

أثر جائحة الكورونا (Covid-19) في سلوك المستثمرين

(دراسة تطبيقية على عينة من الأسواق المالية العربية)

**The impact of Coronavirus pandemic (Covid-19) on the investors behavior:**

**(An empirical study on sample from Arabs financial markets)**

رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في علوم الإدارة

اختصاص: مالية ومصارف

إعداد الطالب

محمد مياز الحسيني

إشراف

الدكتورة: منال الموصلبي

العام الدراسي: 2021-2022

((لا يعبر هذا العمل إلا عن وجهة نظر معدّه، ولا يتحمل المعهد أية مسؤولية جراء هذا العمل))

## الملخص:

يهدف هذا البحث إلى اختبار أثر جائحة الكورونا في سلوك المستثمرين في كل من سوق المالية السعودية (تداول)، وبورصة الكويت، وبورصة قطر. لتحقيق هدف الدراسة تم التطبيق على البيانات اليومية للشركات المدرجة في الأسواق المالية المدروسة خلال فترة تفشي جائحة الكورونا والممتدة من 24/2/2020 وحتى 2021\3\31، حيث تم تقسيم الشركات ضمن قطاعات الأعمال وتشكيل مؤشر خاص لكل منها لدراسة أثر جائحة الكورونا في سلوك المستثمر في كل قطاع من قطاعات الأعمال. باستخدام السلاسل الزمنية والمقطعية (Panel Data)؛ خلصت الدراسة إلى وجود أثر بين مستوى الإجراءات الاحترازية الحكومية متمثلة بمؤشر الصرامة وسلوك المستثمرين تجاهها، ضمن الشركات المدرجة في كلٍ من الدول المدروسة وبدرجات متفاوتة. كما أظهرت تأثر بعض القطاعات بشكل سلبي من هذه الإجراءات الاحترازية، وأخرى بشكل إيجابي، مما يظهر تحول في سلوك المستثمرين للاستثمار في قطاعات معينة خلال فترة الجائحة والابتعاد عن قطاعات أخرى. اختتمت الدراسة بمجموعة من التوصيات؛ أهمها اتخاذ الجهات التنظيمية للأسواق المالية إجراءات داعمة للأسواق المالية خلال الأزمات الصحية لتفادي أي انهيارات مفاجئ في الأسواق المالية ناتجة عن زعر المستثمرين.

## الكلمات المفتاحية:

المالية السلوكية، السلاسل الزمنية والمقطعية، نظرية كفاءة الأسواق المالية، مؤشر الصرامة، جائحة الكورونا، سلوك المستثمر، المعيار العالمي لتصنيف القطاعات.

## **Abstract:**

This study aims to test the impact of the COVID-19 pandemic on the investors' behavior at the Saudi Stock Exchange (Tadawul), Kuwait Stock Exchange, and Qatar Stock Exchange. To achieve the goals of the study, we used the daily stock prices at the listed financial markets during the period of the pandemic, which extended from 24/2/2020 to 31/3/2021, as we divided the companies into business sectors to study the impact pandemic in each business sector.

Using time and time series (Panel Data), the study concluded that there is a relationship between the level of government precautionary measures represented by stringency index and the investors' behavior, in the companies listed in each of the studied countries at varying degrees. It also showed that some industries were negatively affected by these measures, and others positively, which shows a shift in the investors' behavior to invest in certain sectors during the pandemic period and to move away from other sectors. The study recommend the investors to stay away from sensitive sectors during crises, such as the real estate and financial sectors that are affected immediately and quickly by the economic and general situation of countries.

## **Keywords:**

Behavioral Finance, Panel Data, Efficient Markets Hypothesis, Stringency index, COVID-19 Pandemic, Investor Behavioral, Global Industry Classification Standard.

إهداء

إلى من هما مصدر الهامي

إلى والدتي وزوجتي

## الشكر والتقدير:

لا يسعني إلا أن أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان لكل من كان له الفضل عليّ وكان عوناً لي في إنجاز

هذا البحث، وأخص بالشكر

## الدكتورة منال الموصللي

الذي تفضلت بالإشراف على هذا البحث وقدمت لي النصح والإرشاد طيلة فترة الإعداد فلها مني

كل الشكر والتقدير.

وللسادة أعضاء لجنة الحكم الموقرة، الدكتور سليمان موصللي والدكتور راتب البلخي.

## فهرس المحتويات:

الصفحة	العنوان
	<b>الفصل التمهيدي: الإطار العام للبحث</b>
1	1. المقدمة
1	2. إشكالية البحث
2	3. فرضيات البحث
2	4. أهمية وأهداف البحث
3	5. مجتمع وعينة البحث
3	6. مصادر جمع البيانات وفترة البحث
4	7. متغيرات البحث
4	8. منهج البحث
	<b>الفصل الأول: مراجعة الأدبيات النظرية والتطبيقية</b>
	<b>المبحث الأول: نظرية كفاءة الأسواق المالية</b>
7	1. مفهوم نظرية كفاءة الأسواق المالية
9	2. سمات كفاءة الأسواق المالية
10	3. خصائص السوق الكفاء
11	4. مستويات كفاءة الأسواق

12	5. الأدلة الداعمة لنظرية كفاءة الأسواق المالية
14	6. الانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة الأسواق المالية
20	<b>المبحث الثاني: نظرية المالية السلوكية</b>
20	1. تطور المالية السلوكية
23	2. ركائز المالية السلوكية
24	3. الأسس النظرية الرئيسة في المالية السلوكية
27	4. العوامل والاستدلالات السلوكية المؤثرة في القرارات المالية
31	5. التحيزات الناشئة عن استخدام الاستدلالات السلوكية
35	6. مزايا ومحددات نظرية المالية السلوكية
41	<b>المبحث الثالث: مراجعة الأدبيات التطبيقية</b>
	<b>الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية</b>
51	<b>المبحث الأول: لمحة عن عينة الدراسة وإجراءاتها</b>
51	1. لمحة عن الأسواق المالية المدروسة
54	2. المعيار العالمي لتصنيف القطاعات
59	3. برنامج أوكسفورد لتعقب الاستجابة الحكومية تجاه جائحة الكورونا
62	4. منهجية السلاسل الزمنية (البيانات الطولية)
63	<b>المبحث الثاني: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج</b>



- 63 .1 اختبار استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة
- 66 .2 نتائج اختبار (Hausman) على المتغيرات المدروسة
- 67 .3 الشكل العام لنموذج التأثير العشوائي
- 67 .4 نماذج التأثير العشوائي المقدر
- 70 .5 تقييم النماذج

النتائج والتوصيات

المصادر والمراجع

الملاحق

## فهرس الجدول:

- |   |             |
|---|-------------|
| التشوهات في الأسواق المالية                                 | الجدول (1)  |
| تطور المالية السلوكية                                       | الجدول (2)  |
| أهم الاختلافات بين نظرية المنفعة المتوقعة ونظرية الاحتمالات | الجدول (3)  |
| ملخص الأدبيات التطبيقية السابقة                             | الجدول (4)  |
| تصنيف الشركات الداخلة ضمن العينة                            | الجدول (5)  |
| نتائج اختبارات جذر الوحدة                                   | الجدول (6)  |
| نتائج اختبار Hausman  | الجدول (7)  |
| الأثر عبر القطاعات في الأسواق المالية المدروسة              | الجدول (8)  |
| نتائج نموذج السوق المالية السعودية تداول                    | الجدول (9)  |
| نتائج نموذج سوق قطر للأوراق المالية                         | الجدول (10) |
| نتائج نموذج بورصة الكويت للأوراق المالية                    | الجدول (11) |

## فهرس الأشكال:

- الشكل (1) هيكلية المعيار العالمي لتصنيف القطاعات
- الشكل (2) التغيرات في المؤشرات الرئيسة للأسواق المدروسة
- الشكل (3) مستوى صرامة الإجراءات الاحترازية في دول العينة

## فهرس الملاحق:

- الملحق (أ) مستويات المعيار العالمي لتصنيف القطاعات

## الفصل التمهيدي الإطار العام للبحث

## 1. المقدمة:

أدت الأزمات المالية ووجود الحالات غير العادية التي شهدها العالم في العقود الأخيرة، آخرها جائحة الكورونا، إلى ظهور تحيزات كثيرة اتخذ فيها القرار الاستثماري بعيداً عن العقلانية المعروفة وفق النظريات التقليدية. وقد أثارت هذه الحالات جدل كبير حول صحة عقلانية المستثمرين، فتجلى هذا الجدل في التحيزات السلوكية (Behavioral Biases) كالإفراط في الثقة، وسلوك القطيع، وردود الأفعال المبالغ بها وغيرها من التحيزات التي أثرت فيها العاطفة والحالة النفسية في اتخاذ القرار الاستثماري.

لذلك، ظهرت الحاجة إلى البحث في تأثير جائحة الكورونا في سلوك المستثمرين الأسواق المالية العالمية، وذلك نتيجة العدوى الضخمة التي سببتها الجائحة، وما نتج عنها من اضطرابات اقتصادية كبيرة في العالم، أثرت فيها على أداء الأسواق المالية، وإن بدرجات متفاوتة من سوق لآخر ومن بلد لآخر. ونظراً لأهمية الأسواق المالية الخليجية في المنطقة العربية، من حيث قيمتها السوقية وحجم الشركات المتداولة فيها. لذلك، جاء هذا البحث بهدف اختبار أثر جائحة الكورونا في سلوك المستثمرين في هذه الأسواق.

## 2. إشكالية البحث:

تتمثل إشكالية البحث بشكل رئيس في التباين الواضح لعوائد أسهم الشركات في الأسواق المالية خلال فترة جائحة الكورونا، فمنها من حقق عوائد كبيرة ومنها من انخفض بشكل كبير. ومنه ظهرت الحاجة إلى دراسة هذا التباين لمعرفة سلوك المستثمرين خلال هذه الأزمة، وكيفية تفضيلهم قطاعات معينة دون غيرها، لمعرفة كيفية اتخاذ المستثمرين لقرارات الاستثمارية في حالات الخوف على حياتهم وحياة المقربين لهم من خطر الجائحة.

يمكن تلخيص إشكالية البحث من خلال الإجابة عن التساؤلات التالية:

• هل يوجد أثر للإجراءات الاحترازية الحكومية تجاه جائحة الكورونا في سلوك المستثمرين في الأسواق المالية المدروسة؟

• هل يختلف أثر الإجراءات الاحترازية الحكومية تجاه جائحة الكورونا في سلوك المستثمرين باختلاف القطاع في الأسواق المالية المدروسة؟

• هل اختلفت ردود فعل المستثمرين باختلاف السوق؟

### 3. فرضيات البحث:

يناقش البحث الفرضيات التالية:

• يوجد أثر معنوي للإجراءات الاحترازية الحكومية تجاه جائحة الكورونا في سلوك المستثمرين في الأسواق المالية المدروسة.

• اتجه المستثمرون خلال جائحة الكورونا للاستثمار في قطاعات معينة دون غيرها.

• تباينت ردة فعل المستثمرين من سوق لسوق مالي آخر خلال فترة جائحة الكورونا.

### 4. أهمية وأهداف البحث:

تتبع أهميته في شقين رئيسيين، تتمثل الأولى فيما يوفره من تفسير علمي يساعد في تطوير الفهم الأكاديمي لسلوك المستثمرين خلال فترات الأوبئة والأزمات الصحية، أما الثاني فيما يقدمه من النتائج التي سيتم التوصل إليها والتي ستساعد المهتمين في فهم سلوك المستثمرين في الأسواق المالية خلال فترات الأزمات الصحية.

يسعى البحث إلى:

- دراسة أثر الإجراءات الاحترازية الحكومية تجاه جائحة الكورونا في سلوك المستثمرين في الأسواق المالية المدروسة.
- معرفة القطاعات المفضلة للمستثمرين خلال جائحة الكورونا.
- دراسة تباين ردود فعل المستثمرين تجاه جائحة الكورونا في الأسواق المالية المدروسة.

## 5. مجتمع وعينة البحث

يتكون مجتمع وعينة البحث من جميع الشركات المدرجة في كل من السوق المالية السعودية (تداول)، بورصة الكويت، وبورصة قطر، وهي: 210 شركة؛ 170 شركة؛ 48 شركة على التوالي. وقد تم دراسة الأسعار اليومية لجميع الأسهم المالية للشركات المدرجة، بإجمالي عدد مشاهدات تجاوزت 110 آلاف مشاهدة، حيث تم تطبيق عدة عوامل تصفية قياسية على الأسهم المدروسة للحصول على أفضل نتيجة ممكنة.

## 6. مصادر جمع البيانات وفترة البحث

تتمثل بالفترة الممتدة مع اكتشاف أول حالة مرضية بفايروس الكورونا في الدول المدروسة وهي 2020\2\24 لدولة الكويت، 2020\3\30 للمملكة العربية السعودية، و 2020\3\2 لدولة قطر، وانتهت الدراسة في 2021\3\31 وهي الفترة التي بدأت بها الانتهاء تدريجياً من الإجراءات الاحترازية الخاصة بالكورونا وانتشار اللقاحات الخاصة بهذا الفيروس. مع الأخذ بعين الاعتبار خصوصية هذه الفترة المتمثلة في وجود أزمة أسعار النفط والتي من الممكن أنها قد سببت تأثيرات جوهرية في الأسواق المالية.

وقد تم جمع البيانات على الشكل التالي:

- **البيانات اليومية لأسهم الشركات:** تم الحصول عليها بالاعتماد على موقع ([www.investing.com](http://www.investing.com)) وهو موقع اخباري عالمي متخصص في شؤون الأسواق النقدية والمالية العالمية.
- **البيانات اليومية لمؤشر الصرامة:** تم الحصول عليها بالاعتماد على موقع ([www.ourwouldindata.org](http://www.ourwouldindata.org)) وهو موقع عالمي متخصص في جمع البيانات الإحصائية العالمية.

## 7. متغيرات البحث:

يتمثل المتغير التابع في سلوك المستثمر والذي تم قياسه بكل من:

عوائد مؤشر السوق الرئيسي وعوائد مؤشرات القطاعات للأسواق المالية المدروسة والذي تم إعدادهم من قبل الباحث.

في حين تمثل المتغير المستقل بـ:

مؤشر الصرامة التابع لبرنامج اوكسفورد وهو مؤشر مركب يضم تسعة مقاييس من مقاييس الاستجابة الحكومية تجاه جائحة الكورونا.

## 8. منهج البحث:

اعتمد البحث على المنهج الوصفي في دراسة ووصف النظريات المالية التقليدية وخصوصاً نظرية كفاءة الأسواق المالية، وتوضيح مفهوم المالية السلوكية. والمنهج التحليلي لمعرفة أثر متغيرات جائحة الكورونا في سلوك المستثمرين.



## الفصل الأول: مراجعة الأدبيات النظرية والتطبيقية

## المقدمة:

يدرس علم المالية كيفية اكتساب الأفراد والمؤسسات للموارد وتخصيصها، مع مراعاة المخاطر المرتبطة بها. فعلى الرغم من أن علم الاقتصاد يعتبر من العلوم الاجتماعية وكان علماءه يأخذون بعين الاعتبار التأثيرات الاجتماعية والنفسية. إلا أنهم قد ابتعدوا في العقود الأخيرة عن ذلك، وبحثوا وفق الإطار المعتمد في العلوم الطبيعية، التي تنظر إلى الكون على أنه مبني على قواعد وقوانين أساسية.

وبما أن الهدف من كل نظرية اقتصادية هو إعطاء صورة مبسطة وواقعية، لظاهرة مهمة في الاقتصاد. فقد ابتعدت النظريات المالية التقليدية في مضامينها النظرية عن الأحداث الفعلية، إذ أن هذه النظريات التقليدية بنيت على افتراضات غير واقعية، منها عقلانية الأفراد وقدرته على تفسير وتحليل المعلومات. حيث افتُرضَ بأن صانع القرار النموذجي قادر على الأخذ بعين الاعتبار جميع المعلومات ذات الصلة ليتوصل إلى أفضل خيار استثماري. مما تسبب في فقدانها مصداقيتها، فبدأت ظهور محاولات لتفسير الظاهرة من زاوية مختلفة.

يهدف هذا الفصل في مبحثه الأول إلى التعريف بأهم نظريات المالية التقليدية وهي نظرية كفاءة الأسواق المالية. بينما يتناول في مبحثه الثاني علم المالية السلوكية وأهم ركائزها والأسس التي بني عليها، ويركز على التحيزات السلوكية الناشئة عن آلية معالجة الأفراد للمعلومات في الأسواق المالية. كما ويقدم شرحاً على مزايا علم المالية السلوكية وأهم محدداته والانتقادات الموجهة له. ويركز في المبحث الثالث على الأدبيات التطبيقية المرتبطة بسلوك المستثمرين في الأزمات.

## المبحث الأول: نظرية كفاءة الأسواق المالية

ظهرت النظريات المالية التقليدية مع تطوير نظرية المنفعة الاقتصادية المتوقعة من قبل دانييل برنولي (Daniel Bernoulli) عام 1738، والتي حاولت من خلالها تعريف السلوك العقلاني في حالات عدم اليقين. مروراً بظهور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) من قبل ويليم شارب (William F. Sharpe) الحائز على جائزة نوبل للعلوم الاقتصادية عام 1990، الذي وصف آلية تسعير الأصول المالية في الأسواق، وحدد طبيعة المخاطرة وآلية تسعيرها، وصولاً إلى تطوير نظرية كفاءة الأسواق المالية من قبل يوجين فاما (Eugene Fama) الحاصل على جائزة نوبل للعلوم الاقتصادية عام 2013، والتي افترضت أن أسعار الأصول المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة، أي أنه من المستحيل على المستثمرين الحصول على أرباح وعوائد أعلى من عوائد الأسواق.

### 1. مفهوم نظرية كفاءة الأسواق المالية

تعتبر نظرية كفاءة الأسواق المالية من أهم النظريات المالية التقليدية، وذلك بسبب امتداداتها الضخمة والمعقدة.

ظهرت أولى البوادر التي تم تبنيها في نظرية كفاءة الأسواق المالية، بفضل مساهمات الباحث باشلييه (Bachelier) في عام 1900، وعلى الرغم من تجاهل مساهماته لمدة ستين عاماً، لكن المبدأ الأساسي لأبحاثه في سلوك الأسعار تم ربطه فيما بعد بمفهوم "اللعبة العادلة"، التي تنص على أن الأرباح المتوقعة للمتعاملين في الأسواق يجب أن تكون معدومة، والتي أصبحت من المبادئ الأساسية لنظرية كفاءة الأسواق المالية. وبعد مساهمات باشلييه، تأخر البحث في سلوك أسعار الأسواق المالية حتى تم استخدام الحاسب للمرة الأولى في الأبحاث المالية عام (1953). حيث بحث كيندال (Kendall) سلوك التغيرات الأسبوعية في تسعة عشر مؤشراً لأسعار الأسهم الصناعية البريطانية، والأسعار الفورية للقطن في بورصة

نيويورك والقمح في بورصة شيكاغو واستنتج أن سلوك أسعار الأوراق المالية يمكن وصفها بأنها تسير بشكل عشوائي.

على الرغم من الالتباس الواقع لدى الباحثين الأوائل، فقط حاول العديد منهم في دراساتهم تجريبية أوزبورن (Osborne، 1959)، وكيندال (Kendall، 1953)، وروبرتس (Roberts، 1959)، تفسير وفهم السير العشوائي للأسهم في الأسواق المالية. فجاءت هذه الأبحاث التجريبية لتقدم أدلة متراكمة وكثيرة لإنشاء نظرية صارمة تفسر هذه النتائج، حيث احتاجت هذه الأبحاث التجريبية إلى بعض التفسير النظري، مما أدى إلى ظهور نظرية الأسواق الفعالة التي فسرت مفهوم "اللعبة العادلة". (Ackert & deaves، 2010، بتصرف)

تم تقديم نظرية كفاءة الأسواق المالية لأول مرة بفضل أبحاث بول سامويلسون في عام 1965، من خلال بحثه المنشور بعنوان "إثبات أن الأسعار المتوقعة بشكل صحيح تتقلب عشوائياً" حيث توصل الباحث إلى فكرة الأسواق الفعالة من خلال اهتمامه بنماذج التسعير المؤقتة للسلع القابلة للتخزين. وفي اتجاه مختلف، استندت أبحاث فاما الأساسية (1963، 1965، 1970)، إلى قياس الخصائص الإحصائية لأسعار الأسهم، وفي حل الجدل بين التحليل الفني والتحليل الأساسي. وباستخدامه لأجهزة الحاسب الرقمية، قام بإثبات نظرية كفاءة الأسواق المالية من خلال وضع هيكلية لمجموعات المعلومات المختلفة المتاحة للمشاركين في السوق.

وبفضل اهتمام فاما بالتحليل التجريبي، تمكن من وضع تعريفاً مبسطاً وواضحاً لنظرية كفاءة الأسواق المالية استطاع فيها التغلب على الغموض الناتج عن التعاريف السابقة: (Ackert & deaves، 2010، بتصرف)

"يكون السوق المالي كفاء، إذا كانت جميع المعلومات المتاحة والخاصة بكل أصل مالي تنعكس وبسرعة في سعر ذلك الأصل."

ولكن على الرغم من وضوح تعريف فاما فإنه قد أهمل تكاليف المعاملات التي وضحا جنسن (Jensen) بتعريفه للسوق الكفاء: (كنعان، 2014، ص192)

"يكون السوق المالي كفاء إذا كانت الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة، ومن أجل أن تعكس أسعار الأوراق المالية هذه المعلومات لابد أن يكون هامش الربح الناتج من التصرفات المعتمدة على المعلومات لا يتجاوز التكاليف الحدية لجمع هذه المعلومات."

وهنا يمكننا الاستنتاج من تعريفي جنسن وفاما تعريف السوق الكفاء: " هي السوق التي تكون فيها المعلومات متاحة لجميع المستثمرين في وقت واحد، وتكاليف منخفضة نسبياً مما يؤدي إلى تعادل القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقية."

## 2. سمات كفاءة الأسواق المالية

ينبغي أن تتوفر في السوق سمتان أساسيات حتى يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة وهما: (موصلي، 2013، ص155)

- **كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية)** وتعرف بأنها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق، دون فاصل زمني، وأن المتعاملين لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس المعلومات المتاحة كلها. وبذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح وبالتالي يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.

- **كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية)** وتعرف بأنها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمررة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيق هامش ربح فعال فيه.

### 3. خصائص السوق الكفاء :

تعني كفاءة السوق إمكانية استجابة الأسعار للمعلومات الواردة إلى السوق مما يؤدي إلى قيام جميع المتعاملين بالتحرك وفقاً لهذه المعلومات، وبالتالي فإن أهم خصائص السوق الكفاء هي: (كنعان، 2014، ص193)

- **المنافسة الكاملة في السوق (عدالة السوق)** عندما يزداد عدد المتعاملين في السوق ينعدم الاحتكار وتضعف قوة المضاربين في التأثير على الأسعار وينحصر التأثير حينها فقط على مستوى المعلومات الواردة وبالتالي لا يستطيع أي مضارب التحكم في السعر.
- **كفاءة التشغيل** والتي تعني بتوفر كافة الأدوات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير وحينها تأخذ العلاقة بين المعلومة والسعر دورها بحرية في السوق، كما ويجب أن تكون تكاليف الشراء غير مؤثرة على عمليات الشراء، لتكون كفاءة التشغيل فعالة، فكلما انخفضت تكاليف الشراء كلما ساعد ذلك على تحقيق الكفاءة.
- **كفاءة السعر** حيث يتم تسعير الورقة المالية بناءً على المعلومات المؤكدة وليس على أساس الإشاعات أو الدعايات غير الدقيقة.

- **العقلانية** والتي تعني بأن جميع المتعاملين في السوق عقلانيين ويفاضلون بين الأرباح والمخاطر الخاصة بالأوراق المالية، وليتحقق ذلك يتوجب على السوق توفر البدائل، فالمستثمر بحاجة لمعرفة وتوضيح خيارات أمامه حتى يتصف بالعقلانية.

#### 4. مستويات كفاءة الأسواق المالية

ميز "قاما" بين ثلاث مستويات لكفاءة الأسواق المالية وذلك انطلاقاً من أنواع المعلومات المتاحة للمستثمرين، وهي كالتالي: (Ackert & Deaves، 2010، بتصرف)

- **المستوى الضعيف:**

حيث تعكس أسعار الأسهم في السوق المعلومات التاريخية فقط، ويكون التنبؤ بالأسعار المستقبلية من خلال هذه المعلومات عديم الجدوى. ومنه ظهر ما يطلق عليه نظرية الحركة العشوائية والتي تعني أنه من المستحيل على المتعاملين في الأسواق المالية "المستوى الضعيف" التنبؤ بسعر السهم استناداً إلى المعلومات التاريخية.

- **المستوى المتوسط:**

حيث تستجيب أسعار الأسهم في هذه الأسواق بشكل تدريجي لجميع المعلومات المتاحة للجمهور بشكل واضح. وبنفس الوقت، فإن أسعار الأسهم قد عكست المعلومات المتاحة وبالتالي فإن القيمة السوقية للأسهم تكون أقرب إلى الحقيقية.

## • المستوى القوي:

حيث تعكس أسعار الأسهم في الأسواق المالية، في هذا المستوى، جميع المعلومات المتاحة بما فيها المعلومات الداخلية "الخاصة" المعروفة لدى المطلعين. بمعنى أنه لا يوجد فرد لديه أرباح تداول متوقعة أعلى من الآخرين بسبب احتكاره لبعض المعلومات.

## 5. الأدلة الداعمة لنظرية كفاءة الأسواق المالية

من الناحية النظرية، اعتبرت نظرية كفاءة الأسواق المالية أداة قوية لتحليل السلوك في الأسواق المالية. وقد دعمت ذلك الكثير من الأبحاث والدراسات المبكرة، ففي عام 1978، أعلن جنسن أنه "لا يوجد نظرية أخرى في الاقتصاد تحتوي على أدلة تجريبية قوية تدعمها أكثر من نظرية كفاءة الأسواق المالية". ولكن في السنوات الأخيرة وبعد تحليل معمق للأدلة توصلت بعض الأبحاث إلى أن هذه النظرية قد لا تكون صحيحة تماماً طوال الوقت. إلا أنها مازالت حتى الآن من أهم النظريات المالية المفسرة لسلوك الأسواق المالية، ونقطة أساس جيدة لتحليل الأسواق عبر الوقت.

## • أداء محلي الاستثمار وصناديق الاستثمار المشترك ( Mishkin & Eakins ، 2015 ، بتصرف )

تتوقع نظرية كفاءة الأسواق المالية بأنه عند شراء ورقة مالية فإنه من غير الممكن توقع عائد مرتفع عن العائد التوازني، أي أنه من المستحيل لأي مستثمر التغلب على السوق. وهذا ما أثبتته العديد من الدراسات التي بحثت فيما إذا كان محلي الاستثمار وصناديق الاستثمار المشترك التغلب على السوق. ويعد أحد الاختبارات الشائعة التي تم إجراؤها هو أخذ توصيات الشراء والبيع من مجموعة من المحللين ومدراء صناديق الاستثمار المشتركة ومقارنة أداء الاختيار الناتج للأسهم بالسوق ككل مع أسهم مختارة بشكل



عشوائي. حيث قامت صحيفة وول ستريت جورنال، بمقارنة جودة أداء الأسهم التي اختارها محلي الاستثمار بالنسبة للأسهم التي تم اختيارها بشكل عشوائي. وكانت النتائج صادمة حيث أن الأسهم المختارة من محلي الاستثمار لم تتفوق بانتظام على الأسهم المختارة عشوائياً، وذلك حتى عندما شملت المقارنة أداء المحليين الذين نجحوا في الماضي في التنبؤ بأسعار الأسهم.

وبالمثل، لم يتم العثور أيضاً على صناديق مشتركة تتفوق على السوق وهو ما يتوافق مع نظرية كفاءة الأسواق المالية. إذ أن الأداء الجيد في الماضي لمحلي الاستثمار وصناديق الاستثمار المشتركة لم يشر إلى أنهم سيحققون أداءً جيداً في المستقبل، وهو ما توقعته بالضبط نظرية كفاءة الأسواق المالية.

#### • أسعار الأسهم تعكس المعلومات المتاحة للجمهور:

تفترض نظرية كفاءة الأسواق المالية أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة للجمهور. وبالتالي، إذا كانت المعلومات متاحة بالفعل للجمهور، فإن أي إعلان إيجابي لشركة ما لن يؤدي إلى رفع سعر سهمها لأن هذه المعلومات تنعكس بالفعل في سعر السهم. وهذا ما أكدت العديد من الأبحاث التجريبية المبكرة (Fama et al، 1969) و (Ball & Brown، 1968)، فالإعلانات الإيجابية المتعلقة بالأرباح أو لإعلان عن تجزئة الأسهم لا يسبب في الغالب إلى زيادة في الأسعار.

#### • سلوك السير العشوائي لأسعار الأسهم: (Ackert and Deaves، 2010، بتصرف)

يفترض مصطلح السير العشوائي (Random Walk Behavior) أن حركات الأسهم متغيرة، ولا يمكن التنبؤ بتغييراتها المستقبلية لأنه على الأغلب احتمال انخفاض المتغير بقدر احتمال ارتفاعه.

استخدم الباحثون نوعين من الاختبارات لتحليل الفرضية القائلة بأن أسعار الأسهم تتبع السير العشوائي:

**النوع الأول:** عن طريق فحص سجلات سوق الأوراق المالية لمعرفة ما إذا كانت التغييرات في أسعار الأسهم مرتبطة بشكل منهجي بالتغيرات السابقة، وبالتالي كان من الممكن التنبؤ بها على هذا الأساس. وهو ما بحث به فاما في اختبارات المستوى الضعيف للكفاءة في الأسواق المالية وذلك لأن المعلومات التي يمكن استخدامها للتنبؤ بأسعار الأسهم تقتصر فقط على بيانات الأسعار السابقة.

**النوع الثاني:** عن طريق فحص البيانات لمعرفة ما إذا كان من الممكن استخدام المعلومات المتاحة للجمهور بخلاف أسعار الأسهم السابقة للتنبؤ بالتغيرات. حيث يعتبر النوع الثاني أكثر صرامة لأنه قد يتم استخدام معلومات إضافية (نمو المعروض النقدي، والإنفاق الحكومي، وأسعار الفائدة، وأرباح الشركات) للمساعدة في التنبؤ بعوائد الأسهم.

أكدت النتائج في كلا النوعين وجهة نظر كفاءة الأسواق المالية القائلة بأن أسعار الأسهم لا يمكن التنبؤ بها وتتبع السير العشوائي. وقد درسه فاما في اختبارات المستوى المتوسط والقوي للكفاءة في الأسواق المالية وذلك لأن المعلومات تشمل جميع المعلومات المتاحة للجمهور، وليس فقط أسعار الأسهم السابقة لتشمل في المستوى القوي للمعلومات الداخلية المعروفة فقط للمطلعين.

## 6. الانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة الأسواق المالية

في بداية انتشار نظرية كفاءة الأسواق المالية، كانت الأدلة الداعمة للنظرية واسعة النطاق، مما دفع فاما إلى القول أن الأدلة المناقضة للفرضية قليلة إلى حد ما، وقابلة للتفسير ضمن نظرية كفاءة الأسواق المالية.

إلا أنه ومع تطور الدراسات في نظرية كفاءة الأسواق المالية، ظهرت العديد من الدراسات التي تنقدها، وذلك على المستويين النظري والتجريبي والتي سنقوم بشرحها وتوضيح رأي الداعمين لنظرية كفاءة الأسواق المالية من هذه الانتقادات.

#### • الانتقادات النظرية:

تفترض نظرية كفاءة الأسواق المالية أن جميع المستثمرون عقلانيون، ولكن على المستوى الواقعي فإن العديد من المستثمرين يتفاعلون مع معلومات غير ذات صلة في تشكيل محفظتهم، وهذا ما عبر عنه الباحثون بتفسيرهم أن المستثمرين يتاجرون بالضوضاء بدلاً من المعلومات. حيث يتبع المستثمرون نصيحة الخبراء الماليين، ويفشلون في التنوع، وتغير الاستثمارات ضمن محافظهم، ويقومون ببيع الأسهم الربحية، والاحتفاظ بالأسهم الخاسرة، وبالتالي زيادة التزاماتهم الضريبية، كما ويقومون بشراء وبيع أسهم صناديق الاستثمار المشتركة المدارة بنشاط وبتكلفة باهظة، ويتبعون أنماط أسعار الأسهم ونماذج ذات شعبية أخرى.

عبر الزمن، تبين أن انحرافات المستثمرين عن مبادئ العقلانية الاقتصادية شديدة الانتشار ومنهجية. وقد بررت نظرية كفاءة الأسواق المالية ذلك، بأنها لا تعتمد بشكل كلي على عقلانية المستثمرين الأفراد فقط. بل أنها تفسر أن المستثمرين غير العقلانيين يتداولون بشكل عشوائي، وبالتالي تلغي تداولاتهم العوائد غير المتوقعة. ولكن هذا التبرير قد تم نقضه عندما أظهرت الأدلة أن المستثمرين لا ينحرفون عن العقلانية بشكل عشوائي، بل غالباً ما ينحرفون باتجاه واحد، إذ أن المستثمرين لن يتداولوا بشكل عشوائي مع بعضهم البعض، بل أن كثيراً منهم سيحاولون، في نفس الوقت، شراء أو بيع نفس الورقة المالية، وذلك

نتيجة تصرفهم بشكل جماعي من خلال الاستماع إلى الشائعات وتقليد أقرانهم. (Baker & Nofsinger،

2010)

• الانتقادات التجريبي:

تتمثل أحد أهم الانتقادات المبكرة والمهمة في أبحاث شيلر (Baker & Nofsinger، 2010) حول تقلبات سوق الأوراق المالية، والتي أظهرت أن أسعار أسواق الأسهم أكثر تقلباً بكثير مما يمكن تبريره من خلال نموذج بسيط تكون فيه هذه الأسعار مساوية للقيمة الحالية الصافية المتوقعة لأرباح الأسهم المستقبلية.

بالإضافة إلى انتقاد شيلر فقد ظهرت العديد من الحالات والتشوهات في الأسواق المالية، والتي لم تستطع

نظرية كفاءة الأسواق المالية من تفسيرها، ملخص في الجدول (1) التالي:

الجدول (1) - التشوهات في الأسواق المالية

نوع الظاهرة:	البحث:	وصف الظاهرة:
1	(Rozeff & Kinney، 1976)، (Roll، 1988)، (Ritter، 1988)	تميل أسعار الأسهم إلى ارتفاع غير طبيعي في الأسعار في بداية العام وبشكل يمكن التنبؤ به.
2	(Bouman & Jacobson، 2002)	ميل عوائد الأسهم للانخفاض خلال أشهر الصيف والخريف، مقارنة بأشهر الشتاء والربيع.
3	(Smirlock & Starks، 1986)	ميل عوائد الأسهم إلى الانخفاض في بداية الأسبوع لترتفع بعدها عند نهاية أسبوع العمل.
4	(Hudson et al، 2005)	ميل عوائد الأسهم بالارتفاع في الأيام الثلاثة التي تسبق العطل

5	أثر شهر رمضان	(الحموي، 2016)	ميل العوائد إلى الانخفاض في شهر رمضان مقارنة ببقية الأشهر وذلك في الدول الإسلامية.
6	أثر الشركات الصغيرة (أثر الحجم)	(Banz، 1981)	ميل الشركات الصغيرة ذات المستويات المنخفضة من رأس المال إلى كسب عوائد عالية غير عادية مقارنة بالشركات الأكبر حجماً، حتى عندما يتم أخذ المخاطر الأكبر للشركات الصغيرة بعين الاعتبار.
7	أثر المعلومات الجديدة	(Ball & Brown، 1968)، (Mishkin & Eakins، 2015)	العديد من الأدلة أشارت إلى أن المعلومات الجديدة لا تعكس فوراً في أسعار الأسهم، فعلى سبيل المثال أسعار الأسهم لا تتكيف فوراً مع إعلانات الأرباح، بل أنها تستمر في الارتفاع لبعض الوقت بعد الإعلان عن أرباح عالية غير متوقعة، وتستمر في الانخفاض بعد إعلان عن أرباح منخفضة غير متوقعة.
8	المبالغة في رد فعل السوق	(Bondt & Thaler، 1987)	إن أسعار الأسهم قد تكون مبالغة في رد فعلها على إعلانات الأخبار وأن أخطاء التسعير يتم تصحيحها ببطء.
9	أثر الزخم	(Goedhart et al، 2005)	استمرار الأسهم الربحية بالتفوق على بقية الأسهم، واستمرار الأسهم الخاسرة بنفس الأداء في الأجل القصير.
10	أثر الاكتتاب الأولي	(Loughran & Ritter، 2004)	عندما يتم تقييم الشركات التي يتم الاكتتاب عليها بشكل أولي في سوق الأوراق المالية بأقل من قيمتها الحقيقية، مما يعطي لأسهم هذه الشركات عوائد أفضل من عوائد الشركات في السوق.
11	أثر القيمة	(Goodman & Peavy، 1983)	المؤسسات ذات مضاعف الربحية (نسبة السعر إلى ربح

			السهم) منخفض هي الأكثر ارتفاعاً في العوائد مقارنة بالمؤسسات ذات مضاعف الربحية المرتفع.
12	أثر الطقس	(Hirshleifer & Shumway، (2003)، (الموي، 2016)	الأيام التي يكون الطقس فيها جيد تكون العوائد فيها مرتفعة.
14	أثر الذعر المالي	(Kaminsky & Schmukler، (1999)	الأسعار تستجيب بشكل مبالغ وأكثر قوة كلما أصبحت الأزمات أسوء وتستجيب بقوة للأخبار السيئة أكثر من الأخبار الجيدة.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مجموعة من الأبحاث

#### - تبريرات الداعمين لنظرية كفاءة الأسواق المالية لبعض الحالات والتشوهات في الأسواق المالية:

- **أثر بداية العام (أثر شهر كانون الثاني):** أشار بعض الاقتصاديين بأن تأثير كانون الثاني يرجع إلى أسباب ضريبية. لدى المستثمرين حافز لبيع الأسهم قبل نهاية العام في كانون الأول وذلك بهدف تقليل التزاماتهم الضريبية. على الرغم من أن هذا التفسير يبدو منطقياً، إلا أنه لا يفسر لماذا لا يستفيد المستثمرون المؤسسيون مثل صناديق التقاعد الخاصة، التي لا تخضع لضرائب الدخل، من العوائد غير الطبيعية في كانون الثاني وشراء الأسهم في كانون الأول، وبالتالي رفع أسعارها والتخلص من العوائد غير الطبيعية.
- **أثر الشركات الصغيرة (أثر الحجم):** بررت المناصرون ذلك بأسباب ضريبية، وانخفاض السيولة في أسهم الشركات الصغيرة، وتكاليف المعلومات الكبيرة لتقييم الشركات الصغيرة، والقياس غير المناسب من مخاطر أسهم الشركات الصغيرة. إلا أن معارضي نظرية كفاءة الأسواق المالية

يبررون ذلك بأن المتعاملين قد استغلوا هذه الفرصة بشكل منهجي حتى أصبحت استراتيجية معترف بها يستخدمها المتخصصون.

## المبحث الثاني: نظرية المالية السلوكية

ظهرت المالية السلوكية كمحاولة لتفسير الظواهر المالية من منظور آخر، بعيداً عن الافتراضات غير الواقعية المستخدمة في النظريات المالية التقليدية. وذلك لأن المستثمر يبتعد في كثير من الأحيان عن العقلانية في خياراته الاستثمارية إذ أن آلية معالجته للمعلومات تستخدم في العديد من الأوقات لطرق مختصرة واستدلالية للوصول إلى قراراته الاستثمارية والتي تؤدي في كثير من الأحيان إلى التحيز، وهذا ما وجده علماء المالية السلوكية وحاولوا تفسيره.

### 1. تطور المالية السلوكية:

تطورت المالية السلوكية عندما توجه انتباه الاقتصاديين للتطور الكبير الحاصل في علم النفس. ففي الستينيات والسبعينيات، بدأ العديد من علماء النفس باختبار القرارات الاقتصادية، حيث درس العالم سلوفيك (Slovic) في الأعوام 1969، 1972 سلوك الوسطاء الماليين والمستثمرين. وقام (Tversky and Kahneman) عام 1974 بتفصيل الاستدلال والتحيزات التي تحدث عند اتخاذ القرارات في ظل عدم اليقين، وظهرت أهمية أعمالهم لحصول (Kahneman) على جائزة نوبل في الاقتصاد في عام 2002 بفضل مساهماته في تطوير نظرية الاحتمالات.

تتالت الأعمال الأكاديمية الخاصة بالمالية السلوكية منذ ذلك الحين. ففي البداية، كان الأكاديميون راضين بشكل كبير عن النظريات المالية التقليدية وقدرتها على تفسير الأسواق المالية، إلى أن انهار سوق الأوراق المالية الأمريكي عام 1987، فتضاءلت حينها الثقة في النظريات التقليدية نتيجة السلوك الغريب الذي حدث للأسواق المالية الأمريكية في ذلك العام.



ففي بداية عام 1987 ونهايته، كان مؤشر داو جونز الصناعي متقارباً من مستوى 2200 نقطة. ولكن خلال ذلك العام تقلب المؤشر بشكل غريب للغاية. فقد كان هناك ارتفاع كبير (30%) في النصف الأول من العام، تلاه انهيار تاريخي للمؤشر في 19 تشرين الأول 1987، بأكبر خسارة مئوية ليوم واحد في تاريخ سوق الأسهم الأمريكية تجاوزت 22%، ونتيجة عدم قدرة النظريات المالية التقليدية على تفسير ذلك الحدث تضاءلت الثقة بقدرة هذه النظريات على تفسير الواقع.

ومع النتائج التي توصل إليها أبحاث علماء النفس والاقتصاديين والتي لم تكن متوافقة مع وجهة النظر القائلة بأن عوائد السوق يتم تحديدها وفقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ونظرية كفاءة الأسواق المالية (EMH)، بدءاً من تأثير الشركات الصغيرة وغيرها من الحالات الشاذة المكتشفة، أصبحت النظريات المالية التقليدية محط جدل لأن معظم التقلبات في سوق الأوراق المالية كانت غير مبررة وفقاً لتلك النظريات.

وبالتزامن مع تلك الأبحاث، حاول علماء المالية السلوكية الوصول إلى جذور المشكلة بفحص سلوك وقرارات المشاركين في الأسواق، حيث وجد (Barber and Odean، 2000) أن المستثمرين الأفراد يكرهون الخسارة، ويتداولون بشكل كبير ومبالغ به. واكتشف الباحثون أيضاً أن الموظفين الذين يتخذون قراراتهم المتعلقة بصناديق المعاشات التقاعدية يتأثرون إلى حد كبير بالتحيزات النفسية والأخطاء المعرفية. كما وأظهرت الأدلة أيضاً أنه حتى المحترفين مثل المحللين الماليين يتصرفون بطرق تتفق مع رؤية علماء النفس للسلوك البشري (DeBondt and Thaler، 1990).

يوضح الجدول (2) أدناه أهم هذه الدراسات التي أدت لتطور المالية السلوكية:

الجدول (2) تطور المالية السلوكية

الباحث	العام	البحث
Tversky and Kahneman	1973	تقديم التحيزات الاستدلالية الأساسية
Tversky and Kahneman	1979	نظرية الاحتمالات وتحيز النفور من الخسارة
Tversky and Kahneman	1981	تحيز التأطير
Richard Thaler	1985	تحيز المحاسبة العقلية
De Bondt and Thaler	1985	المبالغة في رد الفعل في الأسواق المالية
Meir Statman	1999	نظرية تسعير الأصول السلوكية ونظرية المحفظة السلوكية
Andrei Shleifer	2000	ربط التمويل السلوكي بفرضية السوق الفعالة لدراسة فعالية الأسواق
Barberis, Huang and Santos	2001	دمج نظرية الاحتمالات في أسعار الأصول
Barberis and Thaler	2003	استبيان المالية السلوكية
Richard Thaler	2008	تأثير المحاسبة العقلية على سلوك اختيار المستهلك

المصدر: (Kooper, & Prosd) (2017)

## 2. ركائز المالية السلوكية:

وفقاً لنظرية كفاءة الأسواق المالية فإن المستثمرين عقلانيون، وسعر الورقة المالية في الأسواق تساوي قيمتها الأساسية (وهو المبلغ المخصص للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة). إذ أن المستثمرين يقومون عند تكوين توقعاتهم بمعالجة جميع المعلومات المتاحة بشكل صحيح لاختيار الأوراق المالية وفقاً لتفضيلاتهم المعقولة. وعلى النقيض من ذلك، بُنيت المالية السلوكية على ركيزتين أساسيتين هما: محدودية عقلانية المستثمر ومحدودية المراجعة.

- **محدودية عقلانية المستثمر:** من وجهة نظر المالية السلوكية، فإنه من غير الممكن أن تتصف القرارات التي يتخذها المستثمر دائماً بالعقلانية التامة، وذلك بسبب عدم توافر المعلومات الكاملة والصحيحة، وحتى في حال توفرها فليس بالضرورة أن تعالج بكفاءة تامة من قبل المستثمر. وتقر المالية السلوكية بوجود ما يطلق عليهم تجار الضوضاء وهم المستثمرين الذين يقومون ببناء توقعاتهم بطريقة غير عقلانية سواءً باتباع سلوك القطيع أو غيرها من التحيزات العقلية.
- **محدودية المراجعة:** تعتبر الركيزة الثانية من ركائز المالية السلوكية وتعني عدم قدرة السوق من خلال آلية المراجعة على تصحيح حالة اختلال التسعير، التي تسببت بها القرارات اللاعقلانية للمستثمرين، وذلك بسبب المخاطر والتكاليف المرتبطة بعملية المراجعة والتي تجعلها خياراً غير جذاب بالنسبة للمراجحين.

### 3. الأسس النظرية الرئيسة في المالية السلوكية:

تم تطوير المالية السلوكية بناءً على مجموعة من الأسس والنظريات الرئيسة المستمدة بشكل أساسي من علم النفس المعرفي. ويمكن تلخيص هذه الأسس بنظرية الاحتمالات، التأطير، والاستدلال:

#### • نظرية الاحتمالات (Prospect Theory):

استند الباحثان كانيمان وتفيرسكي (Kahneman & Tversky) عام 1979 إلى نظرية المنفعة المتوقعة (Expected Utility Theory) لتطوير نظرية الاحتمالات وهي نظرية اقتصادية تقليدية طرحها برنولي (Bernoulli) عام 1738.

تعتبر نظرية المنفعة المتوقعة نموذج معياري للسلوك الاقتصادي والذي يعتمد على معالجة نظرية صارمة، تنص على أن الأشخاص العقلاء يجب أن يتصرفوا بطريقة معينة لغاية الحصول على أقصى منفعة ممكنة. وعلى الرغم من أن هذه النظرية قد أثبتت فائدتها في وصف الطريقة التي يجب أن يتصرف بها الأفراد، إلا أنها كانت محط تساؤل كبير في مدى جودتها في وصف السلوك الفعلي لهم، إذ أنه لا يمكن لهذه النظرية التقليدية أن تفسر كامل عملية صنع القرار المرصودة تحت المخاطرة وذلك بالنظر إلى الأدلة التجريبية التي أظهرت أن الأفراد غالباً ما يتصرفون عكس التوقعات النظرية، ونتيجة لهذه الإشكاليات كانت نظرية الاحتمالات البديلة أكثر قبولاً وتمثيلاً للواقع لأنها تستند بقوة على آلية تصرف الأفراد.

كما توصل الباحثان كانيمان وتفيرسكي (1979) ومن خلال عملهما التجريبي في علم النفس المعرفي إلى أن القيمة هي المؤثرة في قرار الأفراد، فحلت القيمة محل المنفعة في نظرية المنفعة المتوقعة. وقد تم

اعتماد قياس القيمة من خلال المكاسب والخسائر بالنسبة لنقطة مرجعية معينة (التغيرات في الثروة)، بعكس ما كان يعتمد نظرياً في قياس المنفعة التي كانت تنتظر فقط إلى إجمالي الثروة النهائية التي سيصل إليها الفرد. الجدول (3) يوضح أهم الاختلافات بين نظرية المنفعة المتوقعة ونظرية الاحتمالات:

الجدول (3) أهم الاختلافات بين نظرية المنفعة المتوقعة ونظرية الاحتمالات

نظرية الاحتمالات	نظرية المنفعة المتوقعة
<b>تساق التفضيلات</b>	
نظراً لتعقيد مشاكل الاختيار والقدرة المحدودة على معالجة المعلومات لدى صانعي القرار، فإن الأفضليات ليست متسقة ولا يتم تجاهل البدائل دائماً. تؤثر كلاً من طريقة تحديد البدائل وطريقة عرضها على سلوك الفرد في اتخاذ القرار.	تفضيلات صانع القرار متسقة، مرتبة ضمن أفضليات (مهيمنة)، ولا تتأثر بالسياق (ثابت). أي أنه يمكن لصناع القرار ترتيب اختياراتهم بناءً على جاذبية كل بديل، ولا يتأثر التفضيل بكيفية الاختيار المطلوب أو كيفية تقديم البدائل لصانع القرار.
<b>النقطة مرجعية</b>	
يتخذ صانع القرار خيارات بناءً على أنها انحرافات عن مرجع أو نقطة ربح/ خسارة حالية، بالنسبة لهذه النقطة المرجعية فإن صانعي القرار أكثر حساسية للخسائر من المكاسب.	يتخذ صانع القرار خيارات بناءً على التغيير في القيمة النهائية لنتائج اختياراتهم، وليس بناءً على ما إذا كان التغيير مكسباً أم خسارة.

المصدر: (Sebora & Cornwall، 2016)

#### • التأطير (Framing)

يعتبر التأطير من العوامل النفسية الرئيسة التي أثارت التساؤل عن افتراض العقلانية المتبع في النظريات المالية التقليدية، ويعرّف بأنه وجهة نظر صانع القرار للمشكلة والنتائج المحتملة.

يتأثر التأطير بشكل رئيس بعرض المشكلة، وتصور الفرد لها، ولخصائص الفرد الشخصية. إذ يتغير قرار الفرد ببساطة بسبب تغيّر في الإطار المستخدم، وهو ما يتعارض مع نظرية المنفعة المتوقعة ونظرية كفاءة الأسواق المالية، لأنهما تفترضان أن الفرد يجب أن يكون لديه خيارات متسقة، بغض النظر عن طريقة العرض. (Ackert and Deaves, 2010)

وبالتالي، في العالم الواقعي يتم تأطير كل قرار قبل اختياره، وفي غالبية هذه الحالات، غالباً ما يتم عكس التفضيلات نتيجة المرجع المتبع في عملية التأطير، إذ أن النقطة المرجعية (Reference point) ستؤثر على النتيجة لتكون إيجابية أو سلبية تجاه القرار وبالتالي في ترتيب الأفضلية في الخيارات المتاحة.

#### • الاستدلال (Heuristic):

تعتبر الاستدلالات بديلاً عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM المتبعة في النظريات المالية التقليدية. في الحياة الواقعية، وعند وجود كميات هائلة من البيانات والمعلومات، يصبح الأفراد غير قادرين على إجراء الحسابات المعقدة المفترض العمل عليها وفقاً للنظريات المالية التقليدية. بدلاً من ذلك، يعتمد الأفراد على عدد من الاستراتيجيات والأساليب المعرفية التي تبسّط السيناريوهات المعقدة التي يواجهونها في اتخاذ القرارات. وبالتالي تعتبر هذه الاستدلالات كوسيلة اختصار لمعالجة كم المعلومات الكبير الذي يواجهه الأفراد.

وفقاً للنظريات التقليدية، فإن هذه التحيزات غير منهجية وليس لها أي تأثير على أسعار الأصول بل أن هذه الاختصارات المبسطة منتجة وتسمح للأفراد بالعمل في الحياة اليومية بدون جهد أو تكلفة كبيرة. وهذا

ما يجادلّه علماء المالية السلوكية، الذين توصلوا إلى أن هذه الاستدلالات ممنهجة وتنتج مجموعة كبيرة من التحيزات والأخطاء.

#### 4. العوامل والاستدلالات السلوكية المؤثرة في القرارات المالية:

في كثير من الحالات العملية، يكون من غير الممكن التريث في اتخاذ القرار حتى يتم الحصول على كامل المعلومات ومعالجتها. ونظراً لذلك، ظهرت الحاجة إلى استخدام الاختصارات أو ما تعرف بالاستدلالات، وهي آلية يتبعها الأفراد بالعودة إلى معلومات سابقة أو أطر مألوفة لديهم لاتخاذ قرار طارئ، نتيجة عدم قدرتهم على تحليل المعلومات أو الحصول عليها.

#### 1. ماهية الاستدلالات السلوكية وأهمية دراستها:

يشير مصطلح الاستدلال إلى الوسيلة المستخدمة لتقليل البحث عن المعلومات ومعالجتها لإيجاد حل لمشكلة ما. أي أنها طرق مختصرة تبسّط الطرق المعقّدة لتقييم الخيارات المطلوبة لإصدار القرارات. فتوفر هذه الأساليب آلية إقناع ذاتية للأفراد، تقلل حاجة هؤلاء الأفراد للقيام بحسابات مكثفة، بشكل خاص عند وجود حالات عدم اليقين.

منذ بداية تطور علم المالية السلوكية، بدأ التركيز على دراسة حالات الانحرافات والتحيزات عن العقلانية. ونتيجة الحالات الكثيرة لهذه الانحرافات، تم جمعها في مجلدات عام 1982 (Kahneman et al، 1982) من قبل الباحثين كانيمان، وسلوفيك، وتفرسكي ضمن برنامج الاستدلال والتحيز.

كان الهدف الرئيس لبرنامج الاستدلال والتحيز هو تصنيف الانحرافات عن نماذج الاختيار العقلاني وفقاً للنظريات المالية التقليدية، ومحاولة تحسين هذه الاستدلالات لتقليل التحيزات الناتجة عنها. سعى البرنامج إلى التحقق من مجموعة صغيرة من الاستدلالات العامة التي يُفترض أنها تكمن وراء معظم عمليات صنع القرار. وعلى عكس التوقعات القائلة بأن الأفراد يرتكبون هذه الأخطاء بشكل عشوائي، فقد أظهرت الدراسات أنها منهجية ويمكن التنبؤ بها. عندها تحول البرنامج إلى صياغة هذه الاستدلالات وتصنيفها كمنهجيات متبعة في الأسواق المالية.

## II. الأسس المنطقية وراء استخدام الاستدلالات:

هناك العديد من الأسباب لاستخدام الاستدلال، نذكر منها:

- قد لا يكون صانع القرار على دراية بالطريقة المثلى لحل مشكلة ما، حتى في حالة وجود حل مثالي. أو قد لا يملك الموارد اللازمة للحصول على المساعدة من الآخرين، أو قد تكون تكاليف التداول التي ينطوي عليها الأمر كبيرة.
- قد لا يتمكن صانع القرار من الحصول على جميع المعلومات اللازمة لحل أمثل، أو قد لا يتمكن من القيام بذلك بحلول الوقت الذي يجب فيه اتخاذ القرار، حتى لو تمكن من الحصول على جميع المعلومات.
- إن استخدام القواعد الأساسية التي يمكن لصانع القرار تطبيقها بسرعة قد لا تمكنه من الحفاظ على سرية بعض العمليات.



- توفر النظريات المالية التقليدية مجموعة مناسبة من الأدوات المحدودة للتعامل مع مجموعة بدائل محدّدة وواضحة. في حين يواجه صانع القرار في أغلب الأحيان مجموعة من الخيارات غير المحدّدة بشكل جيد والتي تتطلب استجابة تختلف اختلافاً كبيراً عما هو مفترض في المالية التقليدية.

### III. أنواع الاستدلالات:

هناك عدة تقسيمات وفئات للاستدلالات والتحيّزات الناشئة عنها، فبعض الباحثين صنفها لقسمين (Thaler، 2005) وآخرون لستة أقسام ( Gilovich et all، 2002) بينما كان التصنيف الرئيس لها من قبل كانيمان، وسلوفيك، وتفرسكي إلى ثلاثة أقسام، وهو التصنيف الذي سنعتمده في هذه الدراسة.

#### ❖ التمثيل:

يشمل التمثيل الحكم على احتمال وقوع حدث، بناءً على تشابهه مع فئة من الأحداث الأخرى. يصف كانيمان، وسلوفيك، وتفرسكي جوانب مختلفة من الطريقة التي يتصرف بها الناس في انتهاك لقوانين الإحصاء، على الأقل في المهام النظرية أو المجردة وذلك عند إصدار أحكام احتمالية تعتمد على الاستدلال التمثيلي:

- **عدم الحساسية للمعلومات السابقة أو إهمال المعدل الأساسي:** تجاهل الاحتمالات السابقة والاعتماد على الصفة التمثيلية للحدث وحده.
- **عدم الحساسية لحجم العينة:** إجراء استنتاجات أو تقييمات احتمالية على أساس تمثيل إحصاء العينة المشتق بشكل مستقل عن حجم العينة.

• المفاهيم الخاطئة عن الصدفة والعشوائية: تتضمن الطريقة التي ينظر بها الناس إلى تسلسل الأحداث مثل سلسلة من رمي العملات المعدنية، وقراءة الأنماط فيما هو في الأساس سلسلة من النتائج العشوائية.

• عدم الحساسية تجاه القدرة على التنبؤ: إصدار الأحكام بناءً على الصفة التمثيلية للمعلومات المقدمة، مع تجاهل موثوقية الأدلة والدقة المتوقعة للتنبؤ.

#### ❖ التوافر

هناك مواقف يقوم فيها الأشخاص بتقييم تكرار حدث معين أو احتمالية وقوع حدث ما من خلال السهولة التي يمكن بها إحضار الحالات أو الأحداث إلى الذهن. على سبيل المثال، يمكن للمرء أن يقيم احتمال فشل مشروع تجاري معين من خلال تخيل الصعوبات المختلفة التي قد يواجهها، يسمى هذا الاستدلال التوافر. ويعد دليلاً مفيداً لتقييم التكرار أو الاحتمال، لأن حالات الفئات الكبيرة عادةً ما يتم الوصول إليها بشكل أفضل وأسرع من حالات الفئات الأقل تكراراً. ومع ذلك، يتأثر التوافر بعوامل أخرى غير التكرار والاحتمال. وبالتالي، فإن الاعتماد على التوافر يؤدي إلى تحيزات يمكن التنبؤ بها.

#### ❖ الترسخ والتعديل

الترسخ والتعديل هو إرشاد يتضمن التعديل من نقطة البداية. قد تشير نقطة البداية إلى البيانات الحديثة مثل المعدل الحالي للتضخم أو النمو الاقتصادي، ولكن في كثير من الأحيان، تكون نقطة البداية ذات الصلة أقل شهرة لأولئك الذين يصدرن الأحكام.

في كثير من الحالات، يقوم الأشخاص بعمل تقديرات بالبداية من قيمة أولية يتم تعديلها للحصول على الإجابة النهائية. قد يتم اقتراح القيمة الأولية، أو نقطة البداية، من خلال صياغة المشكلة، أو قد تكون

نتيجة حساب جزئي. في كلتا الحالتين، تكون التعديلات غير كافية. أي أن نقاط البداية المختلفة تسفر عن تقديرات مختلفة متحيزة تجاه القيم الأولية.

## 5. التحيزات الناشئة عن استخدام الاستدلالات السلوكية:

اكتشف الباحثون في المالية السلوكية العديد من التحيزات والانحرافات عن النظريات المالية التقليدية وذلك نتيجة استخدام الاستدلالات. ومن أهم هذه التحيزات: (Pompian، 2012، بتصرّف)

### ✓ تحيز النفور من الخسارة (Loss Aversion Bias)

لدى المستثمرين رغبة أكبر وأقوى في تجنب الخسائر منها من الحصول على المكاسب، وهذا يدفع المستثمرين إلى التركيز على تجنب المخاطر. يميل هذا النوع من المستثمرين إلى التمسك بالمراكز الخاسرة لفترة طويلة جداً وبيع المراكز التي تم الربح بها بسرعة كبيرة جداً.

### ✓ تحيز التوقف (Endowment Bias)

يُقدر المستثمرون الأصل أكثر عندما يمتلكونه ، سواء كان ذلك بسبب الشراء أو الميراث. يمكن النظر إليه على أنه نقص في تكلفة الفرصة البديلة. حيث يميل المستثمرون إلى التمسك بكل الأوراق المالية الموروثة.

### ✓ تحيز التقارب (Affinity Bias)

وهو ميل المستثمر إلى اتخاذ قرار استثماري غير اقتصادي بناءً على الكيفية التي يعتقد بها أن شراء أو بيع ورقة مالية سيؤثر على قيمه. على سبيل المثال، غالباً ما يعاني المستثمرون من "تحيز تجاه الوطن" ويفضلون الاستثمار في الأسهم المحلية. كما أنه غالباً ما يؤدي انحياز التقارب المستثمرين إلى شراء

أسهم شركات البيع بالتجزئة التي يرغبون في التسوق فيها أو الأسهم البيئية والاجتماعية التي يشعرون أنها سيكون لها تأثير إيجابي على العالم، على الرغم من أن هذه الشركات قد يكون لديها احتمالات ضعيفة للأداء المستقبلي.

### ✓ تحيز ترسيخ وتعديل (Anchoring and Adjustment Bias)

حيث يستخدم الأشخاص رقماً افتراضياً ولا يتم ضبطه بشكل كافٍ، وينتهي بهم الأمر باستخدام نقاط ترسيخ محددة إحصائياً ونفسية. أحد الأمثلة على التحيز في الترسيع والتعديل هو عندما يمتلك المستثمر سهماً عند سعر 200 وينخفض إلى سعر 150 ولكن المستثمر يريد الانتظار حتى يعود إلى 200 (السعر "المثبت")، على الرغم من وجود أخبار سلبية كبيرة تفيد بأنه سينخفض سعر السهم أكثر.

### ✓ تحيز الناتج (Outcome Bias)

يتخذ المستثمرون قراراً بناءً على النتيجة وليس بناءً على العملية التي أدت إلى تلك النتيجة. أحد الأمثلة على تحيز الناتج هو عندما يركز المستثمرون فقط على البيانات المالية الخاصة بالعائد لمدة 3 أو 5 سنوات عند اختيار مدير الاستثمار، بدلاً من تحليل عملية مدير الاستثمار التي أدت إلى هذا العائد. يمكن أن يؤدي تحيز النتيجة إلى الإفراط في المخاطرة.

### ✓ تحيز المحاسبة العقلية (Mental Accounting Bias)

يصنف الناس الأصول ويجمعونها في حسابات عقلية منفصلة، على الرغم من أن المال هو نفسه بغض النظر عن استخدامه. ومن أهم الأمثلة على ذلك أن الأفراد يميلون إلى المقامرة أكثر أو إنفاق المزيد من المال عند استخدام بطاقات الائتمان بدلاً من النقد.

### ✓ تحيز لدغة الثعبان (Snake Bite Effect)

يحدث تحيز لدغة الثعبان عندما يقوم الناس بتراجع كبير في استثماراتهم في الأسهم أو أنواع أخرى من الأصول ثم يميلون بعد ذلك إلى السعي لتجنب المخاطر نتيجة لخسائرهم. في كثير من الأحيان، يمكن أن يؤدي هذا التحيز إلى محفظة مثقلة بالاستثمارات المتحفظة ولا تلبى رغبة المستثمر في مواكبة التضخم أو زيادة رأس المال في محفظته.

### ✓ تحيز وهم السيطرة (Illusion of Control)

يعتقد المستثمرون الذين يعانون من وهم تحيز السيطرة أنهم قادرون على التحكم في نتائج الاستثمار، على الرغم من أنهم لا يستطيعون ذلك. حيث يميل المتداولون عبر الانترنت إلى التداول بشكل متكرر أكثر مما ينبغي بسبب تحيز وهم السيطرة.

### ✓ تحيز التوافر (Availability Bias)

يستخدم المستثمرون اختصاراً بناءً على مدى معرفة النتيجة التي تظهر في حياتهم. إذ أنهم يرون أن الاحتمالات التي يسهل تذكرها هي أفضل الخيارات. ومن الأمثلة على ذلك:

- يعتقد موظف شركة التكنولوجيا أن شركات التكنولوجيا هي أفضل الاستثمارات دون بذل العناية الواجبة والبحث.
- يجوز للمستثمر تجنب الاستثمار في البلدان لسبب وحيد هو عدم سهولة تذكر اسم البلد.
- يميل المستثمرون إلى الاعتقاد بأن الصناديق المشتركة المعلن عنها جيداً هي الأفضل بسبب "قابلية الاسترداد".

### ✓ تحييز الإسناد الذاتي (Self-Attribution Bias)

يميل المستثمرون إلى اعتماد نجاحهم على الموهبة والمهارة وإلقاء اللوم على إخفاقاتهم في مواقف خارجة عن إرادتهم. حيث يحصل الأشخاص الذين يعانون من تحييز الإسناد الذاتي على درجة غير منطقية من الفضل في نجاحهم، مما قد يؤدي إلى فشلهم في التعلم من أخطاء الماضي.

### ✓ تحييز الحداثة (Recency Bias)

يبالغ المستثمرون في التأكيد على الأحداث الأخيرة أكثر من تلك الأحداث في الماضي القريب أو البعيد. حيث ينظر المستثمرون الذين يعانون من هذا التحيز إلى سجل الإنجاز الأخير لمدة 1 و 2 و 3 سنوات عند تقييم مديري الاستثمار، ويركزون في كثير من الأحيان على السعر وليس على التقييم ويمكن أن يستنبطوا بشكل خاطئ العوائد المستقبلية.

### ✓ تحييز التناقض المعرفي (Cognitive Dissonance Bias)

غالباً ما يتجاهل المستثمرون المعلومات المكتسبة حديثاً لأنها تتعارض مع وجهات النظر السابقة بسبب تحييز التناقض المعرفي. يتجنب معظم الناس المعلومات ذات الصلة المحتملة لتجنب الصراعات النفسية.

### ✓ تحييز ضبط النفس (Self-Control Bias)

لا يتصرف الناس بما يخدم مصلحتهم على المدى الطويل لأنهم يفتقرون إلى ضبط النفس. غالباً ما يفضل الناس مستويات عالية من المعيشة في الوقت الحاضر، بدلاً من الادخار للتقاعد. وغالباً ما يضحي الأشخاص الذين يعانون من تحييز ضبط النفس مقابل أن يعيشوا اللحظة واليوم.

## ✓ تحيز التأكيد (Confirmation Bias)

يؤكد الناس على الأفكار التي تؤكد معتقداتنا، بينما يقللون من قيمة الأفكار التي تتعارض مع معتقداتنا.

## ✓ تحيز بعد فوات الأوان (Hindsight Bias)

حيث يتذكر الناس توقعاتهم الخاصة للمستقبل بشكل أكثر دقة مما كانوا عليه في الواقع. ومن أهم الأمثلة على ذلك أنه بعد كل من "فقاعة الإنترنت" و "فقاعة الائتمان" أدعى المستثمرون أنهم يعلمون أن الإنهيار على وشك الحدوث. يتمثل الخطر في هذا النوع في أن المستثمرين يشعرون بإحساس زائف بالأمان بسبب حقيقة أنهم يعتقدون أن لديهم قوى تنبؤية.

## ✓ التحيز التمثيلي (Representativeness Bias)

يقوم الأفراد بتصنيفات بناءً على التجارب السابقة ذات الصلة، حيث تؤدي التصنيفات في كثير من الأحيان إلى فهم غير صحيح.

## ✓ تحيز الثقة المفرطة (Overconfidence Bias)

يكون لدى المستثمرين إيمان غير معقول في حكمهم واستدلالاتهم وقدراتهم التحليلية. فغالباً ما يعاني المستثمرون من التحيز المفرط في الثقة ويقللون من مخاطر الجانب السلبي، ويتداولون على حسابهم كثيراً.

## 6. مزايا ومحددات نظرية المالية السلوكية

أصبحت نظرية المالية السلوكي شائعة للغاية في السنوات الماضية. يعود الفضل بذلك إلى حقيقة أن علم المالية السلوكي يمزج الموضوع العددي الجاف في المالية التقليدية بعلم النفس. حيث أدى ذلك إلى اعتقاد

الكثير إلى أن نظرية المالية السلوكي قادرة على شرح كيفية عمل الأسواق، لأن التحيزات المكتشفة تبدو صحيحة تماماً، فمعظم المستثمرين كانوا في وقت ما ضحايا لهذه التحيزات. وهو ما أقنع المستثمرون بسهولة بفعالية هذه النظرية.

من السهل الإستنتاج أن القوة الرئيسة لنظريات المالية التقليدي هي من أهم نقاط الضعف في المالية السلوكي، والعكس صحيح. فحتى النماذج الاقتصادية القياسية الأكثر تعقيداً للمالية القياسي، القائمة على الافتراضات التقليدية، تبالغ في تبسيط الواقع الاقتصادي، في حين أن نماذج المالية السلوكي تمثل الواقع الاقتصادي بشكل أكثر صدقاً، إلا أنها تفتقر إلى الدقة.

#### ❖ مزايا نظرية المالية السلوكي

تكمن مشكلة النظريات المالية التقليدية في أنها تميل إلى العمل في عالم مثالي. فالافتراضات الأساسية لهذه النظريات ترى أن المعلومات المتاحة مثالية، والمستثمرون قادرون على تفسيرها وتحليلها بدون جهد أو تكلفة، وأن هناك إجابة واحدة صحيحة يمكن حسابها رياضياً. ولكن في الواقع، عندما يستخدم المستثمرون هذه النظرية ويتداولون فإنهم غالباً ما يتعرضون للفشل، وذلك لأن أسواق المالية تدور حول العواطف أكثر من اهتمامها بالعقلانية. تظهر أهم مزايا نظرية المالية السلوكية فيما يلي: (Pompian،

(2012، P.15)

• **التطبيق العملي:** تتبنى نظريات المالية التقليدي وجهة نظر نظرية لكيفية عمل الأسواق المالية، حيث يعرف الأشخاص الذين لديهم معرفة بالنظرية المالية التقليدية النماذج الرياضية التي من المفترض أن يعمل السوق وفقاً لها. ومع ذلك، تميل الأسواق المالية إلى العمل على عكس ذلك، ففي الواقع إذا كان غالبية المشاركين يتصرفون بطريقة غير عقلانية لفترة قصيرة من الوقت، فإن السوق بأكمله



سيكون غير عقلاني. وهذا ما حاولت النظرية المالية السلوكية تفسيره للمستثمرين من خلال توضيح

العيوب في تفكير المستثمرين الآخرين وتجنب تلك العيوب بأنفسهم.

- **تشوهات الأسواق المالية:** تفترض النظريات المالية التقليدية أن أغلبية المشاركين في الأسواق المالية

عقلانيين، ولا تأثير للمستثمرين غير العقلانيين على الأسواق. وبالتالي لم تستطع هذه النظريات تفسير

أو تبرير التشوهات أو الفقاعات الحاصلة في الأسواق المالية والتي تتصرف فيها الأسواق بشكل غير

منطقي لفترة طويلة من الزمن. بينما استطاعت النظرية المالية السلوكية تفسير ذلك بحقيقة أن بعض

المستثمرين ليس لديهم فكرة عما يفعلونه، بل وأنهم في كثير من الأحيان يتبعوا سلوك القطيع، مما

يؤدي إلى خلق فقاعات في الأسواق المالية. ونظراً لوجود فقاعات المالية وتكررها من وقت لآخر،

فإن التمويل السلوكي هو النظرية الوحيدة التي تمكنت أن تفسرها.

- **المساهمة في خلق فرص للبيع والشراء:** إذا لم يفهم المستثمر الجوانب السلوكية للتمويل، فمن

المحتمل أيضاً أن يتبع الاتجاه العام للأسواق المالية بشكل أعمى. هذا يعني أنه من المحتمل أن

يبيع عندما تنهار الأسواق وأن يشتري عندما تكون مزدهرة. يمكن للمستثمرين الذين لديهم معرفة

بالمالية السلوكية فصل الأحداث الكارثية حقاً عن ردود الفعل المفرطة في السوق. نتيجة لذلك،

تساعد معرفة المالية السلوكية المستثمرين على تحديد فرص البيع والشراء في السوق من خلال

معرفة هذه التحيزات على إدارة عواطفهم والتفكير بوضوح، مما يؤدي في النهاية إلى تكوين المزيد

من الثروة.

- **يمكن التنبؤ بالأنماط في الأسواق المالية:** يعرف الأشخاص الذين يدرسون المالية السلوكي أن

الناس يتصرفون في أنماط معينة يمكن التنبؤ بها بسبب اندفاعهم بالعواطف. على سبيل المثال، إذا

كان الشعور السائد في السوق هو الخوف، فمن المرجح أن يبيع المزيد من الناس أسهمهم. وبالمثل، بمجرد أن يصل السعر إلى عتبة معينة، يكون هناك نوعاً ما من الارتداد. غالباً ما يستخدم المستثمرون السلوكيون تقنيات الرسوم البيانية وإجراء تحليل فني لتحديد الأنماط وبمجرد أن يروا الأنماط تتكرر، يمكنهم الاستفادة منها وكسب المزيد من المال.

- إدراك المفهوم الزمني: يدرك المليون السلوكيون أن المستثمرين يتصرفون بشكل مختلف بناءً على مرحلة الحياة التي يمرون بها. فمن المرجح أن يخاطر الشاب على عكس كبار السن الذين يبيعون بمجرد أن يروا انخفاضاً في الأسعار.

#### ❖ قيود ومحددات نظرية المالية السلوكية:

لا يمكن إنكار أن المالية السلوكية قد نجحت في استكمال نظريات المالية التقليدية وتحسين عملية اتخاذ القرار الاستثماري. وعلى الرغم من ذلك، فإن النظرية المالية السلوكية تواجه أيضاً عدداً من الانتقادات والمساوئ على الجانبين العملي والأكاديمي نذكر منها:

#### القيود والمساوئ الأكاديمية في نظرية التمويل السلوكية: (Leković، 2020)

- لا يمكن الاعتماد على البيانات "ذات الدلالة الإحصائية" بشكل دائم: هناك فرق دقيق ومهم بين الدلالة الإحصائية واحتمال تطبيق نتائج البحث على الأفراد. ففي حال كانت العينة غير كافية تصبح الاختبارات والنتائج ذات الدلال الإحصائية بلا معنى.
- تؤثر توقعات الباحثين على نتائج الأبحاث: تعتبر ظاهرة تحديد النتائج التي يتوقع الباحثون أن يجدها، أو التي يرغبون في العثور عليها، عقبة كبيرة تقف في طريق الاستخدام المكثف للتمويل السلوكي.

- يتفاعل المستثمرون بشكل مختلف في المواقف الواقعية عن تلك المتخيلة: في المواقف المتخيلة، يتخذ المستثمرون قرارات سريعة، دون الكثير من البحث والتفكير، فلا يسترشدون بالعقل فحسب، ويتبعون اختصارات ذهنية وعاطفية وحدسية. بينما في مواقف الحياة الواقعية، خاصة تلك التي تنطوي على مبالغ استثمارية كبيرة، فعادة ما يتم وضع العقل قبل العواطف، مما يجعل التمويل السلوكي يفقد أهميته.

#### الانتقادات الموجهة لنظرية المالية السلوكية:

- لا تقدم بدائل: تقوم النظرية المالية السلوكية في الأساس على نقد النظريات المالية التقليدية، ففرضيتها الأساسية هي أن المستثمر العادي لا يمكن تمثيله بالشخص العقلاني الذي يقوم بتعظيم المنفعة كما هو موصوف في النظريات التقليدية. ومع نجاحها بذلك لم تستطع المالية السلوكية توفير البديل. فلا توجد مقترحات تقدمها النظرية، ولا يوجد ما يمكن اختباره تجريبياً لصياغة نظرية جديدة. وبالتالي فإن مستثمر لا يمكنه الاعتماد على التمويل السلوكي، لأن الاستثمارات لا يمكن أن تكون على أساس الانتقادات. وذهب بعض النقاد أبعد من ذلك بالإشارة إلى أن المالية السلوكية ليست مجالاً جديداً ولا تمتلك الهيكل الصلب والمستقر الذي تتمتع به النظريات التقليدية، بل هي مجموعة من الحالات الشاذة حيث أن داعمي التمويل السلوكي منشغلون بإظهار نقاط الضعف في النظريات التقليدية بدلاً من توفير حلول بديلة.

- تضعف الثقة: يرى نقاد المالية السلوكية بأنها تضعف ثقة المستثمرين بالأسواق المالية بشكل كبير وتضعف عملية اتخاذ القرارات، لأن المستثمرين يبدأون في التشكيك بكل شيء، فكل ما كانوا يؤمنون به سابقاً يبدو الآن على أنه تحيز وفقاً للمالية السلوكية.

- **الاستدلالات المتناقضة:** في كثير من الحالات، ينتهي الأمر بنظريات المالية السلوكية إلى إرباك المستثمرين. في بعض الأحيان، يتوصلون إلى استنتاج مفاده أن المستثمرين يكرهون المخاطرة. وفي أحيان أخرى، توصلون إلى نتيجة مفادها أن المستثمرين مفرطون في الثقة. يبرر ذلك داعموا المالية السلوكية بالقول أن نفس المستثمر يتصرف بشكل مختلف في ظل ظروف مختلفة.
- خلاصة القول هي أن نظرية المالية السلوكية لها العديد من المشاكل الخاصة، تماماً مثل المجالات الأخرى. يجب علينا الاعتراف بمحدداتها وقيودها وفهمها قبل اتخاذ القرارات الاستثمارية.

### المبحث الثالث: مراجعة الأدبيات التطبيقية

تنوعت الأبحاث الحديثة بدراسة ردات فعل المستثمرين والتي ساهمت في حدوث تقلبات في أسواق الأسهم على الأحداث الكبرى، مثل خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي (Skrinjaric، 2019؛ Amewu et al، 2016)، والهجمات الإرهابية (Aslam et al، 2015؛ Scanlon، 2019)، والصراعات الدولية (Schnieder & Troeger، 2006) والحروب التجارية (Huynh & Burggraf، 2020) والاضطرابات السياسية (Han et al، 2004؛ Bash & Alsaifi، 2019).

وكذلك، اعتبرت أزمات الصحة العامة من الأحداث التي من شأنها أن تؤثر في سلوك المستثمر وبالتالي تحدث تقلبات في أسواق الأوراق المالية، حيث تبحث الدراسات الحديثة تأثير سلوك المستثمرين وبالتالي أداء أسواق الأسهم فيما يتعلق بأزمات الصحة العامة مثل تفشي متلازمة الالتهاب الرئوي الحاد "سارس" (Bhuyan et al، 2010؛ Chen et al، 2018) وتفشي الإيبولا (Ichev & Marinč، 2016) و H7N9 (Jiang et al، 2017).

كما اهتم الباحثون باختبار تأثير جائحة الكورونا في جميع القطاعات. ففي القطاعات المالية، وجد (Ashraf، 2020) ارتباطاً بين الزيادة في حالات COVID-19 والأداء الضعيف لـ 64 سوقاً للأوراق المالية، كما أظهرت العديد من الدراسات الأخرى تأثيراً كبيراً لـ COVID-19 في أسواق الأوراق المالية المختلفة كبلدان G-20 (Singh et al، 2020)، الأسواق الآسيوية الإقليمية (Yiu and Tsang، 2021)، وسوق الأوراق المالية الصينية (Awadhi et al، 2020)، وسوق الأوراق المالية الفيتنامية (Anh and Gan، 2020)، و 26 سوقاً ناشئة للأوراق المالية (Topcu and Gulal، 2020).

أما بالنسبة للأسواق المالية الخليجية، وبحسب علم الباحث فلم يتم إجراء أي دراسات خاصة بجائحة COVID-19 فيها. وبالتالي كان من المهم اختبار أثر هذه الجائحة في الأسواق المالية الخليجية لمعرفة ماذا حدث في هذه الأسواق في هذه الفترة ومدى تأثير هذه الأزمة الصحية العالمية في القرار الاستثماري في الأسواق المالية المدروسة.

الجدول (4) يظهر ملخص أهم الأدبيات التطبيقية السابقة:

الجدول (4) ملخص الأدبيات التطبيقية السابقة

الباحث	عنوان البحث	العينة	الفترة الزمنية	آلية التطبيق	النتائج
موصلي، محي الدين، 2021	تأثير جائحة كورونا في تقلب مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية	الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية.	3 تشرين الثاني 2019 وحتى 24 كانون الأول 2020.	من خلال استخدام نماذج الانحدار الذاتي المعمم مشروط التباين لدراسة تقلب السوق بعد حساب مؤشر تقلب للسوق المدروسة.	تظهر النتائج تعرض السوق المدروسة لمستويات مرتفعة من التقلبات خلال فترة الاغلاق الناتجة عن جائحة كورونا، وأن انتشار الجائحة كان لها تأثير إيجابي وجوهري في مستويات التقلب.
الحموي، سيرين، 2016	تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية.	المؤشر اليومي لسوق دمشق للأوراق المالية	من 2010\1\4 إلى 2015\8\31 مقسمة إلى فترتين؛ الفترة السابقة للأزمة السورية وخلال الأزمة السورية	باستخدام نماذج GARCH بحثت الدراسة على تأثير شهر رمضان وتأثير الطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في العوائد اليومية للأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.	- لا وجود لأثر شهر رمضان في سوق دمشق للأوراق المالية بناءً على نتائج اختبار ثلاث فترات مختلفة (كامل فترة الدراسة، قبل الأزمة السورية، خلال الأزمة السورية). - لا وجود لتأثير وسطي درجة الحرارة في سلسلة عوائد المؤشر إلا في فترة ما قبل بداية الأزمة عند مستوى دلالة 5%. - وجود أثر للأمطار في سلسلة عوائد المؤشر للفترة ما قبل بداية الأزمة عند مستوى دلالة 10%.

أظهرت النتائج أن الجائحة كان له تأثير إيجابي على متوسط عوائد جميع المؤشرات باستثناء قطاع العقارات.	باستخدام نماذج GARCH على المؤشرات المدروسة.	بداية كانون الثاني 2019 وحتى نهاية تموز 2020.	مؤشر السوق لجميع الأسهم المدرجة وجميع مؤشرات القطاعات	Impact of Covid-19 on the Saudi stock market: analysis of return, volatility and trading volume	Wasiuzzaman, 2022
أظهرت النتائج أن سوق الكويت للأوراق المالية كان الأكثر تضرراً من الجائحة، بمتوسط خسائر -0.28. وسترتفع الخسائر (بحسب النماذج العصبية) في سوق البحرين للأوراق المالية لتكون الخسائر -0.35%، لتكون البحرين أكثر الأسواق تضرراً في دول مجلس التعاون الخليجي.	تم بناء نموذج تنبؤ باستخدام شبكة عصبية اصطناعية لتحديد كيفية استمرار انتشار الفيروس	من بداية عام 2020 وحتى تشرين الأول 2020.	الشركات المدرجة في الأسواق المالية الخليجية	Regional analytics and forecasting for most affected stock markets: The case of GCC stock markets during Covid-19 pandemic	Alkhatib, et al, 2022
أكدت النتائج التجريبية وجود عدوى مالية مدفوعة بالجائحة حيث أظهرت أن السوق الهندي والسوق الاسترالي يتأثران بشكل كبير بالجائحة، ومن السهل نشر	وظفت هذه الدراسة نموذج شبكة عدوى مالية غير خطية باستخدام نموذج ( Dynamic Mixture	من 1 كانون الثاني 2019 وحتى 27 آذار 2022.	26 سوق مالية رئيسة في 26 دولة حول العالم.	Pandemic-driven financial contagion and investor	Yuan et al, 2022



<p>العدوى المالية مع الأسواق الأخرى عبر شبكة العدوى المالية التي يحركها الوباء. في حين أن السوق الصينية هي ملاذ آمن خلال جائحة COVID-19 نتيجة عدم تأثرها بشكل كبير بشبكة العدوى المالية وتشكل أداة تحوط لا تشوبها شائبة لمستثمري السوق الآخرون.</p>	<p>copula-EVT- Extreme Value Theory) حيث استخدم البحث ثلاث مجموعات من متغيرات البحث في محرك البحث غوغل (Google) كمتغير خاص بالعدوى في جائحة كورونا.</p>			<p>behavior: Evidence from the COVID-19</p>	
<p>تُظهر نتائج انحدار البيانات الطولية الديناميكية أن تطور الجائحة العالمي له تأثير أكبر على أسواق الأسهم في ASEAN5 من تطور الجائحة محلياً.</p>	<p>من خلال تطبيق متغير Arellano-Bond لنماذج انحدار البيانات الطولية الديناميكية.</p>	<p>2 كانون الثاني 2020 وحتى 30 أيلول 2020.</p>	<p>المؤشرات الرئيسية ل5 اسواق مالية آسيوية (أندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلاند وفيتنام).</p>	<p>Impact of COVID-19 on ASEAN5 Stock Markets</p>	<p>Yiu and Tsang, 2021</p>
<p>-التغيرات في عدد الحالات والوفيات في الولايات المتحدة والبلدان الأخرى المتأثرة بشكل كبير بأزمة Covid-19 في الأشهر الثلاثة الأولى من 2020 (الصين وإيطاليا وإسبانيا والمملكة المتحدة وإيران</p>	<p>اختبرت هذه الدراسة أثر حالات جائحة الكورونا والوفيات المتعلقة به في كلٍ من إيطاليا، إسبانيا، الصين، الولايات المتحدة</p>	<p>من تاريخ 2019-4-8 وحتى 2020-4-9</p>	<p>مؤشرات Dow Jones و S &amp; P500 و VIX.</p>	<p>Covid-19 and stock market volatility</p>	<p>Onali, E., 2020</p>

<p>وفرنسا) ليس لها تأثير على عوائد سوق الأسهم الأمريكية ، باستثناء عدد الحالات المبلغ عنها للصين. - تشير نماذج VAR إلى أن عدد الوفيات المبلغ عنها في إيطاليا وفرنسا لها تأثير سلبي على عوائد داو جونز ، وتأثير إيجابي على VIX</p>	<p>الأمريكية، فرنسا، إيران، والمملكة المتحدة على مؤشرات الأسواق المالية الأمريكية، استناداً على نماذج GARCH و VAR.</p>				
<p>- وجود علاقة تكامل متغيرة بمرور الوقت في مؤشرات أسعار الأسهم الإجمالية. - وأن S.A.R.S. أدى إلى إضعاف العلاقة طويلة الأمد بين الصين والأسواق الأربعة.</p>	<p>فحصت أثر وباء الالتهاب الرئوي الحاد (S.A.R.S.) على العلاقة طويلة الأمد بين الصين وأربعة أسواق مالية آسيوية باستخدام نموذج التكامل المشترك المتغير ثم تم استخدام نهج (Difference-Indifferences Approach) لتحليل أثر S.A.R.S. على العلاقة طويلة المدى بين الصين وهذه الأسواق.</p>	<p>من 1998 وحتى 2008 والتي غطت 5 سنوات قبل وبعد تفشي الوباء</p>	<p>مؤشرات أسعار الأسهم الإجمالية الأسبوعية للأسواق المالية المدروسة وهي: الصين، وهونغ كونغ، وتايوان، وسنغافورة، واليابان</p>	<p>Did the S.A.R.S. epidemic weaken the integration of Asian stock markets? Evidence from smooth time-varying co-integration analysis</p>	<p>Chen et al, 2018</p>

<p>- ارتباط العدد اليومي المبلغ عنه لحالات الإصابة بانفلونزا الطيور بشكل كبير بالسعر الافتتاحي لمؤشر شنغهاي المركب وبشكل أقل بسعر الإغلاق.</p> <p>- إن مؤشرات القطاع للطب الحيوي والمنتجات البيولوجية والطب الصيني التقليدي انخفضت بالفعل مع العدد المتزايد للحالات اليومية المبلغ عنها</p>	<p>عن طريق العلاقة بين حالات فيروس انفلونزا الطيور (H7N9) التي تم الإعلان عنها يومياً ومؤشرات أسعار الأسهم في سوق شنغهاي للأوراق المالية. مستخدمين اختبار التباين الاحصائي ANOVA للتحقيق في التأثير العام بين الحالات اليومية المبلغ عنها من أنفلونزا الطيور وأسعار الافتتاح والختام لمؤشرات القطاعات المدروسة ومؤشر السوق الشامل.</p>	<p>من شباط 2013 وحتى آذار 2014</p>	<p>مؤشر سوق الأوراق المالية بما في ذلك مؤشر قطاع الطب التقليدي الصيني، ومؤشر قطاع المنتجات البيولوجية، ومؤشر قطاع الطب الحيوي.</p>	<p>H7N9 not only endanger human health but also hit stock marketing</p>	<p>Jiang et al, 2017</p>
<p>- أن خصائص أسواق الأوراق المالية في دول جنوب شرق آسيا تغيرت بعد نقشي المرض - في الفترة التي عقبته وباء السارس ، كانت هناك</p>	<p>تعاملت هذه الدراسة مع نماذج السلاسل الزمنية من خلال البحث عن التكامل المشترك والعلاقة</p>	<p>من كانون الثاني 2001 وحتى 31 كانون الأول 2004.</p>	<p>مؤشرات الإغلاق للأسواق الآسيوية التالية: الصين</p>	<p>Asian stock markets and the Severe Acute Respiratory</p>	<p>Bhuyan et al, 2010</p>

<p>زيادة في التكامل المشترك بين اقتصادات الصين الكبرى ودول جنوب شرق آسيا.</p> <p>- أن تأثير السارس يؤدي إلى علاقة أوثق (تكامل أعلى للسلاسل الزمنية) بين الأسواق المالية الآسيوية.</p> <p>- إن تأثير الأزمة مشابه (وإن كان بدرجة أقل) للاضطراب المالي الآسيوي لعام 1997.</p>	<p>للأسواق المالية قبل وخلال انتشار الوباء.</p>	<p>مقسمة على فترتين؛ الفترة السابقة لانتشار الوباء (من كانون الثاني والفترة التالية لانتشاره.</p>	<p>وهونغ كونغ وإندونيسيا والفلبين وسنغافورة وتايوان وتايلاند</p>	<p>Syndrome (SARS) epidemic: implications for health risk management</p>	
---	---	---	--	--	--

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مجموع من الأبحاث.

- يتميز هذا البحث:

لمعرفة كيف أثرت جائحة الكورونا في الأسواق المالية، تضيف هذه الدراسة إلى فهم الدراسات السابقة مايلي:

- لم تستخدم أي دراسة سابقة، على حد علم الباحث المتغيرات المستخدمة في هذا البحث لدراسة تأثير جائحة الكورونا على سلوك المستثمرين في الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي.
- يقوم هذا البحث بدراسة أثر جائحة الكورونا على قطاعات الأعمال وعبر البلدان، لمعرفة تأثر القطاعات بشكل خاص بالجائحة.
- يقوم هذا البحث بدراسة باستخدام متغيرات جديدة نسبياً فعوضاً عن استخدام المتغيرات المستخدمة سابقاً أعداد المصابين وأعداد الوفيات، استخدم البحث متغيرات برنامج أوكسفورد لتعقب استجابة الحكومة لجائحة الكورونا Oxford COVID-19 Government Response Tracker.
- إن السلسلة الزمنية طويلة نسبياً حيث أن معظم الدراسات السابقة المتعلقة بجائحة الكورونا كانت لفترات قصيرة نسبياً بينما في دراستنا الحالية تم استخدام بيانات اليومية منذ بداية تفشي جائحة الكورونا في الدول المدروسة وحتى بداية عام 2022.

## الفصل الثاني الدراسة التطبيقية

## المقدمة:

يهدف المبحث الأول من الفصل الثاني إلى تقديم لمحة عن الأسواق المالية المدروسة، وأهم التعاريف النظرية المتعلقة بالتطبيق العملي للمبحث حيث تم شرح المعيار العالمي لتصنيف القطاعات، ومؤشر الصرامة الخاصة ببرنامج أوكسفورد لتعقب الاستجابة الحكومية تجاه جائحة الكورونا. بينما ركز في المبحث الثاني على النتائج العملية للدراسة لاختبار أثر جائحة الكورونا على سلوك المستثمرين.

## المبحث الأول: عينة الدراسة وإجراءاتها

### 1. لمحة عن الأسواق المالية المدروسة

تعتبر الأسواق المالية المدروسة من أهم الأسواق المالية في المنطقة العربية، نظراً لعدد الشركات المتداولة بها وأهميتها وقيمتها السوقية الكبيرة وهذه الأسواق هي:

#### 1. السوق المالية السعودية (تداول):

تأسست السوق المالية السعودية (تداول) في عام 1954 كسوق مالية غير رسمية واستمرت في عملها إلى أن تحولت في 19 آذار 2007 وبشكل رسمي إلى شركة مساهمة مخولة للعمل كسوق للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية.

تخضع السوق المالية السعودية (تداول) لرقابة هيئة السوق المالية، وعلى الرغم من ذلك، إلا أن (تداول) شركة ذاتية التنظيم جزئياً منذ عام 2018، بدعم من الشركتين التابعتين والمملوكتين لها بالكامل. حيث أسست إحداهما، وهي شركة مركز مقاصة الأوراق المالية (مقاصة) عام 2018، والتي تلعب دور الوسيط في عملية التداول وتساعد في الحد من مخاطر الطرف المقابل. بينما تقوم الأخرى، شركة مركز إيداع الأوراق المالية (إيداع) التي تأسست في عام 2016 بتشغيل وتنظيم نظام الإيداع والتسوية الذي يستخدم لتسجيل الأوراق المالية وإدارتها وتسجيل ملكيتها.

تعتبر السوق المالية السعودية (تداول) عضو منتسب في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)، والاتحاد الدولي للبورصات (WFE) واتحاد البورصات العربية (AFE)، فضلاً عن عضويتها في مبادرة الأمم المتحدة للأسواق المالية المستدامة.



يبلغ رأس مال تداول 1.2 مليار ريال سعودي مقسماً إلى 120 مليون سهم جميعها متساوية القيمة وتبلغ القيمة الاسمية لكل منها 10 ريالات سعودية، وجميعها أسهم نقدية اکتتب فيها كلها صندوق الاستثمارات العامة.

دخلت السوق ضمن ثلاث مؤشرات عالمية وهم: MSCI، و S&P، و FTSE Russel. وكانت السوق مشاركة في أكبر عملية اکتتاب عام في التاريخ، حين تم اکتتاب شركة أرامكو السعودية عام 2019، وتبلغ قيمة سوقية للشركات المدرجة في السوق بـ 2.669 مليار دولار أمريكي في نهاية عام 2021.

## 2. بورصة الكويت:

تأسست شركة بورصة الكويت في عام 2014، حيث تولت البورصة مسؤولية إدارة عمليات سوق الكويت للأوراق المالية، وحصلت الشركة على الترخيص الرسمي لتحل محل سوق الكويت للأوراق المالية تمهيداً لبدء مشروع الخصخصة. وبعد مضي سنتين نجحت المرحلة الأولى من خصخصة بورصة الكويت في عام 2019، حيث فاز تحالف مكون من مشغل عالمي بالإضافة إلى مجموعة من الشركات الاستثمارية الكويتية بمزايدة خصخصة البورصة للاستحواذ على نسبة تبلغ 44% من الشركة، وفي تشرين الثاني 2019 اكتملت عملية الخصخصة من خلال الاکتتاب العام لحصة هيئة أسواق المال البالغة 50% من أسهم الشركة، وذلك للمواطنين الكويتيين. إذ تم تغطية الطرح بنسبة تفوق 850%، حيث أصبحت البورصة الوحيدة في الشرق الأوسط المملوكة للقطاع الخاص. ومن المتوقع أن تعزز خطوة تخصيص أول مرفق حكومي مكانة الدولة كمركز مالي إقليمي بالتوازي مع رؤية "كويت جديدة 2035"، وسيمنح القطاع الخاص دوراً أكبر في تطوير الاقتصاد الوطني، مع تحقيق التنوع الاقتصادي.

حققت بورصة الكويت مجموعة من الإنجازات البارزة، وكان أحدثها وأبرزها ذلك الإنجاز الذي تحقق بإعادة تصنيف سوق رأس المال الكويتي "كسوق ناشئة" في أكبر وأهم المراجع لمؤشرات الأسهم وآخرها مؤسسة MSCI للأسواق الناشئة، والذي أُعلن عنه في 2019. ويأتي ذلك بعد إدراج الكويت في مؤشرات الأسهم العالمية DJI S&P ضمن تصنيف الأسواق الناشئة في 2018، وفي مرجع مؤشر FTSE Russell للأسواق الناشئة في أيلول 2017.

### 3. بورصة قطر:

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية في عام 1995، وبدأت رسمياً عملياتها في عام 1997 تحت مسمى سوق الدوحة للأوراق المالية بوجود 17 شركة مدرجة. ومن ذلك الوقت، تطورت السوق لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج. حيث صدر مرسوم أميري في عام 2005 يسمح للمستثمرين الأجانب بتملك أسهم في الشركات المدرجة بنسبة تصل إلى 25% من أسهم الشركات القابلة للتداول. وفي العام 2007، تم قبول بورصة قطر كعضو مراسل في الاتحاد العالمي للبورصات وذلك خلال الاجتماع السنوي لمجلس إدارة الاتحاد الذي عقد في شنغهاي في 2007.

وفي عام 2009، وقع جهاز قطر للاستثمار ومجموعة NYSE Euronext اتفاقية شراكة لتشكيل سوق عالمي. فتم تغيير اسم سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة قطر.

وفي عام 2013، حققت البورصة إنجاز كبير في تاريخها من خلال ترقيتها من قبل MSCI إلى مرتبة الأسواق الناشئة، اعتباراً من نيسان 2014. وكذلك، رفعت S&P Dow Jones تصنيف بورصة قطر إلى مرتبة الأسواق الناشئة، بينما انتظرت بورصة قطر لعام 2015 ليتم ترقيتها من قبل FTSE إلى تصنيف سوق ناشئة.

صنفت بورصة قطر في عام 2018 كأفضل البورصات أداءً على مستوى العالم وقامت البورصة بإدراج أول صناديق الاستثمار المتداولة على مستوى الدولة وأكبرها على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي.

## 2. المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS)

### 1. لمحة عن المعيار العالمي لتصنيف القطاعات:

تم تطوير المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) في عام 1999، بواسطة (MSCI) وبالشراكة مع مؤشرات ستاندر أند بورز وداو جونز (S&P Dow Jones Indices)، لتوفير أداة فعالة ومفصلة ومرنة لاستخدامها في عمليات الاستثمار. تم تصميم المعيار العالمي لتصنيف القطاعات نتيجةً لحاجة المجتمع المالي العالمي إلى نهج دقيق ومقبول على نطاق واسع لتعريف القطاعات الصناعية وتصنيفها.

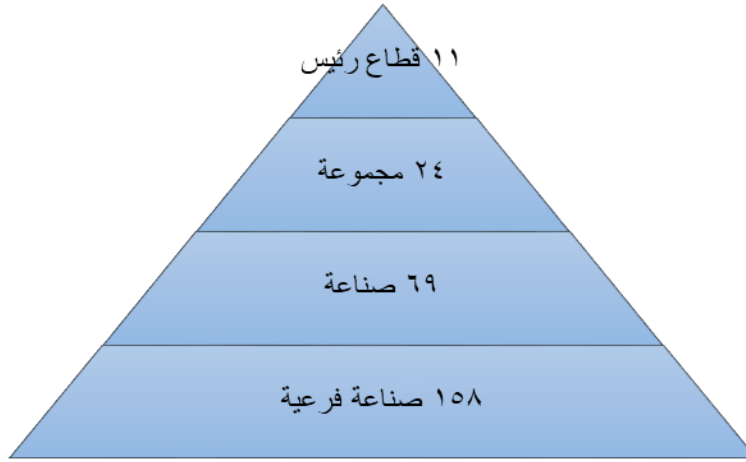
يتميز المعيار العالمي لتصنيف القطاعات بأنه:

- عالمي: ينطبق على الشركات على مستوى العالم.
- موثوق: يعكس بشكل صحيح الوضع الحالي للصناعات في عالم الاستثمار.
- مرن: يقدم أربعة مستويات من التحليل، تتراوح من القطاع العام إلى أكثر الصناعات الفرعية تخصصاً.
- قابل للتطوير والنمو: يتم إجراء المراجعات السنوية بواسطة مؤشرات MSCI و S&P و Dow Jones للتأكد من أن يبقى المعيار ممثلاً لكامل الأسواق العالمية الحالية.

## 2. الهيكلية المتبعة في تطبيق المعيار العالمي لتصنيف القطاعات:

تم تصميم المعيار العالمي لتصنيف القطاعات على أربعة مستويات من التصنيفات تشمل 11 قطاعاً، و24 مجموعة، و69 صناعة، و158 صناعة فرعية. (الملحق أ)

الشكل (1): هيكلية المعيار العالمي لتصنيف القطاعات



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على دليل المعيار العالمي لتصنيف القطاعات.

## 3. منهجية المعيار العالمي لتصنيف القطاعات

يعتمد هذا التصنيف على منهجية كمية ونوعية، ويكون موجهاً نحو الطلب في عملية تحليل وتصنيف الشركة. حيث يتم تصنيف كل شركة وفقاً لإيرادات الشركة التي توفر غالباً مصدراً أكثر استقراراً ودقة لأنشطة الشركة. وبالتالي يتم تصنيف الشركة في الصناعة الفرعية التي تولد أكثر من 60% من إيرادات الشركة. وفي حال كانت الشركة تمارس أكثر من نشاط تجاري رئيسي، ولا يساهم أي منهم بنسبة 60% أو أكثر من الإيرادات، فيتم تصنيفها في الصناعة الفرعية التي توفر غالبية الإيرادات. أما في حال عدم وجود صناعة فرعية مولدة لغالبية الإيرادات، فيتم تحديد التصنيف بناءً على البحث والتحليل للتقارير المالية السنوية لمعرفة وتصنيف الشركة ضمن الصناعة الفرعية المناسبة.

#### 4. تصنيف شركات البحث وفقاً للمعيار:

نظراً لاختلاف أنواع ومنهجيات التصنيف المستخدمة في الأسواق المالية المدروسة، وبهدف الحصول على مستوى عالٍ من الدقة في عملية المقارنة بين البلدان، تم اعتماد المعيار العالمي لتصنيف القطاعات كمنهجية موحدة لتصنيف الشركات ضمن الأسواق المالية المدروسة. حيث تم تصنيف العينة وفقاً للمستوى الأول من المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS). وذلك باستخدام منهج الإيرادات المعتمد في المعيار، حيث تم دراسة التقارير المالية السنوية لعامي 2019 و 2020 للشركات المدروسة بهدف الوصول إلى الإيرادات الرئيسة للشركة وتصنيفها ضمن القطاعات. و لرفع مستوى جودة العينة تم تطبيق عدة عوامل تصنيفية قياسية عليها، حيث تم استبعاد أي شركة كان طرحها الأولي خلال فترة البحث، وأي شركة ذات فترات تداول منخفضة، بالتالي، تكوّنت عينة البحث من 393 شركة مدرجة.

الجدول (5) يوضح نتيجة تصنيف الشركات المدروسة ضمن المستوى الأول في المعيار العالمي لتصنيف القطاعات:

الجدول (5): تصنيف الشركات الداخلة ضمن العينة

المجموع	سوق قطر للأوراق المالية	بورصة الكويت للأوراق المالية	السوق المالية السعودية (تداول)	
14	2	7	5	1. قطاع الطاقة
58	5	13	40	2. قطاع المواد الأساسية
41	7	15	19	3. قطاع الصناعات
33	0	9	24	4. قطاع السلع الاستهلاكية الكمالية

25	4	5	16	5. قطاع السلع الاستهلاكية الأساسية
11	2	2	7	6. قطاع الصحة
121	17	60	44	7. قطاع المالية
2	1	1	0	8. قطاع تقنية المعلومات
13	2	6	5	9. قطاع الاتصالات
3	1	1	1	10. قطاع المرافق العام
72	5	41	26	11. قطاع العقارات
393	46	160	187	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام منهجية الإيرادات في المعيار العالمي لتصنيف القطاعات

### 5. إنشاء مؤشر الأسواق المالية المدروسة:

وفقاً لتصنيف الشركات في الأسواق المالية المدروسة على القطاعات المعتمدة في المستوى الأول للمعيار

العالمي لتصنيف القطاعات. تم إنشاء مؤشرات القطاعات الخاصة بالأسواق الثلاث باستخدام منهجية

المؤشر المرجح بالسعر، المستخدم في حساب مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA) ومؤشر نيكاي 225.

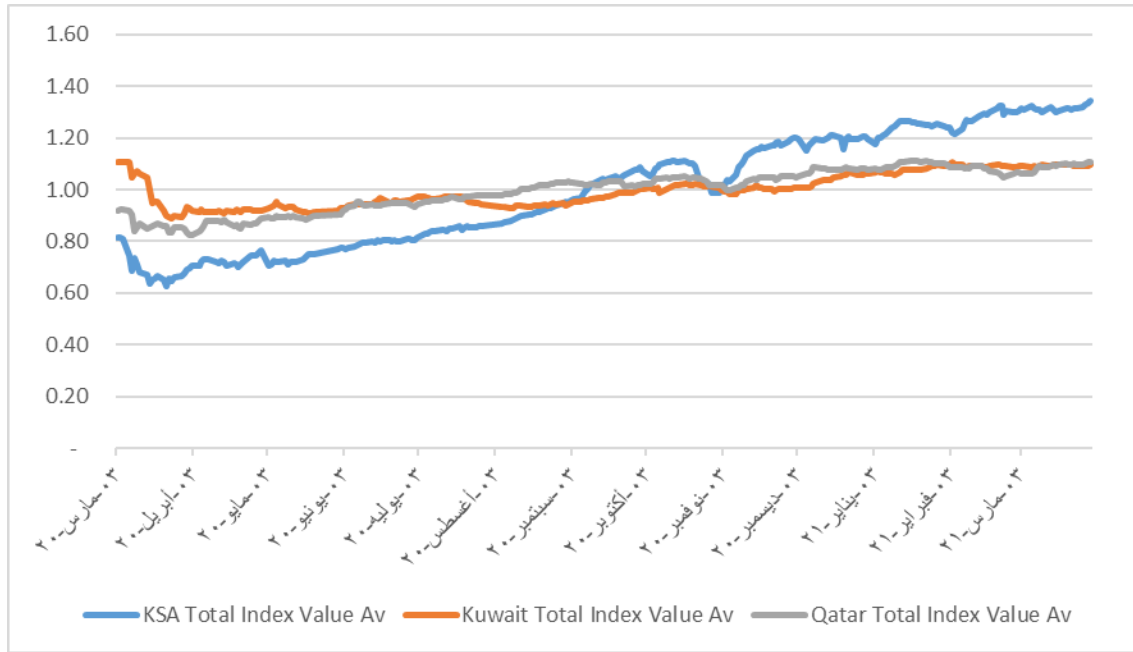
لحساب قيمة المؤشر لكل بلد تم توظيف العلاقة الآتية:

$$\text{قيمة المؤشر اليومي} = \frac{\text{إجمالي السعر اليومي لشركات القطاع}}{\text{عدد شركات القطاع}}$$

وبعد حساب قيمة المؤشر اليومي للسوق العام (المؤشر الرئيس) وللقطاعات ضمن الأسواق المالية المدروسة، وبهدف الحصول على قيمة قابلة للمقارنة للأسواق المالية الثلاث، تم تحويل قيمة المؤشر اليومي إلى عملة موحدة (الدولار الأمريكي) بضرب قيمة المؤشرات اليومية بأسعار صرف العملية المحلية على الدولار الأمريكي.

يظهر الشكل (2) التغيرات الحاصلة في مؤشرات الأسواق المدروسة، حيث نلاحظ أن مؤشرات الأسواق المدروسة قد انخفضت بشكل واضح عن المتوسط العام لها، وذلك في بداية أزمة جائحة الكورونا إلى أن بدأت الأسواق بالتعافي التدريجي في النصف الثاني من عام 2020، لتعود إلى المتوسط في نهاية عام 2020.

الشكل (2): التغيرات في المؤشرات الرئيسة للأسواق المدروسة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel

### 3. برنامج أوكسفورد لتعقب الاستجابة الحكومية تجاه جائحة الكورونا

#### 1. لمحة عن برنامج أوكسفورد لتعقب الاستجابة الحكومية تجاه جائحة الكورونا:

دفعت جائحة الكورونا إلى اتخاذ إجراءات حكومية غير مسبقة في جميع أنحاء العالم. شملت إغلاق المدارس، وقيود السفر، وحظر التجمعات العامة، والاستثمارات الطارئة في مرافق الرعاية الصحية، والأشكال الجديدة من توفير الرعاية الاجتماعية وغيرها من التدخلات لاحتواء انتشار الفيروس، وزيادة النظم الصحية وإدارة العواقب الاقتصادية لهذه الإجراءات.

وفي محاولة لإيجاد آلية تمكن دمج هذه البيانات والإجراءات مع المؤشرات السلوكية والوبائية. تم تأسيس برنامج " Oxford Covid-19 Government Response Tracker (OxCGRT) " وهو برنامج معني في تعقب الاستجابة الحكومية تجاه جائحة الكورونا في أكثر من 180 دولة حول العالم. تم تصميم البرنامج عن طريق جمع البيانات المرتبطة بجائحة الكورونا واستجابة الحكومات لها، على يد فريق مكون من أكثر من 400 فرد حول العالم، يتبعون لجامعة أوكسفورد وشركائها. حيث استخدم أعضاء هذا الفريق الكبير والمتنوع معرفتهم السابقة وخبراتهم في 88 لغة لتحليل التقارير والإعلانات الحكومية، إذ اعتمد بناء المؤشر على الحكم البشري والخبرة السياقية، بدلاً من الجمع الآلي للبيانات، لتوفير أفضل درجة ممكنة من الدقة والاتساق. (Hale et al، 2021)

تم استخدام مؤشرات برنامج (OxCGRT) على نطاق واسع، وهذا دليل على أن التغطية العالمية، وأن تفاصيل السياسة التفصيلية والهيكل المنهجي للبيانات كانت قادرة على إثراء الأدبيات المتنوعة. فعلى سبيل المثال استخدم من قبل خبراء السياسة الصحية لتقدير تأثير إجراءات تدابير التباعد الجسدي على حدوث المرض، بينما استخدم من قبل علماء البيئة بهدف فحص تأثير الإجراءات الخاصة بجائحة



الكورونا على مستويات تلوث الهواء، واستخدم من قبل علماء السياسة لتقييم أثر هذه الاجراءات على الانتخابات. أما علماء الاقتصاد فقد استخدموا مؤشرات برنامج (OxCGRT) لتحديد آثار السياسات في الدول الكبيرة على نمو الناتج المحلي للشركاء التجاريين من الدول الصغيرة. (Hale et al، 2021)

## 2. مؤشر الصرامة (Stringency index):

وهو أحد المؤشرات الرئيسة التابع لبرنامج أوكسفورد لتعقب الاستجابة الحكومية تجاه جائحة الكورونا COVID-19، ويهدف مؤشر الصرامة إلى معرفة مدى صرامة سياسات الإغلاقات العامة (Lockdowns) التي تقيد سلوك الأشخاص بشكل أساسي. يتم حسابه باستخدام تسعة مقاييس من مقاييس الاستجابة، وهي:

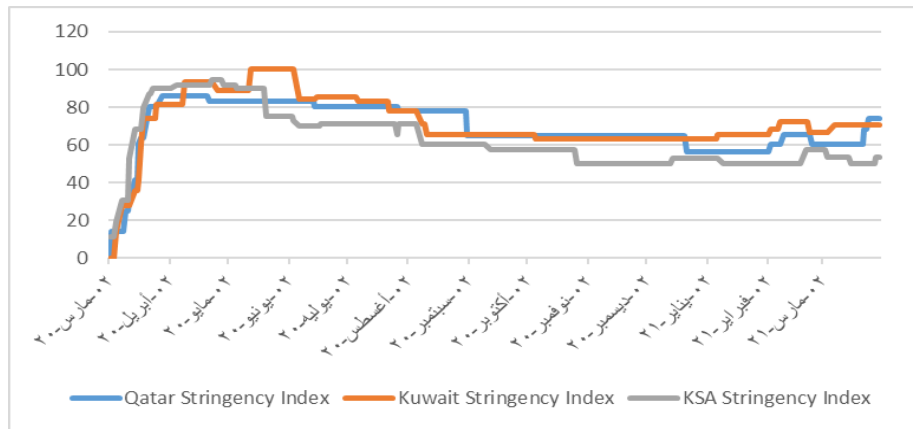
1. إغلاق المدارس.
2. إغلاق أماكن العمل.
3. إلغاء المناسبات والأحداث العامة.
4. قيود على التجمعات العامة.
5. إغلاق وسائل النقل العامة.
6. إجراءات البقاء في المنزل.
7. حملات إعلامية عامة.
8. قيود على التنقلات الداخلية.
9. قيود على السفر الدولي.

يتم حساب المؤشر لأي يوم عن طريق حساب متوسط المقاييس التسعة. حيث يأخذ كل مقياس منها قيمة بين 0 و100. وتشير الدرجة الأعلى إلى استجابة أكثر صرامة (أي 100 = استجابة أكثر صرامة). وفي حال اختلفت السياسات ضمن الدولة الواحدة، فسيتم عرض المؤشر على أنه مستوى استجابة المنطقة القضائية أو المدينة الأكثر صرامة.

### 3. صرامة استجابة الحكومات في دول العينة خلال فترة جائحة الكورونا:

كانت استجابة الحكومات دول العينة خلال جائحة الكورونا واضحة وسريعة، إذ أن دول العينة كانت من الدول الرائدة في اتخاذ إجراءات احترازية واستخدام تقنيات التتبع للحد من انتشار الفيروس ضمنها. يوضح الشكل (3) تطور الإجراءات الاحترازية في دول العينة خلال فترة الدراسة، خصوصاً في دولة الكويت التي وصلت إلى مستوى 100 في الربع الثاني من عام 2020، وهو أعلى مستوى من صرامة السياسات والإجراءات الاحترازية. ومع التشدد الكبير لدول العينة في إجراءاتها الاحترازية بدأت مع نهاية الربع الثاني من العام 2020 إلى تخفيف هذه الإجراءات وفتح الفعاليات الاقتصادية والاجتماعية.

الشكل (3): مستوى صرامة الإجراءات الاحترازية في دول العينة



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على برنامج Excel

#### 4. منهجية السلاسل الزمنية (البيانات الطولية)

خلافاً للدراسات الحديثة (Chen and yeh، 2021) و(Singh et al، 2020) التي استخدمت أسلوب دراسة الحدث (Event study methodology) لدراسة أثر جائحة COVID-19، فقد قام الباحث باستخدام منهجية البيانات الطولية (Panel Data) وذلك لأن أثر جائحة الكورونا لم يكن حدث لحظي وإنما تأثير مستمر طوال فترة الجائحة. ونظراً لقدرة البيانات الطولية على تقديم تفصيل حول السلوك الفردي، بشكل مقطعي (individual effect) وعبر الزمن (through time effect).

تعرف البيانات الطولية بأنها بيانات لها أبعاد البيانات المقطعية وصفات بيانات السلاسل الزمنية (النعمي، ديبو، 2008، ص 59). وتقسم إلى فئتين رئيسيتين، السلاسل الزمنية الديناميكية والسلاسل الزمنية الساكنة: والتي تحتوي على ثلاثة نماذج مختلفة، نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)، نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model)، ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model). (Baltagi، 2005، بتصرف)

## المبحث الثاني: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

أجريت الدراسة على ثلاث مراحل، وُظف في الأولى منها اختبارات جذر الوحدة لتحديد استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، تلاها مجموعة اختبار لتقدير أفضل النماذج المعبرة عن أثر جائحة كورونا في سلوك المستثمرين. وفي المرحلة الأخيرة تم تقييم النماذج المختارة وفقاً للمعايير الاقتصادية والإحصائية والقياسية.

### 1. اختبار استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة:

يتم التمييز بين جيلين من اختبارات جذر الوحدة للبيانات الطولية، يركز الجيل الأول على الأخذ بعين الاعتبار فرضية الاستقلال بين المفردات، أما اختبارات الجيل الثاني فقد أعادت النظر في فرضية الاستقلال بين المفردات لتشمل حالات متعددة للارتباط بين المفردات.

أهم اختبارات جذر الوحدة للبيانات الطولية:

- اختبار (LLC- Levin, Lin, Chu).
- اختبار (IPS- LM, Pesaran, Shin).
- اختبار (PP- Phillips, Perron).
- اختبار (ADF-Augmented Dickey-Fuller).

ولتقادي عيوب الاختبارات منفردة، تم تطبيق جميع اختبارات جذر الوحدة وتبني النتائج التي اتفق عليها أغلب نتائج الاختبارات.

بينت نتائج تطبيق اختبارات جذر الوحدة (LLC-LM-ADF-PP) ، أن معظم السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة مستقرة في مستوياتها عند وجود ثابت ومتجه زمني. الجدول (6) يوضح نتائج اختبارات جذر الوحدة.

الجدول (6): نتائج اختبارات جذر الوحدة

نوع الاختبار				المتغير
LM	PP	ADF	LLC	
السوق المالية السعودية (تداول):				
المستوى (Level) - بدون ثابت ومتجه زمني				
N/A	1	1	1	INDEX
N/A	0.9838	0.9637	0.1834	stringency index (STI)
المستوى (Level) - بثابت وبدون متجه زمني				
0.8084	1	1	0.9917	INDEX
**0	**0.018	**0.0014	**0.2375	stringency index (STI)
المستوى (Level) - بثابت ومتجه زمني				
**0	**0.0001	**0	0.9995	INDEX
**0	**0	**0	**0	stringency index (STI)
بورصة قطر:				
المستوى (Level) - بدون ثابت ومتجه زمني				
N/A	1	1	1	INDEX
N/A	0.9989	0.9929	0.4203	stringency index (STI)

المستوى (Level) - بثابت وبدون متجه زمني				
1	1	1	0.6	INDEX
**0	**0	**0	**0	stringency index (STI)
المستوى (Level) - بثابت ومتجه زمني				
**0.0061	**0.0186	0.4676	0.987	INDEX
**0	**0	**0	**0	stringency index (STI)
بورصة الكويت:				
المستوى (Level) - بدون ثابت ومتجه زمني				
N/A	0.8971	0.9577	0.5345	INDEX
N/A	0.9997	0.999	0.6387	stringency index (STI)
المستوى (Level) - بثابت وبدون متجه زمني				
**0.0001	**0.0219	**0.0261	0.6157	INDEX
**0	**0	**0	**0	stringency index (STI)
المستوى (Level) - بثابت ومتجه زمني				
**0	**0	**0	**0	INDEX
**0	**0	**0	**0	stringency index (STI)

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews 10.

\*\* لا يوجد جذر وحدة عند مستوى دلالة 5%.

نتيجةً لاختبارات جذر الوحدة التي أظهرت استقرار المتغيرات في الأسواق المالية المدروسة جميعاً عند المستوى (0)، تم إجراء اختبار (Hausman) للتفضيل بين نماذج التأثيرات العشوائية ونماذج التأثيرات الثابتة.

## 2. نتائج اختبار (Hausman) على المتغيرات المدروسة:

يعتمد هذا الاختبار على إحصائية كاي، ويستخدم لتقدير مدى ارتباط التأثيرات الفردية بالمتغير المستقل، حيث تنص فرضية العدم في الاختبار أن أفضل نموذج هو نموذج التأثيرات العشوائية، بينما تنص الفرضية البديلة له على أن أفضل نموذج هو نموذج التأثيرات الثابتة.

وبناءً على نتائج الاختبار (الجدول 7) تم قبول فرضية العدم للاختبار في نماذج الأسواق الثلاثة نتيجة عدم معنوية ارتباط التأثيرات الفردية بالمتغير المستقل وذلك في جميع الأسواق المدروسة، وبالتالي تكون النماذج العشوائية أفضل نماذج لتمثيل الحالة المدروسة.

الجدول (7): نتائج اختبار Hausman

Correlated Random Effects – Hausman Test			
السوق المالية السعودية (تداول):			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0	1	1
بورصة قطر:			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0	1	0.9999

بورصة الكويت:			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0	1	1

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews 10.

### 3. الشكل العام لنموذج التأثيرات العشوائية:

على عكس نموذج التأثيرات الثابتة، يتعامل نموذج التأثيرات العشوائية مع الآثار المقطعية والزمنية على أنها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة، أي أن الآثار المقطعية والزمنية هي متغيرات عشوائية مستقلة بوسط حسابي يساوي الصفر وتباين ثابت، ويعتبر الافتراض الأساسي لهذا النموذج هو عدم ارتباط الآثار العشوائية مع متغيرات النموذج التفسيرية.

### 4. نماذج التأثير العشوائي المقدرة:

لتحقيق الهدف المتمثل في اختبار النماذج ذات التمثيل الأمثل، وبالتالي الوصول إلى النتائج التي يمكن من خلالها تفسير طبيعة العلاقة بين المتغيرات، ونتيجة للاختبارات السابقة التي دعت إلى تطبيق نماذج الآثار العشوائية (Random Effects Models) وبالاعتماد على برنامج Eviews 10 توصل الباحث إلى ثلاث نماذج خاصة بالأسواق المدروسة وهي:

1. نموذج السوق المالية السعودية (تداول):

$$1. KSA index = (-0.09) * STI + 15.54 + CR1$$



2. نموذج سوق قطر للأوراق المالية:

$$2. \text{ Qatar index} = (-0.001) * \text{STI} + 1.89 + \text{CR2}$$

3. بورصة الكويت للأوراق المالية:

$$3. \text{ Kuwait index} = (-0.11) * \text{STI} + 85.32 + \text{CR3}$$

حيث تمثل:

STI: مستوى صرامة استجابة الحكومات في دول العينة خلال فترة جائحة الكورونا

CR1, CR2, CR3: الأثر عبر القطاعات في الأسواق المالية المدروسة والمقدرة الموضحة

بالتداول (8).

الجدول (8): الأثر عبر القطاعات في الأسواق المالية المدروسة

اسم القطاع	الأثر في السوق المالية السعودية (تداول) (CR1)	الأثر في سوق قطر للأوراق المالية (CR2)	الأثر في بورصة الكويت للأوراق المالية (CR3)
السوق الرئيسي	-0.978558	-0.32666	-18.6437
قطاع الطاقة	1.294739	1.123396	3.185108
قطاع المواد الأساسية	-1.58522	-0.590847	5.332094
قطاع الصناعات	1.625967	-1.004953	-3.689232
قطاع السلع الاستهلاكية الكمالية	1.620507	1.131069	71.17769
قطاع السلع الاستهلاكية الأساسية	5.409979	-0.315329	-19.53423

122.4523	-0.361688	2.433791	قطاع الصحة
-29.93259	-0.819277	-2.91195	قطاع المالية
-56.11087	*N/A	*N/A	قطاع تقنية المعلومات
33.96068	-0.539844	3.166583	قطاع الاتصالات
-61.14065	2.912722	-3.697149	قطاع المرافق العام
-47.05663	-1.208589	-6.378689	قطاع العقارات
* القطاع غير موجود في السوق.			

المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Eviews 10

تشير النتائج في الجدول (8) أعلاه على أن أكثر القطاعات تأثر سلبياً والتي ابتعدت عنها المستثمرين في الأسواق المالية هي قطاع العقارات، وقطاع المالية وهو ما يتوافق مع المنطق الاقتصادي، إذ أن القطاع المالي ذو حساسية عالية تجاه الأزمات العالمية بكافة أشكالها، كما أن قطاع العقارات من أكثر القطاعات ركوداً خلال فترة الجائحة. كما أنه أكثر القطاعات التي تأثرت إيجاباً كلما ازدادت صرامة الإجراءات الحكومية كان قطاع السلع الاستهلاكية الكمالية، وهو ما يتوافق أيضاً مع المنطق الاقتصادي إذ أنه وخلال جائحة الكورونا زاد طلب المستهلكين بشكل كبير في قطاع التجزئة الالكترونية والملابس والمنتجات الكمالية والمنزلية وبالتالي توجه سلوك المستثمرين إلى الاستثمار بهذا القطاع كلما ازدادت حدة الجائحة وإجراءاتها الاحترازية.

تظهر نتائج النماذج الجداول (9، 10، 11) معنوية المتغيرات المستقلة عند مستوى ثقة 99%، وهو مستوى عالي من الثقة، أي أن مستوى صرامة الإجراءات الحكومية تجاه جائحة الكورونا في كلٍ من المملكة العربية السعودية، ودولة قطر، ودولة الكويت، كان لها أثر في حركة الأسهم ضمن القطاعات المدروسة، وبالتالي فقد أثرت في سلوك المستثمرين تجاه القطاعات المدروسة.

#### نموذج السوق المالية السعودية (تداول):

أظهرت النتائج الخاصة بنموذج السوق المالية السعودية قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير المتغير التابعة بنسبة مرتفعة قدرت ب 33%، والتي تعني أن مستوى صرامة الإجراءات الحكومية تجاه جائحة الكورونا في المملكة العربية السعودية كانت قادرة على التأثير بشكل كبير في حركة الأسهم في السوق المالية السعودية، مما يدعم فرضية البحث في أن جائحة الكورونا تسببت بتغيرات سلوك المستثمرين.

الجدول (9): نتائج نموذج السوق المالية السعودية تداول

Dependent Variable: KSA INDEX				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Sample: 3/03/2020 3/31/2021				
Periods included: 271				
Cross-sections included: 11				
Total panel (balanced) observations: 2981				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
STRINGENCY_INDEX (STI)	-0.08689	0.002241	-38.77572	***0
C	15.54306	1.04835	14.8262	***0
Weighted Statistics				

R-squared	0.335424	Mean dependent var	0.348212
Adjusted R-squared	0.335201	S.D. dependent var	2.391334
S.E. of regression	1.94978	Sum squared resid	11325.09
F-statistic	1503.556	Durbin-Watson stat	0.02441
Prob(F-statistic)	0		

المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج 10 Eviews.

### بورصة قطر:

أظهرت نتائج نموذج بورصة قطر قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير المتغير التابع بنسبة قدرت ب 8.1%، والتي تعني أن مستوى صرامة الإجراءات الحكومية تجاه جائحة الكورونا في دولة قطر كانت قادرة على التأثير في حركة الأسهم في هذه البورصة، مما يدعم فرضية البحث في أن جائحة الكورونا تسببت بتغيرات سلوك المستثمرين.

الجدول (10): نتائج نموذج بورصة قطر

Dependent Variable: QATAR INDEX				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Sample: 3/02/2020 3/31/2021				
Periods included: 271				
Cross-sections included: 11				
Total panel (balanced) observations: 2981				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
STRINGENCY_INDEX	-0.00349	0.000215	-16.2525	0

C	1.887235	0.371367	5.081858	0
Weighted Statistics				
R-squared	0.081446	Mean dependent var		0.01339
Adjusted R-squared	0.081138	S.D. dependent var		0.17176
S.E. of regression	0.164645	Sum squared resid		80.75426
F-statistic	264.1423	Durbin-Watson stat		0.030413
Prob(F-statistic)	0			

المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج 10 Eviews.

### بورصة الكويت:

أظهرت نتائج نموذج بورصة الكويت قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير المتغير التابع بنسبة قدرت ب 3%، وهي نسبة ضعيفة مقارنة بنموذج المملكة العربية السعودية وذلك يدل على أنه على الرغم من أن إجراءات دول الكويت تجاه جائحة الكورونا كانت الأكثر صرامة بين الدول المدروسة، إلا أن سلوك المستثمرين في بورصة الكويت كانت الأقل تأثراً.

الجدول (11): نتائج نموذج بورصة الكويت

Dependent Variable: INDEX_VALUE_USD
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Sample: 2/24/2020 3/31/2021
Periods included: 268
Cross-sections included: 12

Total panel (balanced) observations: 3216				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
STRINGENCY_INDEX	-0.10719	0.009787	-10.9522	0
C	85.3249	15.58507	5.474785	0
Weighted Statistics				
R-squared	0.035979	Mean dependent var		0.662284
Adjusted R-squared	0.035679	S.D. dependent var		7.669575
S.E. of regression	7.531513	Sum squared resid		182309.9
F-statistic	119.951	Durbin-Watson stat		0.046128
Prob(F-statistic)	0			

المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج 10 Eviews.

على الرغم من ضعف القدرة التفسيرية لنموذج بورصة الكويت إلا أن النماذج بشكل قد أظهرت تأثر الأسواق المالية المدروسة بشكل عام معنوياً في جائحة الكورونا وإجراءات الاحترازية الخاصة بها في سلوك المستثمرين، وبشكل خاص على مستوى القطاعات.

## النتائج والتوصيات

### أولاً: النتائج:

1. وجود أثر معنوي للإجراءات الاحترازية الحكومية تجاه جائحة الكورونا في سلوك المستثمر في الأسواق المالية المدروسة.
2. وجود أثر معنوي للإجراءات الاحترازية الحكومية تجاه جائحة الكورونا في سلوك المستثمر في القطاعات المدروسة.
3. اتجه المستثمرون خلال جائحة الكورونا للاستثمار في قطاعات معينة كالقطاعات السلع الاستهلاكية الكمالية وابتعدوا عن الاستثمار في أسهم القطاعات العقارية والمالية.
4. تباينت ردة فعل المستثمرين من سوق لسوق مالي إلى آخر خلال فترة جائحة الكورونا حيث تأثر سوق المالي السعودي (تداول) بشكل أكبر من بقية الأسواق.
5. إن جائحة الكورونا والإجراءات الاحترازية الحكومية للحد من انتشار الجائحة، أدت إلى تغيرات في سلوك المستثمرين من حيث التفضيلات القطاعية.

### ثانياً: التوصيات:

- بناءً على ما تم التوصل إليه في البحث، يوصى البحث الجهات الناظمة في الأسواق المالية بما يلي:
1. اتخاذ إجراءات داعمة للأسواق المالية خلال الأزمات الصحية لتفادي أي انهيارات مفاجئ في الأسواق المالية ناتجة عن زعر المستثمرين.

2. تعميق وعي المستثمر في المالية السلوكية بشكل عام، لتفادي أي تحيزات قد يتبعها المستثمر دون وعي أو إدراك.

3. توعية المستثمرين بأن المخاطر المتواجدة في القطاعات الأكثر حساسية تجاه جائحة الكورونا هي تغيرات مؤقتة لتفادي أي انخفاض كبير في سعر أسهم هذه القطاعات.

4. اتخاذ إجراءات احترازية لتفادي أي حالات زعر جماعي (سلوك القطيع) في الأسواق على سبيل المثال: وضع حد لعمليات البيع لأسهم قطاعات الأكثر حساسية.



## المراجع والمصادر:

### المراجع العربية:

1. موصلي، سليمان، محي الدين، رازي، تأثير جائحة كورونا في تقلب مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة حماة، 4، العدد السابع عشر، 2021.
2. الحموي، سيرين، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية)، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2016.
3. النعيمي، قاسم، ديبو، ملهم، الاقتصاد القياسي، منشورات جامعة دمشق-كلية الاقتصاد، 2009.
4. كنعان، علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق-كلية الاقتصاد، 2014.
5. موصلي، سليمان، والسمان، حازم، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، 2013.

## المراجع الأجنبية:

1. Ackert, L., Deaves, R., **Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making, and Markets**, South Western Cengage learning, 2010.
2. Al-Awadhi, A.M., Alsaifi, K., Al-Awadhi, A., Alhammadi, S., **Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns**, Journal of Behavioral and Experimental Finance 27, 2020.
3. Alkhatib, K., Almahmood, M., Elayan, O., Abualigah, L., **Regional analytics and forecasting for most affected stock markets: The case of GCC stock markets during COVID-19 pandemic**, International Journal of System Assurance Engineering and Management, 13, 2022.
4. Amewu, G., Odei Mensah, J., Alagidede, P., **Reaction of Global Stock Markets to Brexit**, Journal of African Political Economy & Development 1, 2016.
5. Anh, D., Gan, C., **The Impact of the COVID-19 Lockdown on Stock Market Performance: Evidence from Vietnam**, Journal of Economic Studies, 2020.
6. Ashraf, B., **Stock markets' reaction to COVID-19: cases or fatalities**, International Business Finance, 2020.
7. Aslam, F., Kang, H., Mohti, W. et al, **The Impact of Terrorism on Financial Markets: Evidence From Asia**, The Singapore Economic Review 62, 2015.
8. Ball, Ray, Brown, Philip, **An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers**, Journal of Accounting Research, 1968.
9. Baltagi, B., **Econometric Analysis of Panel Data**, Hohn Wiley and Sons Ltd, 3<sup>rd</sup> edition, 2005.
10. Banz, R., **The relationship between return and market value of common stocks**, Journal of Financial Economics, 9, 1981.
11. Barber, B., Odean, T., **The behavior of Individual Investors**, Handbook of Economics of Finance, 2000.
12. Bash, A., Alsaifi, K., **Fear from uncertainty: An event study of Khashoggi and stock market returns**, Journal of Behavioral and Experimental Finance, 23, 2019.

13. Beker, H, Nofsinger, J., **Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets**, Wiley, 2010.
14. Bhuyan, R., Lin, E. C., Ricci, P., **Asian stock markets and the Severe Acute Respiratory Syndrome (SARS) epidemic: implications for health risk management**, International Journal of Environment and Health, 4, 2010.
15. Bialkowski, J., Etebari, A., Winsniewski, T., **Piety and Profits: Stock Market Anomaly during the Muslim Holy Month**, Financial and Corporate Governance Conference 2010 paper, 2011.
16. Bondt, W., Thaler, R., **Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality**, Journal of Finance, 62, 1987.
17. Bouman, S., Jacobsen, B., **The Halloween Indicator Sell in May and Go Away: Another Puzzle**, The American Economic Review, 92, 2002.
18. Chen H., Yeh, C., **Global Financial crisis and COVID-19: Industrial reactions**, Finance Research Letters, 2021.
19. Chen, M., Lee, C., Lin, Y., Chen, W., **Did the S.A.R.S. epidemic weaken the integration of Asian Stock markets? Evidence from smooth time-varying cointegration analysis**, Economic Research, 31, 2018.
20. DeBondt, W., Thaler, R., **Do Security Analysts Overreact**, The American Economic review, Volume 80, 1990.
21. Fama, Eugene F., Fisher, Lawrence, Jensen Michael C., Roll, Richard, **The Adjustment of Stock Prices to New Information**, International Economic Review, 10, 1969.
22. Gilovich, T., Griffin, D., Kahneman, D., **Heuristics and Biases: The psychology of Intuitive Judgement**, University of Cambridge, 2002.
23. Goedhart, M., Koller, T., Wessels, D., **What Really Drives the Market**, MIT Sloan Management Review, 47, 2005.
24. Goodman, D., Peavy, J., **The significance of P/Es for portfolio returns**, The Journal of Portfolio Management, 9, 1983.

25. Hale, T., Angrist, N., Goldszmidt, R., Kira, B., Petherich, A., Phillips, T., Webster, S., Cameron-Blake, E., Hallas, L., Majumdar, S., Tatlow, H., **A global panel database of pandemic policies (Oxford COVID-19 Government Response Tracker)**, *nature human behaviour*, 2021.
26. Han, K., Hun Lee, S., Suk, D., **Political Assassination and its Impact on Emerging Markets' Financial Assets**, *Multinational Business Review*, 12, 2004.
27. Hirshleifer, D., Shumway, T., **Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather**, *The Journal of Finance*, 58, 2003.
28. Hudson, R., Chong, R., Keasey, K., Littler, K., **Pre-holiday effects: international evidence on the decline and reversal of a stock market anomaly**, *Journal of International Money and Finance*, 4, 2005.
29. Huynh, T. L., Burggraf, F., **If Worst Comes to Worst: Co-Movement of Global Stock Markets in the US-China Trade War**, *Economics and Business Letters*, 2020.
30. Ichev R., Marinč M., **Stock prices and geographic proximity of information: Evidence from the Ebola outbreak**. *International Review of Financial Analysis*, 2017.
31. Jiang, Y., Zhang, Y., Ma, C., Wang, Q., Xu, C., Donovan, C., Ali, G., Xu, T., Sun, W., **H7N9 not only endanger human health but also hit stock marketing**, *HHS Public Access*, 2, 2017.
32. Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A., **Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases**, Cambridge University Press, 1982.
33. Kaminsky, G., Schmukler, S., **What triggers market jitters? A chronicle of the Asian crisis**, Policy research working paper series from the World Bank, 1999.
34. Kappor, S., Prosad, J., **Behavioural Finance: A review**, *Procedia Computer Science*, 2017.
35. Kendall, Maurice G., **The Analysis of Economic Time-Series, Part I: Prices**, *Journal of the Royal Statistical Society*, 1953.
36. Leković, M., **Behavioral Finance as an Answer to the limitations of standard finance**, *Bankarstvo*, 49, 2020.

37. Loughran, T., Ritter, J., **Why Has IPO Underpricing changed over time**, Financial Management, 33, 2004.
38. Mishkin, F., Eakins, S., **Financial Markets and Institutions**, The Pearson Series in Finance, 8<sup>th</sup> Edition, 2015.
39. Onali, E., **Covid-19 and stock market volatility**, University of Exeter Business School, 2020.
40. Osborne, M. F. M., **Brownian Motion in the Stock Market**, Operations Research, 7, 1959.
41. Pompian, M., **Behavioral Finance and Investor Types: Managing Behavior to make better investment decisions**, Wiley, 2012.
42. Ritter, J. R., **The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the Turn of the Year**, Journal of Finance, 43, 1988.
43. Roberts, Harry, **Stock Market Patterns' and Financial Analysis: Methodological Suggestions**, Journal of Finance, 14, 1959.
44. Roll, R., **Vas Ist Das? The Turn-of-the-Year Effect: Anomaly or Risk Mismeasurement**, Journal of Portfolio Management, 9, 1988.
45. Rozeff, M., Kinney, W., **Capital Market Seasonality: the Case of Stock Returns**, Journal of Financial Economics, 3, 1976.
46. Scanlon, K., **Effects of Terrorism on the U.S. Stock market: Evidence from High Frequency Data**. Honors College Capstone Experience, 2019.
47. Schneider, G., Troeger, V., **War and the World Economy: Stock Market Reactions to International Conflicts**, The Journal of Conflict Resolution 50, 2006.
48. Sebor, T., Cornwall, J., **Expected Utility Theory Vs. Prospect Theory: Implications for strategic decision makers**, Journal of Managerial
49. Singh, B., Dhall, R., Narang, S., Rawat, S., **The outbreak of COVID-19 and stock market responses: An Event Study and Panel Data analysis for G-20 Countries**, Global Business Review, 2020.
50. Skrinjaric, T., **Stock Market Reactions to Brexit: Case of Selected CEE and SEE Stock Markets**, International Journal of Financial Studies, 7, 2019.

51. Smirlock, M., Starks, L., **Day-of-the-week and intraday effects in stock returns**, Journal of Financial Economics, 17, 1986.
52. Thaler, R., **Advances in Behavioral Finance**, Princeton University Press, V. 2, 2005.
53. Topcu, M., Gulal, O., **The Impact of COVID-19 on Emerging Stock Markets**, Finance Research Letters 36, 2020.
54. Wasiuzzaman, S., **Impact of COVID-19 on the Saudi stock market: analysis of return, volatility and trading volume**, Journal of Asset Management, 23, 2022.
55. Yiu, M., Tsang, A., **Impact of COVID-19 on Asean5 Stock Markets**, Journal of the Asia Pacific Economy, 2021.
56. Yuan, Y., Wang, H., Jin, X., **Pandemic-driven financial contagion and investor behavior: Evidence from the COVID-19**, International Review of Financial Analysis, 83,2022.

## المراجع الاللكترونية:

1. موقع السوق المالية السعودية (تداول): [www.saudiexchange.sa](http://www.saudiexchange.sa)
2. موقع بورصة الكويت: [www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)
3. موقع بورصة قطر: [www.qe.com.qa](http://www.qe.com.qa)
4. موقع: [www.investing.com](http://www.investing.com)
5. موقع: [www.ourworldindata.org/coronavirus](http://www.ourworldindata.org/coronavirus)

## الملحق (أ): مستويات المعيار العالمي لتصنيف القطاعات

المستوى الأول	المستوى الثاني	المستوى الثالث	المستوى الرابع
القطاع الرئيس	القطاع	القطاع الفرعي	القطاع التفصيلي
الطاقة	الطاقة	خدمات الطاقة ومعداتھا	التنقيب عن الغاز والنفط
			خدمات الغاز والنفط ومعداتھا
			الغاز والنفط المتكامل
			إنتاج وتنقيب الغاز والنفط
			تكرير وتسويق الغاز والنفط
			نقل وتخزين الغاز والنفط
			إنتاج الفحم والوقود المستهلك
المواد الأساسية	المواد الأساسية	المواد الكيميائية	المواد الكيميائية
			المواد الكيميائية المتنوعة
			الأسمدة والمبيدات الزراعية
			الغازات الصناعية
			المواد الكيميائية المتخصصة
			مواد البناء
			مواد البناء
			الحاويات والتغليف
			التغليف الورقي
			المعادن والتعدين
			الألومنيوم
			المعادن المتنوعة
			النحاس
الذهب			
المعادن الثمينة			
الفضة			
الحديد و الصلب			
المنتجات الورقية والخشبية	المنتجات الورقية والخشبية	المنتجات الورقية والخشبية	المنتجات الخشبية
			المنتجات الورقية
الصناعات	السلع الرأسمالية	الصناعات الجوية	الصناعات الجوية
			منتجات البناء
			المقاولات



المعدات الكهربائية	المعدات الكهربائية		
المعدات الكهربائية الثقيلة			
الصناعات المتنوعة	الصناعات المتنوعة		
آلات التشييد والشاحنات	الآلات		
الآلات الزراعية			
الآلات الصناعية			
تجارة وتوزيع المعدات	تجارة وتوزيع المعدات		
خدمات المطابع التجارية	الخدمات التجارية	الخدمات التجارية	والمهنية
خدمات صيانة المرافق			
الخدمات المكتبية ومستلزماتها			
خدمات الأعمال المساندة			
الخدمات الأمنية			
خدمات الموارد البشرية	الخدمات المهنية		
خدمات الاستشارات والأبحاث			
الشحن الجوي	الشحن الجوي	النقل	
الخطوط الجوية	الخطوط الجوية		
النقل البحري	النقل البحري		
السكك الحديدية	النقل البري		
الشاحنات والسيارات			
خدمات المطارات	مرافق النقل		
الطرق السريعة والسكك الحديدية			
الموانئ البحرية وخدماتها			
قطع غيار السيارات	مستلزمات السيارات	السيارات ومستلزماتها	السلع الاستهلاكية الكالمية
الإطارات			
صناعة السيارات	المركبات		
صناعة الدراجات النارية			
صناعة الإلكترونيات المنزلية	المنتجات المنزلية طويلة الأجل	السلع طويلة الأجل	
صناعة الأثاث المنزلي			
بناء المنازل			
صناعة الأجهزة المنزلية			
الأواني المنزلية			

المنتجات الترفيهية	المنتجات الترفيهية		
الملابس و الحلي	الملابس والمنتجات الكمالية		
الأحذية			
المنسوجات			
الفنادق والمنتجعات	الفنادق والمطاعم والمرافق الترفيهية	الخدمات الاستهلاكية	
المرافق الترفيهية			
المطاعم			
خدمات التعليم	الخدمات الاستهلاكية المتنوعة		
الخدمات الاستهلاكية			
لمتخصصة			
التوزيع	التوزيع	تجزئة السلع الكمالية	
التجزئة الالكترونية	التجزئة الالكترونية		
المتاجر الكبرى	التجزئة المتعددة		
متاجر البضائع العامة			
تجزئة الملابس	التجزئة المتخصصة		
تجزئة الإلكترونيات			
متاجر تطوير المنازل			
متاجر التجزئة المتخصصة			
تجزئة السيارات وملحقاتها			
تجزئة الأثاث المنزلي			
تجزئة الأدوية	تجزئة الأغذية	تجزئة الأغذية	السلع الاستهلاكية الأساسية
توزيع الأغذية			
تجزئة الأغذية			
الأسواق المركزية			
المشروبات	المشروبات	إنتاج الأغذية	
المنتجات الزراعية	المنتجات الغذائية		
الأغذية المعلبة			
المنتجات المنزلية	المنتجات المنزلية	المنتجات المنزلية	
المنتجات الشخصية	المنتجات الشخصية	والشخصية	
معدات الرعاية الصحية	معدات ومستلزمات الرعاية الصحية	الرعاية الصحية	الصحة
مستلزمات الرعاية الصحية			

توزيع المنتجات الصحية	خدمات الرعاية الصحية		
خدمات المساندة الصحية			
المراكز الصحية			
منظمات الرعاية الصحية			
تقنية الرعاية الصحية	تقنية الرعاية الصحية		
التقنية الحيوية	التقنية الحيوية	الأدوية	
الصيدلة	الصيدلة		
خدمات مساندة علوم الحياة	خدمات مساندة علوم الحياة		
البنوك المتنوعة	البنوك	البنوك	المالية
البنوك المحلية			
مؤسسات الرهن	مؤسسات الرهن		
الخدمات المالية المتنوعة	الخدمات المالية المتنوعة	الاستثمار والتمويل	
الشركات القابضة			
الخدمات المالية المتخصصة			
التمويل الاستهلاكي	التمويل الاستهلاكي		
إدارة الثروات وبنوك الودائع	الأسواق المالية		
الوساطة المالية والاستثمار			
الأسواق المالية المتنوعة			
البورصات ومزودي المعلومات			
صناديق الرهن العقاري المتداولة	صناديق الرهن العقاري المتداولة		
وسطاء التأمين	التأمين	التأمين	
التأمين الصحي			
التأمين العام			
تأمين الممتلكات			
إعادة التأمين			
خدمات وبرمجيات الإنترنت	خدمات وبرمجيات الإنترنت	التطبيقات وخدمات	تقنية المعلومات
استشارات تقنية المعلومات	خدمات تقنية المعلومات	التقنية	
معالجة البيانات والخدمات الخارجية			
التطبيقات	البرمجيات		
أنظمة المعلومات			

برامج التسلية المنزلية			
معدات الاتصالات	معدات الاتصالات	الأجهزة والمعدات لتقنية	
الأجهزة التقنية ووحدات التخزين	الأجهزة التقنية ووحدات التخزين		
المعدات الإلكترونية	المعدات الإلكترونية		
المكونات الإلكترونية			
خدمات تصنيع الإلكترونيات			
توزيع المنتجات التقنية			
معدات أشباه الموصلات	أشباه الموصلات ومعداتها	أشباه الموصلات ومعداتها	
أشباه الموصلات			
الاتصالات البديلة	خدمات الاتصالات المتنوعة	الاتصالات	الاتصالات
خدمات الاتصالات المتكاملة			
خدمات شبكات الاتصالات	خدمات شبكات الاتصالات		
الدعاية والإعلان	الإعلام	الإعلام والترفيه	
البث الإذاعي والتلفزيوني			
خدمات الاشتراك التلفزيوني			
الإنتاج التلفزيوني والترفيهي			
النشر			
مرافق الكهرباء	مرافق الكهرباء	المرافق العامة	المرافق العامة
مرافق الغاز	مرافق الغاز		
المرافق المتعددة	المرافق المتعددة		
مرافق المياه	مرافق المياه		
إنتاج الطاقة المستقلة	إنتاج الطاقة المستقلة والمتجددة		
الطاقة المتجددة			
صناديق العقار المتنوعة لمتداولة	الصناديق العقارية المتداولة	العقار	العقار
صناديق العقار الصناعية لمتداولة			
صناديق العقار الفندقية المتداولة			
صناديق العقار المكتبية لمتداولة			
صناديق العقار الصحية			

لمتداولة			
صناديق العقار السكنية لمتداولة			
صناديق العقار التجارية لمتداولة			
صناديق العقار المتخصصة لمتداولة			
النشاطات العقارية المتنوعة	إدارة وتطوير العقارات		
شركات تشغيل العقارات			
التطوير العقاري			
الخدمات العقارية			