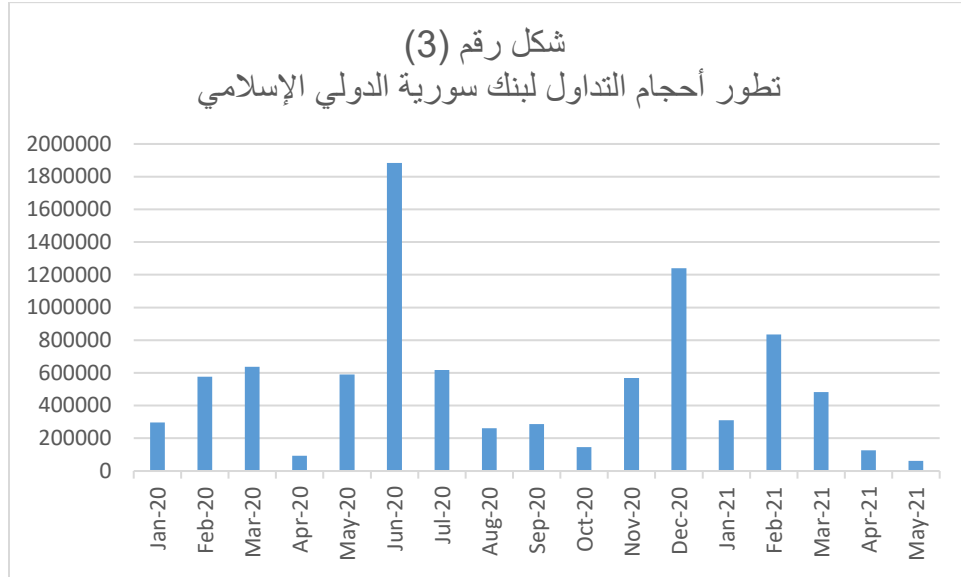
لمزيد من التفاصيل انظر الملحق رقم (2)

من الشكل أعلاه نجد أن:

كان هناك انخفاض في شهر آذار ونيسان عام 2020 لبنك الشام قد يكون ذلك بسبب ظهور جائحة كورونا فقد أثرت بشكل سلبي على عدد جلسات التداول حيث تم تخفيض عدد جلسات التداول من 5 جلسات إلى جلسة واحدة اسبوعياً.

وبذلك نلاحظ أن حجم التداول كان مرتفعاً في بداية عام 2021 حيث بلغ حجم التداول في السوق خلال الربع الأول من العام 2021 حوالي (53) مليون سهم مقارنة مع حجم التداول (8.7) مليون سهم خلال الربع الأول من عام 2020 وذلك بسبب زيادة جلسات التداول.

يبين الشكل التالي تطور أحجام التداول لبنك سورية الدولي الإسلامي



لمزيد من التفاصيل انظر الملحق رقم (3)

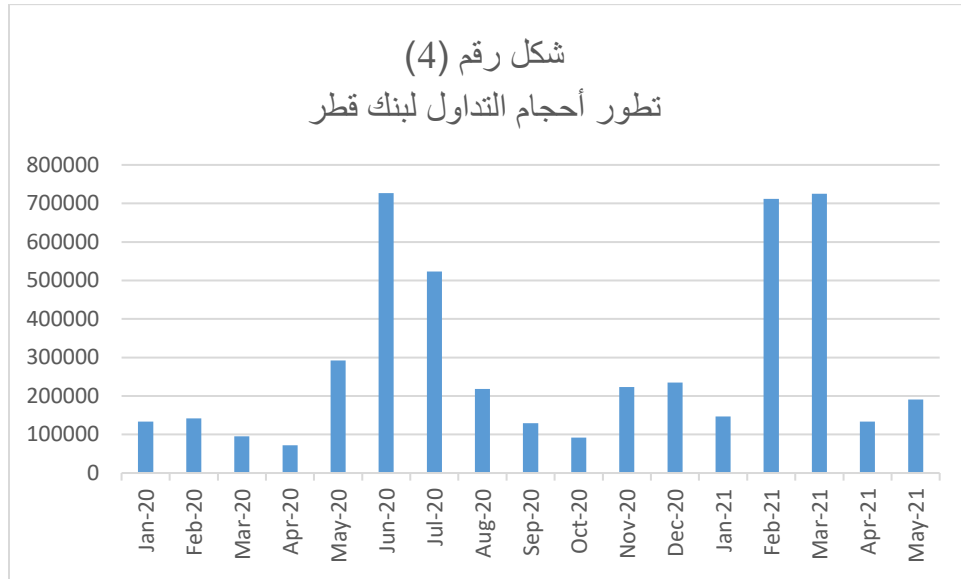
من الشكل أعلاه نجد أن:

هناك ارتفاع مستمر في بداية أشهر عام 2020 في حجم التداول لبنك سورية الدولي الإسلامي أي قبل بداية تأثير وباء كوفيد- 19 ثم أنخفض في شهر نيسان .

كما نلاحظ ان هناك ارتفاع كبير في شهر حزيران عام 2020 وذلك قد يكون نتيجة توقع المستثمر بوجود توزيعات أرباح مما ساهم بزيادة عدد صفقات البيع وبالتالي زيادة أحجام التداول.

اما من 2020/7 حتى نهاية شهر 2021/5 كان المنحني متذبذب لحجم التداول.

يبين الشكل التالي تطور أحجام التداول لبنك قطر



لمزيد من التفاصيل انظر الملحق رقم (4)

من الشكل أعلاه نجد أن:

كان هناك انخفاض في أحجام التداول في بداية عام 2020 لبنك قطر قد يكون ذلك نتيجة عدم تنفيذ عدد من الصفقات الضخمة على الأسهم خلال عام 2020 كتلك التي نفذت في عام 2019
اما من 2020/5 حتى نهاية شهر 2020/6 بدأ يرتفع تدريجياً وذلك قد يكون نتيجة توقع المستثمر بوجود توزيعات أرباح مما ساهم بزيادة عدد صفقات البيع وبالتالي زيادة أحجام التداول.
كما نجد أيضاً أن هناك انخفاض من تاريخ 2020/7 حتى 2020/10 وذلك قد يكون نتيجة وجود تقلبات بسعر الصرف حيث يصبح من الصعب جداً على المستثمر تحديد وقت دخوله وخروجه من السوق.

اما من تاريخ 2020/11 حتى 2021/5 كان المنحنى متذبذب لحجم التداول.

ثالثاً: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج:

لإختبار الفرضيات التي تنص على أنه يوجد أثر معنوي لتوقع العقلاني على حجم التداول ويوجد أثر معنوي لسلوك القطيع على حجم التداول تم توظيف إختبار جذر الوحدة وتحليل الانحدار

1 - إختبار جذر الوحدة:

تطبيق إختبار ADF Fisher Unit Root Test (Dickey Fuller) على مُتغيرات الدراسة:

الجدول رقم (3): نتائج اختبار ADF Fisher Unit Root Test:

الاستقرار عند مستوى 1(0)		
Probability	Statistic	مُتغيرات الدراسة
0.0000	-7.796178	حجم التداول
0.0000	-8.383439	التوقع العقلاني
0.0000	-5.315388	سلوك القطيع

المصدر: بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10

أشارت نتائج جدول (3) إلى أن القيمة الإحتمالية لإختبار ADF Fisher (Dickey Fuller)

Unit Root Test للمتغير (حجم التداول) $\text{Prob} = 0.0000$ أي أصغر من مستوى المعنوية

عند 1% لذلك نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة القائلة على عدم وجود جذر وحدة أي

السلسلة الزمنية مستقرة أي أن المتغير التابع حجم التداول مستقر عند جميع المستويات.

تظهر النتائج أيضاً للمتغيرات المستقلة (التوقع العقلاني) و(سلوك القطيع) أن Prob

$= (0.0000)$ و (0.0000) أي أصغر من مستوى المعنوية عند 1% لذلك نرفض فرضية

العدم ونقبل الفرضية البديلة القائلة على عدم وجود جذر وحدة أي السلسلة الزمنية مستقرة أي أن

المتغيرات المستقلة مستقرة عند جميع المستويات.

2- إختبار الفرضية باستخدام تحليل الانحدار (Multiple Linear Regression)

يبين الجدول رقم(4): نتائج إختبار الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على أنه يوجد تأثير لتوقع العقلاني على حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

جدول (4): نتائج اختبار تحليل الانحدار لتوقع العقلاني

Dependent Variable: VOL Method: Least Squares Date: 06/21/21 Time: 21:38 Sample: 1 68 Included observations: 68				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0199	2.386253	920280.8	920280.8	ER
0.0000	6.396516	68203.84	68203.84	C
437837.8	Mean dependent var	0.079424	R-squared	
581765.2	S.D. dependent var	0.065475	Adjusted R-squared	
29.34677	Akaike info criterion	562397.1	S.E. of regression	
29.41205	Schwarz criterion	2.09E+13	Sum squared resid	
29.37264	Hannan-Quinn criter.	-995.7903	Log likelihood	
1.972041	Durbin-Watson stat	5.694205	F-statistic	
		0.019897	Prob(F-statistic)	

المصدر: بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10

تظهر نتائج الجدول أن Prob للمتغير المستقل (التوقع العقلاني) يساوي 0.0199 أي أنها

أصغر من مستوى المعنوية 5% لذلك نقبل الفرضية التي تنص على أنه يوجد تأثير لتوقع العقلاني على حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

وبالتالي يمكن كتابة النموذج كما يلي: $VOL = C + ER$

$$VOL = 68203.84 + 920280.8$$

يبين الجدول رقم(5): نتائج إختبار الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على أنه لا يوجد أثر لسلوك القطيع على حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

جدول (5): نتائج إختبار تحليل الانحدار لسلوك القطيع

Dependent Variable: VOL Method: Least Squares Date: 06/21/21 Time: 21:34 Sample: 1 68 Included observations: 68				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.7586	0.308656	93857.34	28969.59	GH
0.5455	0.607652	479609.8	291436.1	C
437837.8	Mean dependent var		0.001441	R-squared
581765.2	S.D. dependent var		-0.013688	Adjusted R-squared
29.42809	Akaike info criterion		585733.3	S.E. of regression
29.49337	Schwarz criterion		2.26E+13	Sum squared resid
29.45395	Hannan-Quinn criter.		-998.5550	Log likelihood
1.919291	Durbin-Watson stat		0.095268	F-statistic
			0.758556	Prob(F-statistic)

المصدر: بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10

كما أن تظهر نتائج الجدول أن Prob للمتغير المستقل (سلوك القطيع) يساوي 0.75 أي

أكبر من مستوى المعنوية 5% وبذلك نقبل الفرضية التي تنص على أن لا يوجد أثر

لسلوك القطيع على حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

وبالتالي يمكن كتابة النموذج كما يلي: $VOL = GH + C$

$$VOL = 28969.59 + 291436.1$$

نتائج الدراسة:

- 1- نجد أن بنك قطر هو الأكثر تداولاً من حيث أحجام تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- 2- يوجد أثر لتوقع العقلاني في حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وهو أثر إيجابي معنوي.
- 3- لا يوجد أثر معنوي لسلوك القطيع في حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

توصيات الدراسة:

- 1- نوصي المستثمرين بالأخذ بعين الاعتبار نموذج التوقع العقلاني وذلك لتحديد صفقات البيع والشراء القائمة على أساس التوقع العقلاني.
- 2- إجراء دراسة تأخذ بعين الاعتبار وجود عوامل أخرى تؤثر في حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

المراجع:

المراجع باللغة العربية:

- (1) بسام، دانة، 2008، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.
- (2) بن غالية، سميرة، 2008، حرية المساهم في التنازل عن الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة أبو بكر بلقيد، الجزائر.
- (3) التقى، عبد الله، 2019، اختبار السير العشوائي للمؤشرات القطاعية - دراسة تطبيقية على الأسواق المالية في دبي وأبو ظبي وقطر، رسالة ماجستير، المعهد العالي لإدارة الأعمال، الجمهورية العربية السورية.
- (4) جمال، خالد، 2015، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح و ربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، الأردن.
- (5) الحموي، سيرين، 2016، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السورية.
- (6) حموي، محمد، (2017)، التحيزات السلوكية لدى المستثمرين، المجلة العربية للإدارة، المملكة العربية السعودية.
- (7) رمضان، محمد، 2019، أثر التحيزات السلوكية على السلوك الاستثماري للمستثمر وكفاءة سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمياط، مصر.
- (8) ريمة، برارمة، 2019، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الإستثمارية، أطروحة دكتوراة، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.
- (9) الزرير، رانيا، والدكي، رنيم، (2018)، دور سلوك المستثمر في دراسة خصائص سوق دمشق للأوراق المالية في ظل عدم التأكد، مجلة العلوم الاقتصادية وإدارة الأعمال، الجمهورية العربية السورية.

10) زيد، حياة، 2015، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم، رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر، الجزائر.

11) سانية، عبد الرحمن، نعاس، صلاح الدين، (2017)، بعنوان " أثر التحيزات العاطفية للمستثمر على عوائد الأسهم وتقلباتها الشرطية - حالة مؤشر داو جونز، مجلة الباحث، العدد 17.

12) شغوني، أمل، 2021، ربحية استراتيجية الزخم السعري في ماليزيا" دراسة مقارنة بين أسهم الشركات الإسلامية وغير الإسلامية"، رسالة ماجستير، المعهد العالي لإدارة الأعمال الجمهورية العربية السورية.

13) عرموش، لارا، 2014، تأثير معدل التضخم في عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السورية.

14) قره فلاح، فاطمة، (2018)، أثر المخاطر المالية والتشغيلية على ربحية البنوك التجارية التقليدية الخاصة العاملة في سورية، رسالة ماجستير، جامعة الاقتصاد تشرين، الجمهورية العربية السورية،

15) محمد، أسامة، 2018، العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية العامة المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.

16) المسوتي، ميساء، 2018، أثر التضخم على الأسعار السوقية للأسهم في المصارف، رسالة ماجستير، جامعة بلاد الشام، الجمهورية العربية السورية.

17) نواف، أنوار، 2020، أثر الإفصاح في مواقع التواصل الاجتماعي (فيسبوك) على حجم التداول للشركات المساهمة العامة، المجلة العربية للإدارة، جامعة آل البيت، المملكة الأردنية.

- 1) Alsabban, Soleman & Alarfaj, Omar,(2019) " An Empirical Analysis Of Behavioral Finance In The Saudi Stock Market: Evidence Of Overconfidence Behavior", International Journal Of Economics And Financial Issues, Vol.
- 2) Dhaoui, Abderrazak,(2015) " What Does Matter In Economy Today: When Human Psychology Drives Financial Markets, Arab Economics And Business Journal, Tunisia, Vol.10
- 3) Jawana Abed Al- Hadi Awwad , (2017)The Impact of Behavioral Biases on the Palestinian investor; Portfolio Investment Decisions and Anomalies Emergence ,Thesis Submitted for the Degree of Master in Business Administration.
- 4) Mahina et al,(2017), Effect of Behavioural Biases on Investments at the Rwanda Stock Exchange. International Journal of Accounting, Finance and Risk Management. Vol 2.
- 5) Mansi Kwatra ,(2020)" Behavioral Finance and Stok Performance; Biases Influencing the Market" Journal of Humanities And Social Science, Vol 25.
- 6) Safi, Samir, k (2014). An introduction to Analysis of Regression Models by Eviews part 1.
- 7) Zhang ,2016, FINANCIAL BEHAVIOR OF INDIVIDUAL INVESTORS IN CHINESE STOCK MARKETS Master's Thesis Department Of Finance, University Of Oulu, China.

الملاحق:

ملحق رقم (1)

تطور أحجام التداول لبنك البركة	
التاريخ	حجم التداول
2020/1	3,909,974
2020/2	323,382
2020/3	1,287,998
2020/4	130,258
2020/5	395,466
2020/6	869,858
2020/7	430,245
2020/8	165,363
2020/9	165,363
2020/10	214,195
2020/11	466,172
2020/12	264,514
2021/1	349,187
2021/2	1,623,978
2021/3	454,833
2021/4	208,788
2021/5	1,652,379

ملحق رقم (2)

تطور أحجام التداول لبنك الشام	
التاريخ	حجم التداول
2020/1	68,277
2020/2	158,091
2020/3	92,789
2020/4	41,677
2020/5	97,920
2020/6	499,460
2020/7	210,754
2020/8	55,989
2020/9	55,989
2020/10	52,523
2020/11	209,384
2020/12	175,103
2021/1	131,356
2021/2	543,837
2021/3	484,572
2021/4	161,133
2021/5	18,636

ملحق رقم (3)

تطور أحجام التداول لبنك سورية الدولي الإسلامي	
حجم التداول	التاريخ
296,436	2020/1
575,947	2020/2
637,397	2020/3
92,968	2020/4
589,877	2020/5
1,883,062	2020/6
617,722	2020/7
262,121	2020/8
286,166	2020/9
146,813	2020/10
568,909	2020/11
1,240,779	2020/12
310,903	2021/1
834,368	2021/2
483,462	2021/3
125,784	2021/4
62,066	2021/5

ملحق رقم (4)

تطور أحجام التداول لبنك قطر	
التاريخ	حجم التداول
2020/1	133,112
2020/2	141,624
2020/3	94,897
2020/4	72,398
2020/5	291,879
2020/6	726,540
2020/7	523,425
2020/8	218,251
2020/9	129,054
2020/10	91,765
2020/11	223,071
2020/12	234,654
2021/1	146,872
2021/2	711,971
2021/3	724,939
2021/4	133,639
2021/5	190,659