



الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المعهد العالي لإدارة الأعمال
قسم الإدارة المالية والمصرفية

"أداء محفظة الأسهم السلوكية المثلى في سوق دمشق للأوراق المالية"

**"The performance of the optimal behavioral stock portfolio in
Damascus Securities Exchange"**

رسالة أُعدت لِنيل درجة الماجستير في علوم الإدارة

اختصاص : إدارة مالية ومصرفية

إعداد الطالب

أحمد محمد هيثم العطار

إشراف الدكتورة

منال الموصلي

العام الدراسي : 2022-2023

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

الإهداء

قال الله تعالى في كتابه الكريم: "ومن يشكر فإنما يشكر لنفسه".

وفي بداية كلمتي لا بدّ لي من أتوجه أولاً بالشكر لله عزّ وجلّ الذي وفقني للوصول إلى هذه المرحلة العلمية العالية، ومهد لي الطريق لأن أكون بينكم اليوم لأناقش رسالتي في الماجستير.

إلى صاحب السيرة العطرة، والفكر المستنير

فلقد كان له الفضل الأول في بلوغي التعليم العالي

(والدي الحبيب)، أطال الله في عمره.

إلى من وضعتني على طريق الحياة، وجعلتني واثق الخطأ،

ورعتني حتى صرت كبيراً

(أمي الغالية) أطال الله في عمرها.

إلى أخوتي، من كان لهم بالغ الأثر في كبير من العقبات والصعاب.

إلى جميع أساتذتي والدكاترة، ممن لم يتوانوا في مد يد العون لي..

كما أنقدم بالشكر و الإمتنان لإدارة الجامعة التي كان لها الدور الأكبر بتقديم التسهيلات و الخدمات

للطلبة ككل . .

والشكر موصول لأعضاء لجنة المناقشة الكرام على تفضلهم بقبول مناقشة رسالة الماجستير .

وأخيراً، الشكر المستمر إلى أسرتي الثانية بنك البركة -سورية على التشجيع والدعم المستمر طيلة

فترة الدراسة.

إهداء خاص

أتوجه بالشكر والامتنان للدكتورة غادة عباسي حفظها الله ورعاها وأطال في عمرها، فقد كان لإشرافها ومنحها الكثير من الوقت لي اليد الأولى في خروج هذه الرسالة العلمية بالشكل الذي ظهرت عليه، كما كان لتوجيهاتها ونصائحها دور أساسي في إتمام دراستي العلمية، والتي تعتبر مثال حسن يشرفني أن أقفدي بها.

إهداء خاص

والشكر الموصول للدكتورة منال الموصلي المحترمة على تفضلها بقبول متابعة الإشراف على هذا العمل، ومدى بكل الدعم والنصح والإرشاد لإنهاء هذا العمل.

الملخص

تهدف الدراسة الحالية إلى الكشف عن مدى وجود ظاهرة الأسهم السلوكية في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة 2019-2021 على نحو شهري وإمكانية استخدامها في تشكيل محافظ ذوات عائد أعلى من عائد السوق.

قُسمت فترة الدراسة إلى فترتين تمثلت الأولى بفترة التشكيل (2019)، أما الثانية فتمثلت بمرحلة الاختبار (2020-2021)، تمّ تحديد الأسهم السلوكية من خلال حساب العائد غير الطبيعي المعبر عنه بالفرق بين عائد السهم وعائد السوق، وطبقت الدراسة على 20 شركة حققت شرط استمرار التداول.

خلال فترة التشكيل تمّ اعتبار أعلى 5 أسهم من ناحية العائد غير الطبيعي هي أسهم ذو رد فعل مبالغ فيه، في حين أنّ أدنى 5 شركات من حيث العائد غير الطبيعي هي أسهم ذو رد فعل متأخر. وبهدف اختبار ظاهرة رد الفعل فقد تمّ المقارنة بين متوسط العائد التراكمي لمحفظة الأسهم ذات رد الفعل المبالغ فيها ومتوسط العائد التراكمي لمحفظة الأسهم ذات رد الفعل المتأخر.

تلخص الدراسة إلى أنّ محفظة الأسهم ذات رد الفعل المتأخر قد تجاوزت عوائدها العوائد الناجمة عن الاستثمار في محفظة السوق ومحفظة الأسهم ذات رد الفعل المبالغ فيه.

الكلمات المفتاحية: السهم السلوكي، العائد غير الطبيعي، التحيزات السلوكية، المحفظة السلوكية، رد الفعل المتأخر، رد الفعل المبالغ فيه.

Abstract

The current study aims to reveal the extent of the presence of the phenomenon of behavioral stocks in the Damascus Stock Exchange, during the period 2019–2021 on a monthly basis, and the possibility of using them in forming portfolios with a higher return than the market return.

The study period is divided into two periods, the first is the formation period (2019), and the second is the testing period (2020–2021). 20 companies fulfill the condition of continuing trading.

During the formation period, the top 5 stocks in terms of abnormal return are considered to be stocks with an over–reaction, while the bottom 5 companies in terms of abnormal return are stocks with a under–reaction.

During the testing period, stock portfolios with an over– reaction and stock portfolios with a under– reaction are formed on the basis of equal weight based on the classification result during the formation period, then the cumulative average return for both types of portfolios is calculated.

In order to test the reaction phenomenon, a comparison is made between the average cumulative return of the stock portfolio with an over– reaction and the average cumulative return of the stock portfolio with under–reaction. The study concludes that the stock portfolios with an under–reaction exceeds the returns resulting from the investment in the market portfolio and the stock portfolio with an over–reaction.

Keywords: behavioral stock, abnormal return, behavioral biases, behavioral portfolio, under– reaction, over– reaction.

فهرس المحتويات

الصفحة	البيان
4-1	الإطار العام للبحث
1	1.1: المقدمة العامة
2	2.1: متغيرات الدراسة
2	3.1: مشكلة الدراسة
3	4.1: فرضيات الدراسة
3	5.1: أهداف الدراسة
3	6.1: أهمية الدراسة
4	7.1: مجتمع وعينة وفترة الدراسة
4	8.1: منهج الدراسة
4	9.1: مصادر جمع البيانات
31-5	الفصل الأول: الدراسات النظرية والتطبيقية
23-5	المبحث الأول: الأدبيات النظرية حول المالية السلوكية ونظرية المحفظة السلوكية
5	تمهيد
7-6	1.1.2: تطور علم المالية السلوكية وافترضاته
10-8	2.1.2: مفهوم السهم السلوكي وعلاقته بالتحيزات السلوكية
12-11	3.1.2: استراتيجية الزخم والانعكاس وآلية اختبارها
13-12	4.1.2: رد الفعل المبالغ به ورد الفعل المتأخر
22-13	5.1.2: نظرية المحفظة السلوكية
23-22	6.1.2: المنهجيات المستخدمة في تشكيل المحافظ
32-24	المبحث الثاني: الدراسات التطبيقية حول الأسهم والمحفظة السلوكية
25-24	1.2.2: دور التحيزات السلوكية في تفسير ظاهرة أسهم القيمة
26-25	2.2.2: التحيزات السلوكية وأثرها على عوائد الاستثمار
32-26	3.2.2: تشكيل المحافظ التقليدية والسلوكية
58-33	الفصل الثاني: الدراسات التطبيقية
34-33	تمهيد
49-35	المبحث الأول: تقييم أداء السوق والأسهم المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

38-35	1.1.3: تقييم أداء سوق دمشق للأوراق المالية
49-39	2.1.3: تطور متغيرات الدراسة والوصف الإحصائي
57-50	المبحث الثاني: اختبار رد الفعل في سوق دمشق للأوراق المالية
54-50	1.2.3: العوائد غير الطبيعية للأسهم
57-54	2.2.3: اختبار رد الفعل المبالغ فيه واختبار الفرضيات
59-58	النتائج والتوصيات
65-60	المراجع
82-66	الملاحق

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
2	نموذج الدراسة	1
16	دالة القيمة في إطار نظرية التوقع	2
35	تطور عدد الصفقات خلال الفترة 2019-2021	3
36	تطور مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة 2019-2021	4
37	تطور عوائد سوق دمشق للأوراق المالية على نحو يومي خلال الفترة 2019-2021	5
38	الوصف الإحصائي لعائد السوق	6
39	تطور عائد سهم بنك البركة	7
40	الدراسة الوصفية لعائد سهم بنك البركة	8
41	تطور عائد سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل	9
42	الدراسة الوصفية لعائد سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل	10
43	تطور عوائد سهم بنك سورية الدولي الإسلامي	11
44	الدراسة الوصفية لعوائد سهم بنك سورية الدولي الإسلامي	12
45	تطور عوائد سهم بنك قطر الوطني	13
47	الدراسة الوصفية لعوائد سهم بنك قطر الوطني	14
48	تطور عائد سهم بنك الشام	15
48	الدراسة الوصفية لعوائد سهم بنك الشام	16
50	العائد غير الطبيعي خلال فترة تشكيل المحفظة	17
51	العائد غير الطبيعي خلال فترة تشكيل المحفظة (أسهم ذو رد الفعل المتأخر)	18
54	متوسط العائد التراكمي غير العادي لمحفظتي الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه ورد الفعل المتأخر وعائد السوق	19

فهرس الجداول:

رقم الجدول	البيان	الصفحة
1	مقارنة بين نظرية المحفظة التقليدية ونظرية المحفظة السلوكية	21
2	المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للعوائد غير العادية للأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه خلال فترة الاختبار	52
3	المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للعوائد غير العادية للأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال فترة الاختبار 2021-2020	53
4	اختبار PAIRED T TEST الذي يبين فيما إذا كان هناك فرق بين عوائد محفظة الأسهم ذات رد الفعل المتأخر والعائد ذو رد الفعل المبالغ فيه	55
5	اختبار PAIRED T TEST الذي يبين فيما إذا كان هناك فرق بين عوائد محفظة الأسهم ذات رد الفعل المبالغ فيه وعائد محفظة السوق	56
6	اختبار PAIRED T TEST الذي يبين فيما إذا كان هناك فرق بين عوائد محفظة الأسهم ذات رد الفعل المتأخر وعائد محفظة السوق	56

الفصل التمهيدي الإطار العام للبحث

1.1: المقدمة العامة:

تتسم الأسواق المالية غير الكفؤة بخاصية تقلب أسعار أدواتها حيث تتحرك الأسعار صعوداً أو هبوطاً بشكل مستمر تبعاً للأخبار الواردة إلى السوق ومدى تفاعل المستثمرين معها. حاولت العديد من النظريات تفسير التقلب في الأسعار واستخدامه في اختيار الأسهم ضمن المحافظ الاستثمارية بالشكل الذي يؤدي إلى تحقيق عوائد مجزية للمستثمر. من أبرز هذه النظريات نظرية المحفظة الحديثة لماركويتز والتي تركز على تشكيل المحافظ الاستثمارية اعتماداً على العائد والمخاطرة دون أن تأخذ بعين الاعتبار التحيزات السلوكية للمستثمرين. تطورت نظريات المحفظة كنتيجة طبيعية للانتقادات الموجهة نحو نظرية ماركويتز، والتي تم تجاوزها بشكل تدريجي حتى ظهرت نظرية المالية السلوكية التي تُعرف بأنها النظرية التي تحاول شرح وتفسير أنماط التفكير لدى المستثمرين، بما في ذلك الجوانب العاطفية وتدرس تأثيرها على اتخاذ القرارات (Amelia&Suzaida (2016).

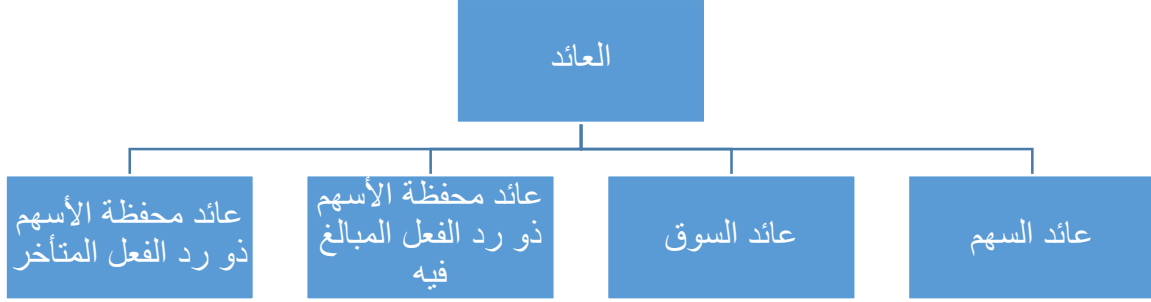
طبق علم المالية السلوكية على الأسهم والمحافظ الاستثمارية بهدف معرفة تأثير التحيزات السلوكية في القرار الاستثماري وعليه يعرف السهم السلوكي بأنه السهم الذي يتأثر بالتحيزات السلوكية أي أنها الأسهم التي تتأثر بشكل كبير برد فعل المستثمر المفرط أو المتأخر، ومن هنا تطورت نظرية المحفظة السلوكية (BPT)، التي تم طرحها عام 2002 من قبل Shefrin و Statman التي قامت بدورها بدمج مفهوم السلامة بنموذج ROY الذي يركز على ضرورة احتفاظ المستثمر بحد أدنى من الثروة مع أحد التحيزات السلوكية وهي المحاسبة العقلية Mental accounting التي تتمثل بقيام الأفراد بالتصرف في ثروتهم من خلال إنشاء حسابات عقلية وإدارتها بشكل مستقل مع إهمال أي ارتباطات بين هذه الحسابات (shefrin&Statman (2002).

نرى أنّ المشكلة الأساسية في نظرية المحفظة السلوكية في عدم وجود معايير واضحة لمعرفة فيما إذا كان السهم سلوكياً من عدمه في ظل تعدد المؤشرات المستخدمة، وعليه تحاول الدراسة الحالية تشكيل محفظة استثمارية سلوكية مثلى في سوق دمشق للأوراق المالية اعتماداً على دراسة ظاهرة رد الفعل استناداً إلى العوائد غير الطبيعية abnormal return حيث تصنف الأسهم ذات العائد غير الطبيعي المرتفع على أنها أسهم ذي رد فعل مبالغ فيه، في حين تصنف الأسهم ذات العائد غير الطبيعي المنخفض على أنها أسهم ذي رد فعل متأخر.

2.1: متغيرات الدراسة:

يمكن التعبير عن نموذج الدراسة باستخدام الشكل الآتي:

الشكل رقم (1): نموذج الدراسة



تمثلت متغيرات الدراسة بكل من:

- عائد السهم وهو التغير المئوي لسعر السهم.
- عائد السوق: وو التغير المئوي لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.
- عائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر: معبراً عنه بالوزن المتساوي لعوائد الأسهم الداخلة في محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر.
- عائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه: معبراً عنه بالوزن المتساوي لعوائد الأسهم الداخلة في محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه.

3.1: مشكلة الدراسة:

يعتبر موضوع المحافظ السلوكية المثلى من المواضيع التي أثارت جدلاً بين الباحثين والمستثمرين، فبعض الدراسات التجريبية أثبتت وجود فارق جوهري بين عوائد المحفظة السلوكية وتفوقها على باقي المحافظ في حين نفت دراسات أخرى ذلك، نحاول في ظل هذا الإطار أن يكتشف مدى وجود ظاهرة الأسهم السلوكية في سوق دمشق للأوراق المالية ما قد يولد مغالاة زائدة وانعكاسها على العائد، وهذا ما ستؤكدده أو تنفيه الاختبارات اللاحقة، وبالتالي يمكن طرح مشكلة البحث بالتساؤل الآتي:

هل يتفوق أداء المحافظ السلوكية على أداء محفظة السوق؟

ويتفرع عن التساؤل الأساسي التساؤلات الفرعية الآتية:

- هل يوجد فارق جوهري بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه وعوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر؟
- هل يوجد فارق جوهري بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر وعوائد محفظة السوق؟
- هل يوجد فارق جوهري بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه وعوائد محفظة السوق؟

4.1: فرضيات الدراسة:

بناءً على التساؤلات الواردة في مشكلة الدراسة يمكن صياغة الفرضيات الآتية:

- لا يوجد فارق جوهري بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه وعوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر.
- لا يوجد فارق جوهري بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر وعوائد محفظة السوق.
- لا يوجد فارق جوهري بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه وعوائد محفظة السوق.

5.1: أهداف الدراسة:

هدفت الدراسة إلى:

- 1- معرفة مدى وجود ظاهرة الأسهم السلوكية في سوق دمشق للأوراق المالية.
- 2- ذلك دراسة أثر الأخبار الواردة إلى السوق في عوائد الأسهم.
- 3- دراسة مدى وجود فارق جوهري بين عائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه ورد الفعل المتأخر.
- 4- دراسة مدى وجود فارق جوهري بين عائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه ومحفظة السوق.
- 5- دراسة مدى وجود فارق جوهري بين عائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر ومحفظة السوق.
- 6- دراسة الاستثمار من منظور السلوك البشري وتفسير بعض الظواهر الشاذة (الحالات غير الطبيعية) في الأسواق المالية.

6.1: أهمية الدراسة:

تتمثل الأهمية الأكاديمية للبحث في مناقشة مفهوم جديد ضمن المالية السلوكية وهو الأسهم السلوكية ومحفظة الأسهم السلوكية، في ظل ندرة الدراسات التي بحثت في هذا الموضوع، يضاف إلى ذلك تقديم تعريفات جديدة للسهم السلوكي واعتماد تعريف خاص بالباحث، ما قد يجعل البحث مرجعاً متواضعاً في مجال المالية السلوكية.

في حين تتمثل الأهمية التطبيقية في مساعدة المستثمر على تبني استراتيجيات تولد عائداً أعلى من عائد السوق اعتماداً على ظاهرة رد الفعل.

7.1: مجتمع وعينة وفترة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة بجميع الأسهم المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، في حين تمثلت عينة الدراسة بالأسهم التي حققت شرط أنها لم يتوقف تداولها خلال فترة الدراسة (2019-2021)، وتمّ الحصول على بيانات الدراسة من موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

8.1: منهج الدراسة:

تمّ استخدام المنهج الوصفي والتحليلي في هذه الدراسة المتضمن جمع البيانات المتعلقة بالأسهم لوصف ظاهرة الأسهم السلوكية، وعرض بيانات الأسهم عينة الدراسة، واختبار فيما إذا كان هناك فروق جوهري في العوائد بين الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه ورد الفعل المتأخر باستخدام برنامج SPSS، وتحليلها وتفسير النتائج.

تمّ في هذا الإطار تشكيل محفظة أسهم ذو رد فعل مبالغ فيه ورد فعل متأخر لأعلى خمس أسهم وأدنى خمس أسهم اعتماداً على العائد غير الطبيعي، مع اعتماد تشكيل المحافظ على أساس الوزن المتساوي.

9.1: مصادر جمع البيانات:

تمّ جمع بيانات الدراسة الثانوية حول مؤشر السوق وأسعار الأسهم من موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

الفصل الأول

الأدبيات النظرية والدراسات التطبيقية

المبحث الأول

الأدبيات النظرية حول المالية السلوكية ونظرية المحفظة السلوكية

تمهيد:

شهد علم المالية السلوكية تطورات متلاحقة وبشكل خاص النظريات الخاصة بالاستثمار، مثلاً نظري ماركويتز التي تقترض كفاءة السوق المالي وعقلانية المستثمر ونتيجة عدم قدرتها على تفسير بعض الظواهر الشاذة فقد نشأت نظرية المالية السلوكية ليدرس الانحرافات والتحيزات السلوكية Behavioral biases المؤثرة فيها مثل ردّ الفعل.

حصل FAMA (1970، 1991) على جائزة نوبل والتي أحدثت ثورة في مجال الدراسات في المحافظ الاستثمارية، وانطلقت من فرضية السوق الفعالة المستمدة من نظرية التمويل التقليدية وتؤكد أنّ المستثمرين عقلانيون وموضوعيون ويستثمرون بهدف واحد في الاعتبار المتمثل في تعظيم فائدتهم المتوقعة، ونظراً لوجود تشوهات في الأسهم ظهر التمويل السلوكي الذي ينظر إلى قرارات المستثمرين بكونها متأثرة في العديد من العوامل الاجتماعية والنفسية على الرغم من إمكانية الوصول إلى المعلومات المالية العقلانية.

بناءً على ما سبق يستعرض هذا المبحث تطور علم المالية السلوكية وافتراضاته، ومن ثم التحيزات السلوكية وعلاقتها بمفهوم السهم السلوكي، وانطلاقاً من المفهوم السابق سنستعرض مفهوم استراتيجيات الزخم والانعكاس ورد الفعل وطرق التأكد من وجودهما في السوق المالية، ونتيجة أنّ المحفظة السلوكية Behavioral portfolio هي محفظة مكونة من أسهم سلوكية، فقد تمّ بيان مفهوم المحفظة السلوكية وعلاقتها بنظريات الاحتمالات والحسابات العقلية، ومقارنة بين نظرية المحفظة الحديثة ونظرية المحفظة السلوكية، كما تمّ استعراض طرق تشكيل المحفظة السلوكية.

1.1.2: تطور علم المالية السلوكية وافتراضاته:

يعرف علم المال السلوكي Behavioral-finance science بأنه العلم الذي يحاول شرح وزيادة فهم أنماط التفكير لدى المستثمرين، بما في ذلك الجوانب العاطفية وتأثيرها على اتخاذ القرارات، و بذلك فإن النظرية المالية السلوكية تحاول فهم: ماذا؟ ولماذا؟ وكيف يتم الاستثمار المالي من منظور إنساني (Ricciardi, 2006, p.9)، كما يعرف Qadri التمويل السلوكي بأنه مجال تمويل يكتسب جاذبية وينظر في الدوافع النفسية والاجتماعية وراء القرارات والسلوكيات المالية، بالإضافة بأنه يركز على شرح وعمل المستثمرين بناءً على المعلومات الجزئية والكلية المتاحة لهم لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ومن المفترض أن يتخذ المستثمرون قرارات عقلانية بناءً على أدلة موثوقة وبدون أي تحيز أو عاطفة (Qardi, 2014, p.6).

جاء علم المالية السلوكية نتيجةً للمزاوجة بين النظريات المالية ونظريات علم النفس، وهو ما أصبح يطلق عليه النموذج البراغماتي أو الإيجابي، ونتيجةً لذلك اهتم هذا العلم بالحالات الشاذة التي ظهرت في الأسواق المالية محاولاً إيجاد تفسيرات لها بعد عجز النظريات المالية التقليدية عن تفسيرها نتيجة تركيزها على تفسير الاحداث المالية وعدم قدرتها على توضيح العوامل السلوكية التي تمتاز بعدم القدرة على التنبؤ. يمكن توضيح العلاقة بين التمويل التقليدي والسلوكي بالنظريات المالية التقليدية التي تفترض أن المستثمرين موضوعيون وأن أسبابهم الاستثمارية تعتمد على القيمة المالية، في حين أن التمويل السلوكي موجود لاستكمال نظريات التمويل التقليدية وتقديم أطر لعملية اتخاذ القرار، وعند النظر إلى النظرية المالية من المنظور التقليدي، يُعتقد أن المستثمرين يتبعون القواعد الأساسية واستراتيجية الاستثمار الأساسية على اعتبار المخاطر والعائد، إلا أنه في الواقع تبين أن هذا غير صحيح وتمّ الكشف عن تأثير عاطفي أكبر على سلوك الاستثمار (phan ET AL, 2018)، ويقوم هذا العلم على مجموعة من الافتراضات:

- وجود مستثمرين محدودي العقلانية (Irrational Investors):

يُطلق على تصرف المستثمر بأنه محدود العقلانية عند قيامه باتخاذ قرارات غير سليمة، بناءً على توقعات خاطئة ناتجة بشكل أساسي عن إخفاقه في المعالجة الصحيحة لكل المعلومات المتاحة واعتماده على إشارات خاطئة عن أداء الاقتصاد ككل؛ (متغيرات اقتصادية كلية، وسياسة نقدية، وسياسة مالية) وعن أداء الشركة المستقبلي، أو نتيجة لاستعماله استراتيجيات غير عقلانية، ويعود ذلك في بعض الأحيان إلى طريقة تفاعل المستثمر مع هذه المعلومات الاقتصادية وغير الاقتصادية، ومدى تأثره بمحيطه الاجتماعي،

وبالمؤثرات الخارجية كالتحليلات الاقتصادية والإعلانات والإشاعات، وصولاً إلى عواطفه وحالته المزاجية عموماً.

عندما يكون المستثمر في حالة مزاجية جيدة يكون أكثر تفاؤلاً في خياراته، ومن ثمَّ يكون مستعداً لقبول مخاطر أعلى، وبالمقابل يرتبط المزاج السيء بالمزيد من التدقيق والانتقاد والتشكيك في المعلومات الجيدة، وأخيراً قد نرى لدى المستثمر الذي حقق أرباحاً خلال الصباح رغبة كبيرة في زيادة استثماره وتقبل مخاطر أكبر بعد الظهر، وذلك نتيجةً لتحسن مزاجه وزيادة حماسه، وتتجم عن ذلك توقعات محدودي العقلانية تتراكم في الاتجاه نفسه بفعل المحاكاة والتقليد عوضاً عن أيّ يلغي بعضها بعضاً.

- السلوك المنتظم: (Systematic Behavior):

عندما تكون السلوكيات للمستثمرين عشوائية فإنَّ القيمة السوقية للسهم ستتطابق مع القيمة الجوهرية التي فرضها سلوك المستثمرين العقلانيين ولن تنحرف عنها؛ لأنَّ تقييم السهم بأكثر ممَّا يجب من قبل بعض المستثمرين محدودي العقلانية سيُقابله تقييمٌ بأقلَّ مما يجب من قبل مستثمرين آخرين ممَّا يسبب إلغاء كلِّ اتجاه للآخر وبالتالي استقرار القيمة السوقية عند القيمة الحقيقية.

أثبتت نتائج بعض الدراسات أنَّ سلوك المستثمرين محدودي العقلانية هو منتظم وليس عشوائي، ومردُّ ذلك إلى اتباع المستثمرين غير العقلانيين نفس السلوك من حيث المبالغة بردود الفعل تجاه الأخبار السيئة، والثقة الزائدة بالأخبار الجيدة، ممَّا يجعل انحراف السوق مستمراً لفترة أطول.

2.1.2: مفهوم السهم السلوكي وعلاقته بالتحيزات السلوكية:

يشير مصطلح التَّحِيْز أو الانحراف في علم النَّفس إلى الاختلاف بين الطَّرِيقَة الَّتِي يفترض بالإنسان أن يفكِّر بها كي يصل إلى أفضل النَّتائج الممكنة، وبين الطَّرِيقَة الَّتِي يفكِّر بها في الواقع، وقد ينجم الانحراف في طريقة التَّفكير عن وجود خطأ في المعلومات المقدَّمة للمستثمر لوجود خطأ على مستوى الحواس، وهذا ما يُعرف بالخطأ الإدراكيّ، أو قد يعود لطريقة معالجة المعلومات وتبسيط عمليَّة اتِّخاذ القرار، ويمكن عرض أهمّ التحيزات السلوكية على النحو الآتي:

- تحيز التمثيل Representativeness :

يعتبر كل من Tversky&Khanman (1971) أول من تعرض لهذا المفهوم ويقوم على مبدأ الأعداد الصغيرة، ويتمثل هذا التحيز في استثمار المستثمر في نفس القرارات الاستثمارية عندما تنجح في الماضي في توليد عائد مجزي، دون مراعاة أنماط عدم اليقين المختلفة، بمعنى أن يكون تصرف الأفراد على اعتبار أنّ الخصائص الإحصائية للعينات الصغيرة تتشابه مع خصائص العينات الكبيرة، مثال ذلك الاستمرار في الاستثمار في ذات الأسهم ما يؤدي إلى ظهور تحيز تمثيلي يتصرف فيه المستثمر برد فعل مبالغ فيه (Jakop ET AL (2007,p.4)

- الثقة المفرطة overconfidence :

تُعرّف الثقة بأنها عادةً سلوك متفائل للمستثمر الذي يشجعه في الاستثمار، ولكن قد تؤدي الثقة المفرطة إلى تجاهل المستثمرون غالباً لعنصر المخاطرة وعدم اليقين بسبب استمرار النجاح سابقاً ما يؤدي إلى المزيد من التداول الأمر الذي يؤدي إلى زيادة احتمال الفشل، وتحدث الثقة الزائدة عندما يفكر المستثمرون كثيراً في أنفسهم ويعتقدون أنهم يتمتعون بالمهارة. (Chang ET AL(2016,p.4)

- المقامرة gambles :

تسلط مغالطة المقامر الضوء على أنّ المقامرين في سلسلة خسائر يميلون إلى مضاعفة رهاناتهم على أمل استعادة الأموال التي فقدوها في الاستثمار.

تحدث مغالطة المقامر عندما يتوقع المستثمر بشكل خاطئ النقاط العكسية لعوائد السوق، كما تؤدي المضاربات الخاطئة للمستثمرين إلى اتخاذ قرارات خاطئة واستثمار الأموال على أمل تحويل الربح إلى خسارة ولكن في بعض الأحيان تختار المضاربات الجانب الصحيح وتعطي المزيد من الأرباح. (Jagongo (2014,p.95)

- تحيز الإتاحة avaibility bias:

التحيز في التوفر هو تحيز فطري يؤدي إلى المبالغة في تقدير المستثمرين لمهاراتهم وقدراتهم الاستثمارية بالاقتران مع الأحداث التي لا تُنسى التي وقعت في حياتهم، ينتج عن هذا الاستثمار وثيق الصلة عاطفياً ومنحازاً للمستثمر، وهذا الشعور المتزايد بالثقة بالنفس يؤدي إلى اتخاذ المستثمرين قرارات استثمارية سيئة تؤدي في النهاية إلى خسائر للمستثمر، كما يظهر هذا الانحياز السلوكي عندما يميل الناس لاتخاذ قرارات أو إصدار أحكام حول موضوع ما استناداً إلى مدى سهولة المعلومة أو المثال الذي يتبادر إلى الذهن لحظة تقييم هذا الموضوع أو الخيار وهو شائع الحدوث عندما يسيء المستثمرون استخدام المعلومات التي يمكن الوصول إليها بسهولة مثل الاستثمار في الأسهم المألوفة أو الشركات المحلية أو الشركات التي يمكن الحصول على المعلومات فيها بسهولة. (Huberman(2006,p.664)

- القطيع herding:

تأثير القطيع هو ميل المستثمر لمتابعة سلوك الاستثماري للآخرين، يعتمد المستثمرون في هذه الحالة على المعلومات الجماعية أكثر من المعلومات الخاصة ويتأثرون بالتحيزات العاطفية، ويكون لها التأثير السلبي على الأسواق المالية حيث يعتمد المستثمرون على المعلومات الجماعية التي يمكن أن تشوه قيمة الأوراق المالية، وبالتالي تؤثر على قيمة الاستثمار. (Onson et al (2003,p.4)

كما أنّ هناك مجموعات من التحيزات التي تقع ضمن إطار نظرية الاحتمالات probability theory حيث تتضمن هذه النظرية عدداً من الحالات الذهنية التي تساهم في عملية الاستثمار، حيث أنّ هناك أساليب عقلية مختلفة أدت إلى سلوك البحث عن المخاطر في احتمالات الخسارة بينما يتجنب المخاطرة في فرصة الكسب، ومن هذه التحيزات الندم حيث يعني هذا التحيز أنّ المستثمر لا يريد أن يشعر بالندم بسبب قرارات الاستثمار غير الفعالة لذلك يشتري المستثمرون الأسهم منخفضة الأداء لتجنب الخوف من الخسارة التي لا تعرضها هذه الأسهم للبيع، ثم يتم تخفيض ضريبة الدخل المنخفض من الأسهم من خلال إظهار خسائر الاستثمار.

التحيز الآخر هو تحيز التأطير FRAMING، والذي يشير إلى أن هناك العديد من خيارات الاستثمار، ومن المرجح أن يختار المستثمر ذلك الذي يتكرر بشكل كبير، أما تحيز المحاسبة العقلية MENTAL ACCOUNTING، فهي تنطلق من فكرة أن هناك مكونات تُحدد نمط الاستثمار حيث تتحكم ثلاثة مكونات في أنماط الاستثمار هذه أحد المكونات يحدد العوائد وكيف يتم تقييم خيارات القرار المكون الثاني يقود الأنشطة إلى حسابات معينة، المكون الثالث يشير إلى تواتر توافر الاختيارات وتقييمها.

بناءً على ما سبق يمكن تعريف الأسهم السلوكية من خلال التحيزات السلوكية، على سبيل المثال يمكن أن يعرف السهم السلوكي وفق معيار تحيز التصرف على أنها الأسهم الفائزة (الأسهم التي لديها متوسط حجم غير طبيعي وعائد هندسي إيجابي كبير لمدة 30 يوم تداول يتبعها عائد تراكمي سلبي كبير غير طبيعي (حد أدنى لانخفاض قدره 1%). وبالمثل، وعليه فإن الخاسرين في الأسهم التي لديها متوسط حجم غير طبيعي منخفض وعائدات هندسية سلبية كبيرة لمدة 30 يوم تداول، حيث تم استخدام 10% كحد أدنى للخسارة) سيتبعها عائد تراكمي إيجابي كبير غير طبيعي (الحد الأدنى للعائد 1%). والسبب في ذلك، ميل المستثمرين إلى الاستفادة من المكاسب على الفور (يميلون إلى تجنب الخسارة باختيار عدم البيع) بحيث يفضون (يقدرون) سعر السهم مؤقتاً، ثم من هذا السعر سترتفع الأسعار اللاحقة (العلوي) الأدنى (العلوي) لأعلى (لأسفل) مرة أخرى، كما يمكن تعريف السهم السلوكي من خلال تحيز سلوك القطيع لاحظ قطع أو مجموعة من المستثمرين أنهم يقومون بنفس الإجراء (السبب) ثم بعد ذلك يتم تحقيق عوائد غير طبيعية (تأثير). يمكن للمستثمر دراسة حجم التداول للتحقق من ارتفاع كبير في حجم التداول لتحديد سلوك القطيع ثم التحقق من التأثير الناتج على حركة سعر السهم (من خلال العوائد التراكمية غير الطبيعية) بعد فترة زمنية. (Chang ET AL (2015,p.6-7)

بناءً على ما سبق يمكن تعريف الأسهم السلوكية بأنها الأسهم التي تتأثر تحركات أسعارها بشكل إيجابي بالسلوكيات الجماعية غير العقلانية للمستثمرين
سنعتمد على التعريف الآتي: السهم السلوكي هو السهم الذي يتأثر بظاهرة رد الفعل (المبالغ به أو المتأخر).

3.1.2: استراتيجية الزخم Momentum والانعكاس وآلية اختبارها:

تستند فلسفة استراتيجية زخم الاستثمار على قانون Newton للحركة والمعروف بقانون الزخم الذي ينص على أنّ الجسم المتحرك في خط مستقيم يبقى كذلك للأبد ما لم تؤثر عليه قوة خارجية، ويمكن أن نعكس ذلك على الأسواق المالية وحركة الأسعار، إذ يمثل الزخم ميل سعر السهم للاستمرار بالحركة في اتجاه معين، كما يشير الزخم إلى سرعة اتجاه السعر، فهو لا ينقل اتجاه السوق و تيرته فحسب بل يسلط الضوء على انعكاس ذلك الاتجاه، إذ تشكل الوتيرة التي يتغير بها السعر والاتجاه الذي يتبعه أساساً لبناء مؤشرات مختلفة لتحليل المعلمات الفنية كالتغير في السعر والاتجاه العام، كما يمكن عدّ الزخم باعتباره استراتيجية استثمار تهدف إلى الاستفادة من استمرار اتجاهات سوق الأوراق المالية، مما يسهل على المتداولين تحديد فرص التداول المثمرة إنّ الأسهم التي حققت عوائد كبيرة في الأشهر (3-12) السابقة قد استمرت في تحقيق أداء جيد خلال فترة (3-12) شهر اللاحقة بينما استمرت الأسهم التي حققت خسائر مع استمرار هذا الاتجاه، ويمكن الاستفادة من استراتيجية الزخم من خلال القدرة على تحقيق عوائد غير طبيعية من خلال شراء الأسهم ذات العوائد الإيجابية السابقة والبيع على المكشوف للأسهم ذات العوائد السلبية السابقة على افتراض أن الأسهم الراجعة تميل إلى الاستمرار في تحقيق عوائد إيجابية، في حين تميل الأسهم الخاسرة إلى الاستمرار في تحقيق عوائد سلبية jaime ET (2016,p.6).

يمكن تفسير العوائد غير الطبيعية لاستراتيجية الزخم في إطار نظرية انخفاض ردة فعل الأسعار على الأخبار الجديدة، حيث أنّ هناك تكيفاً تدريجياً لأسعار الأسهم مع المعلومات، ففي حال عدم استجابة السوق للمعلومات الجديدة فعندما تكون تلك المعلومات خاصة بتحقيق أرباح غير متوقعة، وكانت تلك الأرباح إيجابية فذلك يجعل الأسهم تحقق عوائد غير طبيعية إيجابية، أما إذا كانت تلك الأرباح سلبية فذلك يجعل الأسهم تحقق عوائد غير طبيعية.

كما جادلت بعض الدراسات بأن التداول غير المنظم والأسعار غير المبررة قد تسهم في زيادة الارتباط الذاتي للعوائد، وبغرض بناء محافظ الزخم تم إتباع المنهجية التي طبقها كل من في عام 1993 Jegadeesh&Titman حيث تمّ اختيار الأسهم التي تتصف باستمرارية تداولها خلال فترة البحث وحساب متوسط عوائدها التراكمية خلال فترة التشكيل formation التي قد تتراوح بين 3-12 شهراً أو أكثر، حيث يتم في البداية حساب عائد السهم الشهري، ويتم بعدها حساب متوسط العوائد التراكمية لكل سهم خلال فترات التكوين بحيث يتم ترتيب الأسهم بحسب عوائدها بالأسهم ذات العوائد الأكبر وتشكيل محفظتين لكل فترة تكوين

الأولى المحفظة بالأسهم الأعلى عوائد التي تسمى بالمحفظة الرابحة خلال فترة التكوين والثانية هي المحفظة الخاسرة والتي تضم الأسهم التي حققت أعلى عائد، على افتراض أن الأسهم التي تحقق أرباحاً بين 3-12 شهراً ستستمر في تحقيق تلك الأرباح خلال فترة الاختبار أي بأمدة زمنية يتراوح من 3-12 شهراً، ومن ثم يتم مقارنة عوائد المحافظ الخاسرة والرابحة مع عائد السوق ففي حال كان هناك فارق جوهري فإن ذلك يعني عدم كفاءة السوق المالية، بالتالي إمكانية تحقيق عوائد غير طبيعية (Zaremba(2019).

4.1.2: رد الفعل المبالغ به ورد الفعل المتأخر:

تشير الانحرافات الأساسية إلى أن أسعار الأسهم لا تعكس القيمة العادلة له، وتشمل هذه الحالات الشاذة رد الفعل المبالغ فيه والمتأخر، وانخفاض القيمة السوقية إلى الدفترية (أسهم القيمة). تتحقق فرضية المبالغة في رد الفعل عندما ترتفع أسعار الأسهم (تنخفض) كثيراً استجابةً للأخبار الجيدة (السيئة)، ومن مظاهر هذه الظاهرة أنه عندما تصل أخبار سيئة إلى البورصة بشأن بعض الأسهم، يصاب المستثمرون بالذعر في البداية ويبدؤون التداول بناءً على هذا المفهوم الخاطئ، بالتالي تنخفض أسعار هذه الأسهم بشكل حاد ويؤدي إلى سوء التسعير. في وقت لاحق، عندما يدرك المستثمرون المدى الحقيقي للأخبار، فإنهم يبدؤون في التداول في الاتجاه المعاكس لذلك تصحح الأسعار نفسها لاحقاً. في حين يحدث العكس تماماً بالنسبة للأسهم المرتبطة بالأخبار السارة؛ تميل أسعارها إلى تجاوز الحد عند وصول الأخبار بسبب سوء تقدير المستثمر، وبعد ذلك عندما يعلم المستثمرون أنهم مفرطون في التفاؤل، فإنهم يميلون إلى التداول في الاتجاه المعاكس مما يؤدي إلى انعكاس الأسعار إلى مستوياتها المعقولة.

"بناءً على" ظاهرة المبالغة في رد الفعل"، يجب أن يكون انعكاس السعر اللاحق متوقعاً من بيانات العوائد السابقة، وبالتالي فإن تبني استراتيجية متناقضة constrain strategy تباع الأسهم الرابحة وتشتري الأسهم الخاسرة يؤدي في بعض الأحيان إلى عوائد غير طبيعية تستفيد من هذا الرد المبالغ فيه". في المقابل، تتميز فرضية رد الفعل المتأخر باستجابة أقل من الأمثل من السوق للمعلومات. حيث إن رد فعل المستثمرين الضعيف على المعلومات الواردة حديثاً نابع من كون المستثمرين متحفظين. ثم يتكيف المستثمرون تدريجياً مع الأخبار التي تتدفق مؤخراً إلى السوق، ويبدؤون في دمج توقعاتهم في الأسعار.

يعتبر كل من رد الفعل المبالغ وردة الفعل المتأخرة مؤشرات مهمة على عدم كفاءة السوق لأنها تؤدي في بعض الأحيان إلى تحقيق عوائد غير طبيعية، وهي عوائد تختلف عن معدل العائد المتوقع وليست تعويضاً عن المخاطر، من خلال تنفيذ إما استراتيجية متناقضة أو زخم. يمكن تحليل رد الفعل المبالغ به/ المتأخر من منظورين، منظور طويل المدى باستخدام بيانات شهرية أو سنوية أو منظور قصير المدى باستخدام بيانات يومية أو أسبوعية. (Jaimie et al (2016,p.20)

5.1.2: نظرية المحفظة السلوكية BEHAVIORAL PORTFOLIO THEORY:

تُعرف نظرية المحفظة السلوكية BPT أنها نظرية تسعى إلى شرح كيف ولماذا يتخذ المستثمرون القرارات التي يتخذونها عند إنشاء محفظة. تفترض النظرية أن هناك تحيزات سلوكية معينة تدفع المستثمرين إلى اتخاذ قرارات دون المستوى الأمثل، مما يؤدي بدوره إلى عوائد أقل (Shefrin&Statman(2000) عندما قدم Statman&Shefrin نظرية محفظة أسهم سلوكية جديدة، استندا في عملهما إلى دراسات سابقة مثل قيد السلامة أولاً ونظرية الاحتمالات كما هو مبين أدناه:

- القيد الأول للسلامة FIRST SAFETY:

القيد الأول للسلامة هو نظرية الاختيار في ظل عدم اليقين التي طورها Roy (1952)، والتي تتميز بمستوى الكفاف "S" ومستوى الثروة "W". يتمثل التحسين بموجب مبدأ Roy في تقليل احتمالية أن يكون "W" أدنى من "S"، أي من مستوى العائد ويفترض Roy العوائد الموزعة بشكل طبيعي ويوضح بأن المستثمرين يقللون من الانحراف المعياري V_p مما يؤدي إلى الدالة التالية (Statman&Shefrin(2000,p.130)

$$\text{Min } (s - \mu_p)/V_p$$

أما على مستوى التعامل مع المخاطرة وتجنبها فقد اكتشف Savage(2014) أنه يمكن للمستثمرين الجمع بين شراء بوالص التأمين وتذاكر اليانصيب، مما يعني أنه ليس لديهم عادةً موقف موحد تجاه المخاطر كما هو مفترض، في حين أن دالة المنفعة المتوقعة مقعرة على جميع الأصول، فإن دالة Savage&Friedman مقعرة على بوالص التأمين ومحدبة على بطاقة اليانصيب، مما يعكس موقف المستثمر المختلف تجاه المخاطر. وطور tesler الدالة وطبقها على نظرية المحفظة لتصبح وفق الآتي:

$$\text{Max } E(R) \text{ s.t.}$$

$$P\{W < s\} \leq D$$

حيث يشير W إلى التوزيع النهائي للثروة و R لعائد المحفظة، D وهي العتبة. يسمح استخدام قيد الأمان أولاً بترك الانحراف المعياري خارج المعادلة وتجنب قيودها المطورة مسبقاً، وهذا القيد مبني على مقدار متطرف من التوزيع الاحتمالي النهائي للثروة التي يمكن استيعابها من خلال القيمة المعرضة للمخاطر "تقيس القيمة المعرضة للمخاطر الخسارة المحتملة في قيمة الأصل أو المحفظة المحفوفة بالمخاطر على مدى فترة محددة لفترة ثقة معينة".

بناءً عليه فإنّه في "مبدأ السلامة أولاً"، يبحث المستثمرون عن محفظة تقلل من احتمالات التعثر، مع بعض القيود المتوقعة على العائد.

لذلك فإن هذه الدالة الموضوعية المذكورة أعلاه تشبه إلى حد كبير تلك التي قدمها ماركويتز، وهي محددة على أساس المقايضة بين المخاطرة والعائد، ومع ذلك، فإنّ تعظيم العوائد المتوقعة، في هذه الحالة، يتمّ في ظلّ القيود القائلة بأنّ الخطر (أي احتمال الانخفاض إلى ما دون مستوى معين) يقع دون العتبة (أي احتمال التعثر) محدد مسبقاً، الأمر الذي يختلف عن إطار عمل ماركويتز حيث يكون تحسين العوائد المتوقعة مقيداً بمتطلبات الوصول (أو أقل) من مستوى مستهدف من المخاطر (أي التباين).

- نظرية التوقع Perspectives theory:

تعدّ من أهم النظريات التي تتعلق بعملية اتخاذ القرار في ظل ظروف عدم التأكد والعوامل النفسية، وسميت بتلك التسمية لأنها تبحث في كيفية تشكيل المستثمرين لقراراتهم وفق الاحتمالات.

تعتبر نظرية التوقع الأساس لظهور فكرة النفور من الخسارة، التي تنص على أنّ المستثمرين هم الأكثر حساسية للخسائر بدلاً من الأرباح، كذلك في ظهور أثر التصرف الذي يقصد به ميل المستثمرين إلى إعطاء وزن أكبر للنتائج الأكيدة نسبة للنتائج التي تكون حتمية، حيث يشعر المستثمرون عند ارتفاع سعر السهم بقدر معين من السعادة، ويعتقدون أنه إذا لم يبيعوا السهم سيواجههم احتمال انخفاض السعر وخسارة المكاسب، لذلك يميل المستثمرون لبيع السهم، ويمثل هذا النمط سلوك تجنب المخاطرة، حيث أنّه في حالة ما إذا كان لدى المستثمر سهم خاسر فسوف يشعر بالحزن، غير أنّ هناك احتمال أن يرتفع السعر، وهذا يمثل شعوراً بالسعادة، لذلك

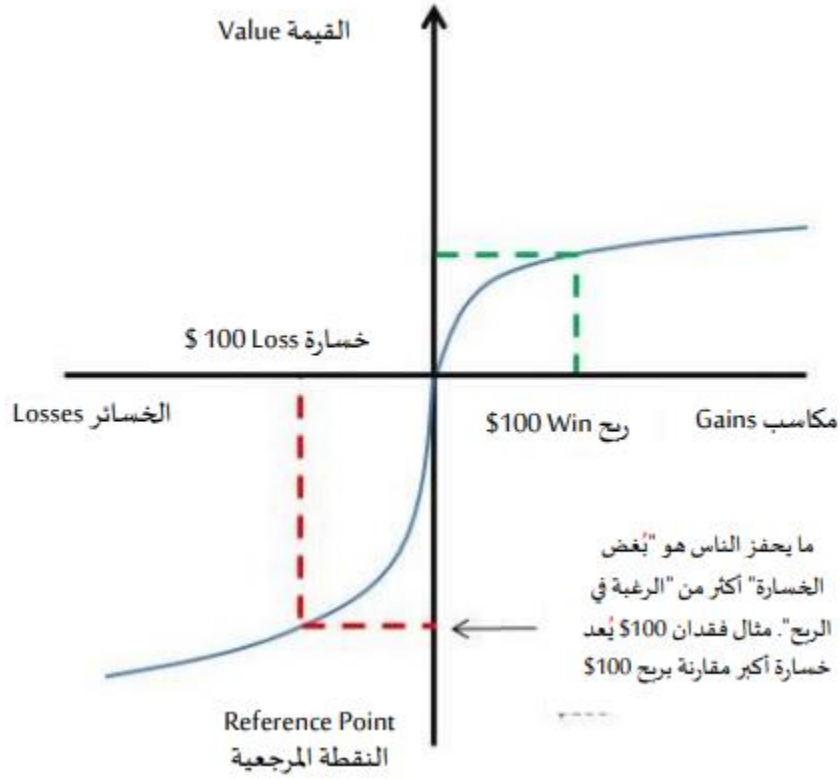
يتمسك المستثمر بالسهم الخاسر Khaneman,1979,p.263

يمكن وضع الصياغة الرياضية لنظرية التوقع بالاختيار بين البدائل المتاحة من خلال الأوزان بدلاً من الاحتمالات ودالة القيمة بدلاً من دالة المنفعة المستخدمة في نظرية المنفعة المتوقعة، ويمكن صياغة الدالة كما يلي منصور & مانع (2016، ص.5):

$$v(a): \sum [v(u(x_i))][\pi(p(x_i))]$$

حيث أن $v(a)$ هي دالة القيمة، $v(u(x_i))$: دالة المنفعة، $[\pi(p(x_i))]$: الاحتمالات الموزنة بالاحتمالات، يتضح من خلال المعادلة أن دالة القيمة تختلف عن دالة المنفعة في نظرية المنفعة المتوقعة بسبب النقطة المرجعية، والتي يتم تحديدها من قبل انطباع شخصي للأفراد، إذ أن ميل دالة القيمة يكون صاعد لمستويات الثروة عند النقطة المرجعية وميل نازل لمستويات الثروة بعد النقطة المرجعية، كما يتم تحديد هذه الأخيرة من قبل كل فرد كنقطة مقارنة لمستويات الثروة في إطار هذه النقطة المرجعية، ويعتبر المستثمر محب للمخاطرة عند مستويات الثروة الأقل من النقطة المرجعية، أي يعني أنه مستعد لتحمل مخاطرة وذلك للمحافظة على أعلى مستويات الثروة، أما في حالة مستويات الثروة التي تكون أعلى من النقطة المرجعية فإن المستثمر يكره المخاطرة. "إن عكس التفضيلات بسبب التبعية بين الأحداث له أهمية خاصة لأنه ينتهك الافتراض الأساسي للتحليل النظري للقرار، بأن الخيارات بين الاحتمالات يتم تحديدها فقط من خلال احتمالات الحالات النهائية." هذا هو السبب في أن دالة القيمة، كما تم تعريفها في نظرية الاحتمالات، تعتمد على المكاسب والخسائر بدلاً من المستوى النهائي للثروة وأوزان القرار التي تعدل بشكل مصطنع احتمالات النتائج.

الشكل رقم 2: دالة القيمة الإفتراضية في إطار نظرية التوقع:



المصدر: Kahneman&Tversk,1971, p.11

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن هناك نوعين من المستثمرين هما:

- (1) المستثمرين الذين ينفرون من المخاطر ويسعون إلى تحقيق أرباح في أقل وقت ممكن.
- (2) المستثمرون الذين يجذبون المخاطر، وبالتالي لتجنب الخسائر فهم يفضلون المقامرة عن طريق تجنب بيع الأصول التي تؤدي إلى زيادة حجم الخسائر، وعلاوة على ذلك، فإنّ المستثمرين يُقدرون الاحتمالات بطريقة غير خطية.

- نظرية SP/A:

تتعلق هذه النظرية من كون قرار المستثمر يتوقف على ثلاثة عوامل: (S) Security الأمان وهو مماثل لمعيار السلامة أولاً، و P: الإمكانية التي تشير إلى الرغبة في الوصول إلى مستوى معين من الثروة،

Aspiration الهدف، وترى Lopes أنّ هناك نوعين من الانفعالات تؤثران في رغبة المستثمر لقبول المخاطرة، هما الخوف والأمل، يعمل كلاهما على تغيير الأوزان النسبية المرتبطة بالاحتمالات التراكمية (Lopes(2018) تصاغ النظرية رياضياً من خلال الدمج بين معيارين منفصلين على النحو الآتي (Lopes ET AL (2013)

$$SP/A = f(SP, A)$$

يتم نمذجة الجزء SP من خلال دالة القيم المرجحة المتباينة Decumulative Weighting Function كما في نظرية التوقع، لكن باستثناء دالة المنفعة التي يفترض أنها خطية:

$$SP = \sum_{i=1}^n h(D_i)(r_i - r_{i-1})$$

يتفرع عن الدالة السابقة مفهومان أساسيان هما الخوف craine وهو الخوف الناجم عن الرغبة في الأمان، ممّا يؤدي بالمستثمر إلى تعظيم احتمال الوصول إلى ثروة نهائية تتجاوز عتبة معينة S وعليه فإنّ المستثمرين حاجة ماسة لعنصر الأمان لتجنب الخسائر ويكون ذلك بضمان الحد الأدنى للثروة المحققة. أمّا الأمل espoir فهو الذي يولد الرغبة في تحقيق مستويات ثروة أعلى من المستوى الحالي، وبالتالي تشجيع المستثمرين على استثمار الفرص المواتية، الأمر الذي يعكس تفاؤل المستثمر وعدم خوفه من الخسائر (مستثمر متشائم). كما تتمثل العلاقة بين الأمل والمخاطرة من خلال معادلة لوبيز:

$$O(D_i) = \sigma(D_i) + (1 - \sigma)Y(D_i)$$

حيث أنّ σ تكون محصورةً بين 0 و 1 فكلما اقتربت قيمتها من الواحد فإنّ المستثمر يكون أكثر خوفاً، وبالتالي ستكون استثماراته في محافظ دفاعية (محافظ ذات أسهم لها انحراف معياري منخفض).
- هيكل الحساب العقلي²¹

"المحاسبة العقلية هي سمة من سمات نظرية الاحتمالات، وهو إطار عمل تم تطويره لنمذجة الميل لاتخاذ القرارات على أساس المكاسب والخسائر المتعلقة بنقطة مرجعية."

¹ Shefrin, H. M. and Statman, M. 'The disposition to sell winners too early and ride losers too long' Journal of Finance, 40 (1987), 111-190

تتمثل القيمة في نظرية الاحتمالات بالمكاسب والخسائر، ويمكن أن يكون للمستثمرين مستوى منخفض أو مرتفع أو مستوى متباين من التوقعات، مما يعني أنه بينما يحاولون تجنب الفقر، فإنهم أيضاً يريدون في بعض الأحيان أن يصبحوا أغنياء.

عندما يكون لدى المستثمرين مستويات توقع متباينة، فإنهم عادة ما يمتلكون محفظة يمكن اعتبارها هرمياً، مع طبقات مختلفة وطموحات مختلفة مرتبطة بهم.

في رؤية مبسطة، يمكن للمستثمر أن يقول إن طبقة الأساس هي الهدف الوحيد لتجنب الفقر بينما تهدف الطبقة العليا إلى أن تكون ثرياً والاختلاف الرئيسي بين حساب BPT الفردي (حيث يحسب المستثمر محفظته بالكامل) وحسابات BPT المتعددة (حيث يقسمون ثروتهم بين محافظ فرعية مختلفة) هو في التالي:

1. محفظة الأسهم السلوكية بحساب عقلي واحد SMA: تبنى هذه المحفظة بشكل مشابه إلى حد ما لطريقة بناء المحفظة وفقاً لتحليل العائد- المخاطرة حيث يتم التعامل مع كلا المحفظتين بشكل إجمالي أي في الأخذ بعين الاعتبار قيمة التباين المشترك بين الأصول المشكلة للمحفظة، ويختار المستثمر وفقاً لهذه الطريقة المحفظة الكفؤة عن طريق تعظيم دالة المنفعة أي يسعى للحصول على أعلى قيمة للثروة المتوقعة مع العمل على تدني احتمال الإفلاس، في حين يكون الهدف في نظرية ماركويتز هو تقليل الانحراف المعياري للعائد.

2. محفظة الأسهم السلوكية بحسابات عقلية متعددة MMA: يعدّ انحراف الحساب العقلي أهم ما يميز بين شكلي محفظة الأسهم السلوكية. فمن النادر وجود مستثمرين يسعون فقط إلى تحقيق مستوى عالٍ من الثروة وآخرين يكتفون بتحقيق مستوى منخفض من الثروة، وإنما غالباً ما نجد كل مستثمر يجمع بين الصفتين فهو يرغب من جهة في تجنب الخسارة ويسعى من جهة أخرى للاغتناء، لذلك تم الإشارة إلى ذلك بهرم متعدد الطبقات توزع الثروة فيما بينها، حيث تخصص الطبقة الوسطى لتجنب الخسارة لضمان تحقيق المستوى الأدنى للعائد، وتخصص الطبقة العليا للاغتناء، ونتيجة لهذا الفصل نجد المستثمر يهمل الارتباط والتباين المشترك بين أصول محفظته.

يهدف المستثمر وفقاً لنظرية المحفظة السلوكية إلى تعظيم ثروته المتوقعة (محسوبة بأوزان القرار) بشرط ألا يتجاوز احتمال الفشل في الوصول إلى مستوى الهدف A مستوى معين α ، وذلك تحت قيد السلامة أولاً، ليحل بدلاً عن إضافة إلى قيد رأس المال المستثمر، ومن ثم، يتم صياغة البرنامج الرياضي لأمثلة المحفظة السلوكية كالتالي:

$$\begin{aligned} & \text{Maximize } E_{\pi}(W) \\ & \text{s. t.} \\ & p(W < A) \leq \alpha \\ & \sum \pi_i W_i \leq W_0 \end{aligned}$$

حيث:

$E_{\pi}(W)$: الثروة المتوقعة للمستثمر.

W_0 : الثروة الابتدائية للمستثمر.

π : احتمال حدوث السيناريو

α : أقصى احتمالية للفشل

A: مستوى الهدف:

أوضح statman (2002) أن الحدود الكفؤة أو الفعالة للمحفظة السلوكية لا تتشابه مع منحنى الحد الفعال (متوسط-تباين)، ويعود السبب وراء ذلك إلى أن المستثمر وبمستوى ثقة معين، يتعامل مع المخاطرة على أنها الانحراف السلبي عن التوقعات، ما يدفع المستثمرين إلى تحقيق هدفين: السعي إلى تشكيل محافظ تتوافق مع معيار السلامة أولاً عند أقل تكلفة استثمارية ممكنة، والثاني الوصول إلى الحد الأقصى للثروة المخصصة للاستثمار، وعليه فإن المستثمر سوف يقوم بتوظيف الجزء المتبقي بحيث يعطي أعلى عائد متوقع، ومن ثم فإن المحفظة السلوكية المثلى ستختلف عن محفظة مكونة على أساس نظرية المحفظة الحديثة.

بناءً على النظريات المعروضة أعلاه، تعتبر نظرية المحفظة السلوكية أن المستثمرين يكرهون المخاطرة ويبحثون عن المخاطر في نفس الوقت، في حين تفترض نظرية المحفظة الحديثة أن المستثمرين يكرهون المخاطرة، وهذا هو سبب عدم رغبتهم في استثمار الأموال في أصول خطرة، كما أن المستثمر حسب نظرية المحفظة الحديثة، يختار استثمار الأموال في المحفظة المتنوعة بهدف تجنب المخاطرة لكن، وفقاً للتمويل السلوكي، يعتبر نفس المستثمر باحثاً عن مخاطر إذا كان الهدف هو تحقيق ربح سريع من حيث BPT، وكما لا يتم قياس المخاطر من خلال الانحراف المعياري للعوائد؛ بل يتم قياسه بدلاً من ذلك من خلال احتمال عجز، أي احتمال أن يكون هذا العائد أقل مبلغ مستهدف معين، أو متوسط النقص إذا اختار المستثمر

استثمار الأموال في محفظة متنوعة (Das (2013,p.27)

حسب مفهوم نظرية المحفظة الحديثة، يتم إعطاء المستثمر العقلاني الاختيار بين الاستثمارات، وسيختار محفظة متنوعة، حيث أنها تتميز بانخفاض الانحراف المعياري للعائد كمقياس من المخاطر. يمكن الاستنتاج أن بعض المحافظ تعتبر محافظ منخفضة المخاطر حسب منهجية نظرية المحفظة الحديثة في حين تم تقييمها على أنها محافظ عالية المخاطر بناءً على نظرية محفظة الأسهم السلوكية بسبب الاحتمالية العالية للفشل في تحقيق الهدف المحدد، وبالمثل فإن المحافظ التي تم تقييمها على أنها محافظ عالية المخاطر وفقاً للمعيار المحدد من قبل نظرية المحفظة الحديثة يمكن النظر إليها حسب نظرية محفظة الأسهم السلوكية منخفضة المخاطر من حيث التمويل السلوكي و نظرية المحفظة السلوكية بسبب ضعف احتمال الفشل في إنجاز الهدف المحدد.

إن السمة الرئيسية لنظرية محفظة الأسهم السلوكية هي افتراض أن المستثمرين لا ينظرون إلى محافظهم الاستثمارية ككل، كما هو مقترح من قبل نظرية المحفظة الحديثة، ولكن كطبقات منفصلة في الحساب العقلي، حيث أن كل حساب عقلي مرتبط بهدف معين وموقف معين تجاه المخاطر لذلك تختلف أهداف المستثمرين ومواقفهم تجاه المخاطر عبر الحسابات العقلية

تؤكد نظرية المحفظة السلوكية على أهداف المستثمرين المرتبطة بطبقات الحساب العقلي المحددة الخاصة بكل منها (النهج القائم على الهدف)، حيث يكون الهدف النهائي هو إنشاء المحفظة والتي ستلبي الأهداف المحددة في كل طبقة من هرم المحفظة ووفقاً للنقاط المذكورة سابقاً، يشير Statman 2014 ، إلى حقيقة أن هذا أمر طبيعي حيث يبدأ المستثمرون عملية بناء السلوك المحافظ بتقسيم المحفظة الأساسية إلى ثلاثة حسابات ذهنية كطبقات في هرم المحفظة:

- الحساب العقلي الأول (الطبقة السفلية من الهرم) لتوفير الحماية من الفقر.
- الحساب العقلي الثاني (الطبقة الوسطى من الهرم) للأغراض التعليمية.
- الحساب العقلي الثالث (الطبقة العليا من الهرم) لغرض تعظيم ثروة المستثمر.

يتميز الحساب العقلي الأول بنفور المستثمر من المخاطرة بسبب ما هي حقيقة السندات التي تجعل الأصول المهيمنة في أدنى المستويات طبقة. في حين يتميز الحساب العقلي الثاني بمستوى معتدل من تحمل المخاطر، وهذا ما يفسر لماذا يسود مزيج من الأسهم والسندات في الطبقة الوسطى. أخيراً، الحساب الذهني الثالث الذي يتميز برغبة المستثمر في أخذ المزيد من المخاطر، وهذا هو السبب في اختيار أسهم الشركات، أو حتى من شركة واحدة، لحساب الأصول المهيمنة في الطبقة العليا، وقد يكون لدى المستثمرين خيار موقع قصير في

أمان معين عند طبقة واحدة من الهرم مع الاحتفاظ بموقع "طويل" في نفس الأمان في طبقة أخرى من الهرم
 rengifo ET AL (2014,p.27)

خلاصة القول: يبني المستثمرون العقلانيون محافظ تسترشد بنسبة العائد المتوقع والمخاطر، في حين ينظر المستثمرون وفقاً لنظرية المحفظة السلوكية حسب رغباتهم واحتياجاتهم وتحيزاتهم وعاداتهم وتفضيلاتهم والعواطف المؤثرة فيهم، وغالباً ما يستخدمون الاستدلال، أي الاختصارات العقلية والحدس وحتى التخمين. بعبارة أخرى، يبني المستثمرون العقلانيون محافظهم الاستثمارية على أساس الفوائد النفعية (أعلى توقع العودة وأقل خطر ممكن)، في حين أنه حسب نظرية محفظة الأسهم السلوكية يختار المستثمرون الأوراق المالية والأصول المالية الأخرى ليس فقط على أساس المنفعة، ولكن أيضاً لتكون معبرة عن تحقيق الفوائد العاطفية، أي أنّ هدف المستثمر العقلاني هو تعظيم المنفعة النفعية المنعكسة في نمو الثروة، أي تعظيم العوائد لمستوى معين من المخاطرة، بينما يسعى المستثمر السلوكي إلى تعظيمها لجميع الأبعاد الثلاثة للفوائد.

بناءً على ما سبق يوضح الجدول الآتي الفرق بين نظرية محفظة الأسهم السلوكية ونظرية المحفظة الحديثة:

الجدول رقم (1): مقارنة بين نظرية المحفظة الحديثة ونظرية المحفظة السلوكية:

نظرية المحفظة الحديثة	نظرية المحفظة السلوكية
المستثمرون أشخاص عقلانيون تماماً، ويمكنهم فصل العقل عن العواطف ويستترشدون به. الهدف الوحيد هو تعظيم ثروتهم الخاصة.	المستثمرون السلوكيون أشخاص تحت تأثير التحيز المعرفي والعواطف المضللة التي لا تتخذ دائماً قرارات عقلانية ولا تسترشد بها. الهدف الوحيد هو تعظيم المصالح الشخصية.
يتسم المستثمرون فقط بالنفور من المخاطرة.	يبحث المستثمرون عن المخاطر ويكرهون المخاطرة في نفس الوقت.
يتم قياس المخاطر من خلال التباين، أي الانحراف المعياري للعوائد.	يتم قياس المخاطر من خلال احتمال الخسارة، أي الفشل في تحقيق الهدف المحدد، أو متوسط النقص، أو كنتيجة للخسائر.

يرى المستثمرون المحفظة ككل ولا يطبقون مفهوم المحاسبة العقلية.	ينظر المستثمرون إلى المحفظة على أنها مجموعة من المحافظ الفرعية، كل منها هو الأمثل لحساب عقلي معين.
المستثمرون لديهم مستوى واحد من تحمل المخاطر وهو ينطبق على المحفظة ككل.	يتمتع المستثمرون بعدة مستويات من تحمل المخاطر، لكل مستوى منها حساب عقلي.
لدى المستثمرين هدف عام واحد (تعظيم العوائد في المستوى المفضل للمخاطر) الذي يتم تطبيقه على المحفظة بأكملها.	لدى المستثمرين عدة أهداف (تجنب الفقر ، التعليم ، زيادة الثروة) هدف واحد لكل حساب ذهني.
المحفظة المثلى هي مزيج من محفظة السوق وأصول خالية من المخاطر.	تم إنشاء المحفظة المثلى من خلال الدمج الأمثل المحافظ الفرعية.
المحفظة المثلى هي محفظة تعظيم الفوائد النفعية للمستثمر.	المحفظة المثلى هي محفظة تعظيم الفوائد الإجمالية للمستثمر معبراً عنها كمجموع نفعي لكل من الفوائد النفعية والاعتبارية.
تختلف المحفظة المثلى بين المستثمرين ، بناءً على مستوى تحمل المخاطر.	تختلف المحفظة المثلى عبر المستثمرين ليس فقط بسبب وجود مستويات مختلفة من تحمل المخاطر، ولكن أيضاً بسبب رغباتهم واحتياجاتهم وتحيزاتهم وعاداتهم وتفضيلاتهم المختلفة وعواطفهم.

6.1.2: المنهجيات المستخدمة في تشكيل المحافظ:

تتنوع الأساليب المستخدمة في تشكيل المحافظ السلوكية، ولعلّ من أهمّها تلك الطرق المعتمدة على نظرية الاحتمالات والتوقع.

من أبرز المنهجيات المنهجية المطبقة حسب دراسة (Chang ET AL (2016):

تمثلت المنهجية في الآتي:

- تحديد الأسهم السلوكية مكتفين بدراساتهم على رد الفعل المبالغ فيه، ورد الفعل المتأخر كأساس لتحديد الأسهم السلوكية حيث تمّ اعتماد المفهوم التشغيلي للسهم السلوكي الذي يعتمد على العلاقة

بين السبب والأثر، الوقت اللازم لحصول الأثر، واحتمالية الأثر وذلك لكل سهم على حدى وتمّ ذلك وفق حساب العائد غير الطبيعي وحجم التداول غير الطبيعي و تمّ تحديد العائد غير الطبيعي من خلال الفرق بين عائد السهم و حاصل ضرب معامل بيتا في عائد السوق.

- حجم التداول غير الطبيعي من خلال الفرق بين حجم التداول النسبي (نسبة حجم التداول للسهم إلى المتوسط المتحرك لحجم التداول للسوق خلال فترات تداول سابقة) وحجم التداول الفعلي.
- تمّ اختبار احتمالية الأثر من خلال اختبار الفرق one-proportion وذلك حتى 20 يوم.
- لأغراض المقارنة تمّ تشكيل ثلاثة محافظ هي:

(1) المحفظة المقترحة من قبل الباحثين: حيث تعتمد على (العائد التراكمي للسهم، عدد أيام التداول، عدد الأسهم السلوكية المتوفرة في كل يوم، العائد على المحفظة، درجة التوجه نحو المخاطرة tolerance level of loss، قيمة العتبة التي تميز بين الخوف والأمل threshold level، احتمال تحقق السيناريو، احتمالية حدوث الأثر، سعر السهم، متغير نوعي يشير إلى شراء أو عدم شراء السهم، متغير نوعي ثنائي يأخذ القيمة 0 في حال كان عائد المحفظة أقل من العائد المتحقق عند الأمل).

(2) المحفظة الاستثمارية المثلى حسب طريقة ماركويتز لثلاثين سهماً.

(3) محفظة السوق معبراً عنها بعائد مؤشر السوق.

المبحث الثاني

الدراسات التطبيقية حول الأسهم والمحفظة السلوكية

تمهيد:

فُسم هذا المبحث إلى محورين، يتمثل المحور الأول بالتحيزات السلوكية في حين اختص المحور الثاني بدراسات متعلقة بمحاولة تفسير بعض الحالات من خلال علم المالية السلوكي، أما الثاني فقد اختص بعرض الطرق المستخدمة في تشكيل محافظ سلوكية³:

1.2.2: دور التحيزات السلوكية في تفسير ظاهرة أسهم القيمة:

يتضمن هذا الجزء دراسة (Markus Drevelius & Jonas Sormunen (2018):

A study of value investment strategies based on dividend yield, price-to-earnings and price-to-book ratios in Swedish stock market

جاءت بهدف معرفة دراسة استراتيجية أسهم القيمة من خلال مجموعة من النسب وهي مكرر الربحية، مضاعف القيمة الدفترية، منحى توزيع العائد وذلك في السوق المالية السويدية وذلك للفترة 2006-2016. استخدمت الدراسة المؤشرات السابقة في تصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو، حيث تمّ تصنيف كل مؤشر على حدى ومن ثم دمجها في تصنيف واحد. وقد تمّ الاعتماد على مؤشر شارب لمقارنة أداء محافظ أسهم القيمة مع أداء محافظ أسهم النمو.

أشارت نتائج الدراسة إلى أنه عند تصنيف الأسهم حسب منحى التوزيع فقد بلغ معامل شارب للأسهم ذات منحى التوزيع المنخفض /0.28/ وهي أقل من معامل شارب لمحفظة الأسهم ذات منحى التوزيع المرتفع البالغ /0.64/. أما عند تصنيف الأسهم حسب مكرر الربحية فقد لوحظ أنّ معامل شارب لمحافظ أسهم القيمة البالغ /0.52/ أقل من معامل شارب لمحافظ أسهم النمو البالغ /0.65/ ما يعني تفوق محافظ أسهم النمو على محافظ أسهم القيمة، وفي حال تمّ التصنيف حسب مضاعف القيمة الدفترية كان هناك تفوق لمحافظ أسهم القيمة حيث بلغ معامل شارب /0.68/ وهي أكبر من معامل شارب لمحافظ أسهم النمو البالغة /0.57/. ما يعني إمكانية اختلاف تفوق الأداء تبعاً لنوع المؤشر المستخدم في تصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو، وهذا ما دفع الباحثان إلى إعادة تصنيف الأسهم اعتماداً على المؤشرات الثلاث مجتمعةً.

³ تمّ ترتيب الدراسات وفق محاور وفي كل محور تمّ وضع الدراسات من الأحدث إلى الأقدم

تمّ إعادة حساب مؤشر شارب وقد وجد أنّ محافظ أسهم القيمة المعتمدة على تصنيف المؤشرات الثلاث قد تفوقت على محافظ أسهم النمو حيث بلغ للأول /0.60/ وهي أعلى من قيمة معامل شارب لمحافظ أسهم النمو البالغة /0.53/.

2.2.2: التحيزات السلوكية وأثرها على عوائد الاستثمار:

استعرض هذا الجزء التحيزات السلوكية وأثرها في عوائد الاستثمار وذلك على المستوى العالمي، وعلى المستوى المحلي (سوق دمشق للأوراق المالية):

- على المستوى العالمي: ونذكر من هذه الدراسات:

1. دراسة Taib (2021) بعنوان:

Overconfidence Bias, Self-attribution Bias and Investor Decisions: Moderating Role of Information Acquisition

كان الغرض من هذه الدراسة هو اختبار العلاقة بين التحيزات السلوكية مثل التحيز المفرط في الثقة وتحيز الإسناد الذاتي والحصول على المعلومات مع الأفراد في قرارات المستثمرين. تمّ استخدام SmartPLS 3.0 لتحليل نموذج المعادلة الهيكلية المطبق بناءً على البيانات المقطعية التي تم جمعها من 390 مستثمراً من أسهم سوق باكستان المالي باستخدام تقنية أخذ العينات العنقودية. تؤكد نتائج هذه الدراسة هذه التحيزات (التحيز المفرط في الثقة وتحيز الإسناد الذاتي) وأن تشوه عقلانية الفرد واكتساب المعلومات يؤديان إلى اعتدال كبير في العلاقة بين التحيز المفرط في الثقة بقرارات المستثمرين.

2. دراسة Alquraan et al (2016) بعنوان:

Do Behavioral Finance Factors Influence Stock Investment Decisions of Individual Investors? (Evidences from Saudi Stock Market)

تمثل الهدف الرئيسي باستكشاف عوامل المالية السلوكية التي تؤثر على القرار الاستثماري للأفراد في الأسهم في سوق الأسهم السعودي كأحد الأسواق الناشئة الحيوية في الشرق الأوسط. تمّ توزيع (140) استبانة على المشاركين بشكل عشوائي. تمّ استخدام معامل ألفا كومبارخ لبيان صلاحية الاستبانة للتعبير عن مشكلة البحث بالإضافة إلى طرق الانحدار الخطي المتعدد وتحليل التباين التي تمّ

استخدامها لاختبار الفرضيات. أشارت نتائج الدراسة إلى أن عوامل التمويل السلوكي (تجنب الخسارة، الثقة المفرطة، وإدراك المخاطر) لها تأثير كبير على قرارات الاستثمار في سوق الأسهم السعودي، في حين أن تأثير القطيع ضئيل، والمتغيرات الديموغرافية (الجنس، العمر، التعليم والدخل والخبرة) لا تحدث أي اختلافات كبيرة في قرار المستثمر، باستثناء المتغير الديموغرافي (التعليم) الذي يصنع فروقاً كبيرة في قرار المستثمر في سوق الأسهم السعودي.

باستخدام تحليل الانحدار أظهرت النتائج أن هناك أثر إيجابي لفرط الثقة في اتخاذ المستثمر الفرد للقرار الاستثماري وهو معنوي حيث بلغ معامل التأثير 0.38 وهي أعلى قيمة معامل تأثير ما يدل على أهمية هذا العامل في اتخاذ القرارات الاستثمارية للمستثمرين الأفراد في السوق المالية عينة الدراسة. كما كان هناك أثر إيجابي لكره الخسارة في اتخاذ المستثمر الفرد للقرار الاستثماري وهو معنوي حيث بلغ معامل التأثير 28.0 في حين لا يوجد أثر معنوي لسياسة القطيع في اتخاذ القرار للقرار الاستثماري. أما بالنسبة لإدراك المخاطر فقد كان له أثر سلبي في اتخاذ المستثمر الفرد للقرار الاستثماري وهو معنوي حيث بلغ معامل التأثير -0.19، وعند تحليل سبب الاختلاف في القرار الاستثماري تبعاً للعوامل الديموغرافية باستخدام تحليل التباين وجد أن المستوى التعليمي يوضح الاختلاف في القرارات الاستثمارية للمستثمرين الأفراد في السوق المالية عينة الدراسة.

3.2.2: تشكيل المحافظ التقليدية والسلوكية:

نذكر من الدراسات تلك المعتمدة على درجة التوجه نحو المخاطر ومن أبرز هذه الدراسات دراسة **Rodríguez ET AL (2021)** حيث جاءت هذه الدراسة بعنوان "المحفظة المتنوعة السلوكية كبديل عن نظرية المحفظة الحديثة"، وذلك بهدف إيجاد بديل عن النظرية الحديثة للمحفظة وذلك للأخذ بعين الاعتبار التحيزات السلوكية في السوق المالي الأمريكي، حيث تم اختيار العشرين سهماً الأفضل أداءً في مؤشر S&P500 وذلك خلال الفترة 2013-2017 على نحو شهري.

اعتمد البحث على مفهوم الضبابية FUZZY الذي يستخدم في حالات عدم اليقين وهو الأمر المحقق في الأسواق المالية لعدم الوضوح في الأهداف لدى المستثمرين والقيود المفروضة عليهم. لأغراض تحقيق الهدف أعلاه تم تحديد عائد ومخاطرة المحفظة وحُسبت العوائد من خلال مجموع ضرب الوزن النسبي لكل سهم في عائدته، في حين تم حساب الانحراف المعياري السلوكي الذي يعبر عن المخاطرة السلوكية وذلك من خلال قانون تايلور حيث تم تعديل الانحراف المعياري التقليدي بكل من معامل الالتواء ومعامل

التقلّح ودرجة تفضيل المستثمر للمخاطر، وتمّ حساب درجة تنوع المحفظة من خلال التابع الأسّي للأوزان النسبية للأسهم الداخلة في المحفظة.

طبقت الدراسة دالة الانتماء المثلثية والتي تعرف العلاقة بين العدد والمجموعة الضبابية (المبهما) وتستخدم المجموعة الضبابية في حالات عدم اليقين، والتي تتطلب تحديد مستويات الضرورة والتي تعبر عن الحدود الدنيا للعائد والمخاطرة المطلوبة necessity والكفاية sufficiency التي تعبر عن الحدود العليا للعائد والمخاطرة المطلوب الوصول إليها، وتمّ إيجاد هذه المستويات من خلال تعديل العائد والانحراف المعياري السلوكي ودرجة التنوع في المحفظة الاستثمارية بقيم حددها الباحث تبعاً لدرجة توجه المستثمر نحو المخاطرة. كما تمّ تشكيل محفظة اعتماداً على طريقة ماركويتز للأمثلية في تخصيص الأصول، وتمّ مقارنة أداء المحفظتين من خلال العائد المعدل بالمخاطرة وقد أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود فارق جوهري في العوائد المعدلة بالمخاطر بين المحفظة السلوكية المثلى ومحفظة ماركويتز المثلى.

في حين اعتمدت دراسات أخرى على منهجية دمج النظريات السلوكية للنموذج السلوكي الأمثل كما هو الحال في دراسات كل من دراسة كوجك & مفّاح (2021) ودراسات chen et al لعام 2016 و2018:

1. دراسة كوجك & مفّاح (2022) بعنوان:

"أمثلة المحفظة الاستثمارية السلوكية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقاربة مدمجة بين نظريتي التوقع والمحفظة الحديثة)"

هدفت الدراسة إلى تقييم مدى فاعلية الاعتماد على نظرية المحفظة السلوكية في اختيار وتكوين المحافظ الاستثمارية بما يعظّم الثروة النهائية للمستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية، باعتماد مقاربات مختلفة، إضافةً إلى تحديد خصائص وسمات المحافظ الاستثمارية الناجمة عن تطبيق كل منها. اعتماداً على سلسلة بيانات الأسهم التاريخية والتنبؤية لمجموعة من أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2019/02/20 وحتى 2021/03/03.

توصلت الدراسة إلى إثبات فاعلية أسلوب التمهيد BOOSTRAPING في تقدير عوائد مستقبلية متوقعة تتلاءم مع الشروط الواجب تطبيقها لتكوين وأمثلة المحفظة الاستثمارية. خلصت الدراسة إلى أنّ استخدام نموذج ماركويتز المترافق مع نظرية المحفظة السلوكية يؤدي إلى عائد أعلى ومخاطر أقل في حال اعتماد كل مقارنة على حدى.

2. دراسة (Chang ET AL(2018) بعنوان:

Portfolio Selection Problem Considering Behavioral Stocks under Holding Periods, International Journal of Modeling and Optimization

هدفت إلى تشكيل محفظة استثمارية مثلى تأخذ بعين الاعتبار الحسابات العقلية في سوق تايوان للأوراق المالية وذلك بالتطبيق على 150 سهماً الأفضل أداءً، ولتشكيل هذه المحفظة تمّ اعتماد الخطوات الآتية:

➤ التعرف على التحيزات السلوكية الموجودة في السوق المالية عينة الدراسة حيث تمّ اختبار أربع تحيزات سلوكية التحيز التمثيلي التجريبي representativeness مقاساً باستخدام مكرر الربحية، تحيز الثقة الزائدة مقاساً باستخدام معدل الدوران over-confidence، رد الفعل المبالغ فيه تم قياسه بالعائد قصير الأجل over-reaction، رد الفعل المتأخر under-reaction و تم قياسه بالعائد طويل الأجل.

➤ تحديد حالة السوق المالية حيث تمّ تقسيمها إلى 6 حالات اعتماداً على مؤشر القوة النسبية RSI^4 .

➤ حساب عائد السوق وعائد كل سهم.

➤ تقدير معادلة الانحدار لكل حالة من حالات السوق حيث يكون المتغير التابع عائد السهم المتوقع والذي تمّ حسابه من خلال التمهيد الأسي الذي يعتمد على إعطاء وزن أكبر للقيم الحديثة للعوائد التاريخية ووزن أقل للقيم السابقة للعوائد في حين تمثلت المتغيرات المستقلة بكل من التحيزات السلوكية الأربع، عائد السهم الحالي، عائد السوق الحالي، عائد السوق في الفترة اللاحقة $T+1$ ، وتمّ استبعاد أي متغير يكون معامل تضخم التباين vif والذي يقيس ظاهرة التعدد الخطي ففي حال كانت قيمة المعامل أكبر من 5 ما يعني وجود مشكلة ارتباط خطي متعدد.

➤ توليد سيناريوهات العوائد المستقبلية اعتماداً على معادلة الانحدار سابقة الذكر.

⁴ هو مؤشر زخم يستخدم لقياس سرعة الحركة (السرعة) وكذلك التغير (قيمة التغير) في حركة الأسعار الاتجاهية

➤ تتقيل سيناريوهات العوائد WEIGHTING RETURN SCENARIOS حيث تمّ اعتماد نظرية Security Potential Aspiration⁵. حيث تمّ تقسيم العوائد المستقبلية المتولدة من نموذج الانحدار من خلال إيجاد احتمال الأمل والخوف اعتماداً على مؤشر القوة النسبية RSI

➤ تحديد الحسابات العقلية: وقد تمّ تحديد ثلاث محافظ:

- محفظة المستثمر المتوجه نحو المخاطر المرتفعة risk seeking حيث تكون دالة الهدف هي تعظيم الحصول على عائد مرتفع.

- محفظة المستثمر اعتماداً على نظرية السلامة أولاً Safety-First Mental Account Model حيث تكون دالة الهدف هي تقليل الخسائر.

- حساب تعظيم الثروة Aggregate Portfolio Selection Model Maximize Expected Wealth والذي تمّ فيه إدخال احتمالي الخوف والأمل في قيود النموذج.

تمّ تجزئة فترة الدراسة إلى نوعين من الفترات الأولى هي فترة التقدير من 2002/04/01 إلى 2012/06/15 والفترة الثانية هي فترة الاختبار 2021/06/15 وحتى 2014/05/09.

توصلت الدراسة إلى أنّ عوائد المحافظ (للحسابات العقلية الثلاثة) أكبر من عائد السوق. في حين ركزت دراسات أخرى على الاختبار من خلال اختبار رد الفعل عبر استراتيجية الزخم والانعكاس منها:

1. دراسة شفوني (2021) بعنوان:

ربحية استراتيجية الزخم السعري في ماليزيا دراسة مقارنة بين أسهم الشركات الإسلامية وغير الإسلامية هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ربحية استراتيجية الزخم السعري في السوق الماليزية حيث تمّ استخدام منهجية Titman&Jegadeesh في تصنيف الأسهم اعتماداً على العائد غير الطبيعي وذلك بالاعتماد على أسعار الإغلاق الشهرية، حيث تمت مقارنة أداء أسهم الشركات الإسلامية وغير الإسلامية، وأظهرت الدراسة أن استراتيجية الزخم السعري تسمح بتحقيق عوائد غير عادية موجبة ومعنوية عند الاستثمار بالأسهم الماليزية، وأنه لا يوجد فرق جوهري في العوائد بين الشركات الإسلامية وغير الإسلامية، وعزت الدراسة ربحية استراتيجية الشركات غير الإسلامية وفقّ الزخم السعري إلى تأخر رد فعل المستثمرين على الأخبار الواردة للسوق.

⁵هي نظرية تعتمد على الإختيار النفسي في ظل ظروف عدم التأكد، طورت من طرف Lopes، وتعتبر امتداداً لنظرية السلامة أولاً، وفي إطار هذه النظرية اتخاذ القرارات من قبل المتعاملين يتحكم فيها عاملين هما الخوف crainte و الأمل espoir

2. دراسة Pokavantta ET AL(2019) بعنوان:

the over-reaction effect in the stock exchange of Thailand: an empirical study

جاءت الدراسة بهدف اختبار ظاهرة رد الفعل المبالغ فيه في تايلاند، وذلك خلال الفترة 2012-2017، ولاختبار رد الفعل المبالغ فيه تمّ إتباع الخطوات الآتية:

1. تقسيم فترة الدراسة إلى فترة تشكيل formation (2014-2015-2016)

وفترة اختبار testing (2017-2018-2019).

2. حساب عوائد الأسهم والانحراف المعياري للعائد.

3. حساب العائد غير الطبيعي من خلال حساب الفرق بين عائد السهم وعائد السوق وذلك خلال فترة التشكيل.

4. اعتبار أفضل 20% من الأسهم (أعلى عائد غير طبيعي) كأسهم ذوي رد فعل مبالغ فيه وأدنى 20% (أدنى عائد غير طبيعي) من الأسهم كأسهم ذوي رد فعل متأخر.

5. احتساب العوائد التراكمية غير الطبيعية خلال فترة الاختبار.

6. حساب متوسط العائد التراكمي خلال فترة الاختبار (العائد التراكمي غير الطبيعي/عدد الأسهم الداخلة في تشكيل المحفظة).

7. استخدام اختبار T للتأكد من وجود فارق جوهري بين عوائد الأسهم ذوي رد الفعل المتأخر أعلى من عوائد الأسهم ذوي رد الفعل المبالغ فيه وذلك خلال فترة الاختبار.

بعد تطبيق الخطوات السابقة فقد تبين أنّ هناك فارق جوهري بين عوائد الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه ورد الفعل المتأخر لصالح محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر.

3. دراسة (2016) Foss بعنوان:

A Behavioristic Study on Overreaction and Under reaction: When and Why Does it Occur

جاءت هذه الدراسة بهدف معرفة المبالغة في رد الفعل ورد الفعل المنخفض، باستخدام قاعدة بيانات بلومبيرج وتمّ جمع بيانات عن جميع القوائم غير المالية للشركات المدرجة في بورصة أوسلو (OSE) للفترة الزمنية 1999-2014 على نحو شهري.

اعتمدت الدراسة على حساب العائد التراكمي غير الطبيعي، كما تمّ تحديد المحفظة "الرابحة" بأنها الأسهم ذات الأداء الأفضل بنسبة 20%، وتم تضمينها في الخمس الأعلى (Q1). في حين أنّ "المحفظة الخاسرة" تشمل 20% من الأسهم التي لديها أسوأ أداء، وبالتالي سوف تمثل الشريحة الخمسية (Q5). وبناءً على ذلك، ستتألف Quintiles Q2 و Q3 و Q4 من المحافظ بينهما (أي الأسهم متوسطة الأداء). بعد ذلك تمّ اختبار أداء هذه المحافظ من خلال حساب العائد التراكمي غير الطبيعي خلال 24 شهراً.

تبين من خلال التطبيق أنّ المحفظة الرابحة لمدة 24 شهراً تعطي متوسط عائد تراكمي سالب مقداره 23.4%، في حين أنّ المحافظ الخاسرة تولد متوسط عائد تراكمي موجب مقداره 7.94%. نرى أنّه لا يمكن تطبيق المنهجية المتبعة في دراسات chen على سوق دمشق للأوراق المالية وذلك للأسباب الآتية:

➤ عدم وجود عدد مشاهدات كافي لإجراء الاختبارات سابقة الذكر مثل معرفة الوقت اللازم لحدوث التأثير.

➤ عدم إمكانية تطبيق منهجية دراسة chen ET AL في عام 2016 في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك لضعف حجم التداول ما يؤثر على مؤشر القوة النسبية وعدم القدرة على استخدامه في تحديد حالات السوق ومستويات الخوف والأمل الداخلة في قيود نموذج الأمثلية.

➤ كما أنّه لا يمكن استخدام طريقة التمهيد الأسي للتنبؤ بعوائد الأسهم نظراً للصدمات الكثيرة التي قد يتعرض لها السهم ما يجعل إمكانية التنبؤ بالعوائد المستقبلية صعبة.

إلا أنّه تمّ الاستفادة من دراسات chen من خلال اعتماد المعيار الخاص بتصنيف الأسهم إلى أسهم سلوكية من عدمها.

كما تتميز الدراسة الحالية عن الدراسات التي تمّ تطبيقها على سوق دمشق للأوراق المالية هو تحليل رد الفعل من قبل المستثمرين تجاه الأخبار الواردة بشكل يومي والتي يمكن بيانها من خلال دراسة أثر الأخبار والإفصاحات الخاصة بالشركة على حركة سعر السهم من خلال المقارنة بين القيم ما قبل نشر الخبر والقيم ما بعد نشر الخبر، وهذا لم يتضح في أي من الدراسات سابقة الذكر.

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية

تمهيد:

يستعرض الفصل التطبيقي في المبحث الأول دراسة وصفية لكل من عائد السهم وعائد السوق لما لهما من دور أساسي في تحديد فيما إذا كان السهم سلوكياً.

ثمّ يستعرض الفصل التطبيقي في المبحث الثاني اختبار ردة الفعل واختبار الفرضيات، ولإنجاز ذلك تمّ إتباع الخطوات الآتية:

- حساب عائد ومخاطر السهم:

في البداية تمّ حساب العائد اليومي وفق القانون الآتي:

$$R = (p_T/p_{(t-1)}) - 1$$

حيث أنّ R : عائد السهم، P_T : سعر السهم اليوم، $P_{(t-1)}$: سعر السهم في تداولات يوم سابق. ويمثل العائد اليومي عائد فترة الحياة، وتمّ استبعاد عائد التوزيعات لعدم معنويتها في التأثير على العائد وانخفاض قيمتها.

في حين تمّ حساب العائد الشهري للسهم وهو متوسط العوائد اليومية. أمّا مخاطرة السهم فقد تمّ حسابها من خلال الانحراف المعياري لعائد السهم:

$$\text{Standard Deviation} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n - 1}}$$

- معيار تصنيف الأسهم إلى أسهم ذو رد فعل مبالغ فيه ورد فعل متأخر:

ستطبق الدراسة الحالية ذات المعيار في تصنيف الأسهم في دراسة Pokavattana ET AL (2019)، إلاّ أنّه سيتم أخذ عدد ثابت هو أفضل 5 أسهم للتعبير عن الأسهم الراجعة (أسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه) وأدنى 5 أسهم للتعبير عن الأسهم الخاسرة (ذو رد الفعل المتأخر)، وذلك لقلّة عدد الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق والمالية (27 شركة) ويمكن حساب العائد غير الطبيعي من خلال الفرق بين عائد السهم وعائد مؤشر السوق، أمّا متوسط العائد غير الطبيعي التراكمي هو متوسط العوائد غير اليومية.

- فترة الدراسة:

تم تجزئة فترة الدراسة إلى فترتين:

1. الفترة الأولى: وهي فترة تشكيل المحفظة السلوكية وهي سنة واحدة (عام 2019) والتي تم فيها حساب العوائد غير الطبيعية اعتماداً على الفرق بين عائد السهم وعائد السوق واختيار أعلى 5 كأسهل ذو رد فعل مبالغ فيه وأدنى 5 أسهل كأسهل ذو رد فعل متأخر.

2. الفترة الثانية: فترة اختبار المحفظة السلوكية وامتدت على سنتين (2020 و 2021)، وتم في هذه الفترة مقارنة العوائد التراكمية بين المحافظ السلوكية للأسهل ذو رد الفعل المبالغ فيه والمحافظ السلوكية للأسهل ذو رد الفعل المتأخر بهدف اختبار فرضيات الدراسة.

إن سبب اختيار هذه الفترة جاء بعد التجريب، ففي حال كانت فترة التشكيل هي ثلاثة سنوات فذلك قد ينتج عنه انعدام العائد التراكمي لمعظم الشركات وذلك في ظل وجود تقلب لعوائد الأسهم المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

- اختبار ظاهرة رد الفعل المبالغ فيه في سوق دمشق للأوراق المالية:

تم حساب الفرق بين عوائد محافظ الأسهم الخاسرة loser stocks portfolio ومحافظ الأسهم الرابحة winner stocks portfolio، ففي حال كان هذا الفرق موجب ما يعني وجود رد فعل مبالغ فيه في السوق، وسنغتمد في تشكيل المحافظ السلوكية على منهجية دراسة Pokavattana ET AL (2019) و دراسة Lerskullawat&Ungphakorn (2018) اللتين تركزان على اختبار ظاهرة رد الفعل من خلال العائد غير الطبيعي واختبار T

المبحث الأول:

تقييم أداء السوق والأسهم المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

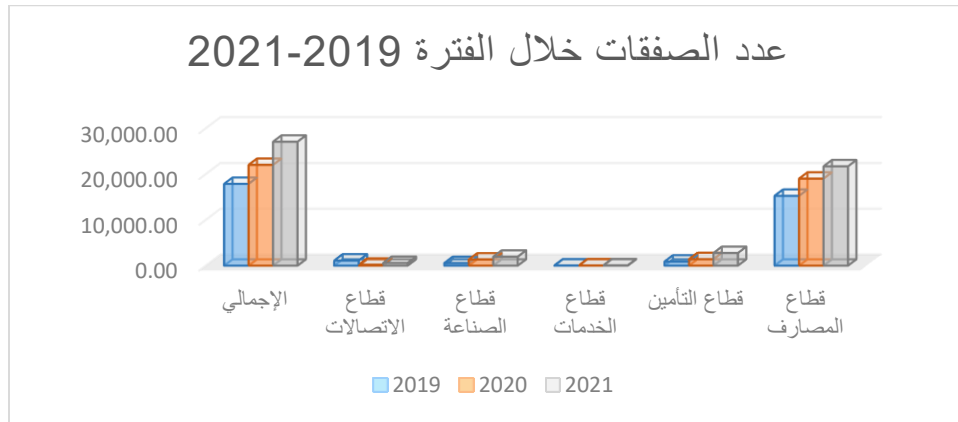
تمهيد:

يستعرض هذا المبحث تطور عوائد الأسهم عبر فترة الدراسة ومجموعة من المؤشرات الوصفية مثل المتوسط الحسابي والانحراف المعياري والقيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار jarque-bera، حيث تساعد هذه المؤشرات في تحليل سلوك سعر السهم واتجاهه، فحساب معامل الاختلاف الذي يربط المتوسط الحسابي والانحراف المعياري ومقارنته بين الأسهم يعطي مؤشراً على أفضل الأسهم ذو العائد العالي والمخاطرة المنخفضة. كما يمكن استخدام القيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار jarque-bera في الكشف عن مدى تعرض السهم للصدمات سواءً الإيجابية منها أو السلبية، فعندما تكون القيمة الاحتمالية أكبر من 0.05 فإن ذلك يشير إلى عدم وجود تأثير للصدمات أي أنّ أثر الأخبار الإيجابية مساوي لأثر الأخبار السلبية، أما إذا كانت القيمة الاحتمالية أقل من 0.05 ما يعني وجود أثر للصدمات واختلاف للأثر بين الأخبار الإيجابية والأخبار السلبية.

1.1.3: تقييم أداء سوق دمشق للأوراق المالية:

يوضح الشكل الآتي تطور عدد الصفقات خلال الفترة 2019-2021:

الشكل رقم 3: تطور عدد الصفقات خلال الفترة 2019-2021:

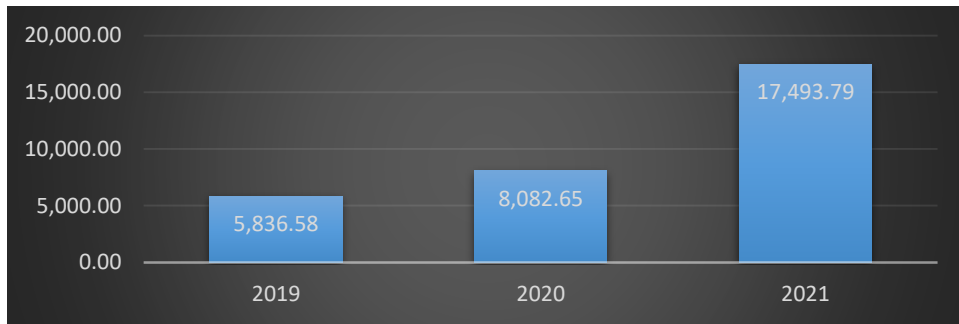


المصدر: الباحث بالاعتماد على بيانات السوق

يتضح من خلال الشكل السابق أنّ هناك إقبالاً من قبل المستثمرين على شراء أسهم المصارف وهذا ما اتضح من خلال تطور عدد الصفقات حيث بلغت خلال الفترة 2019، 2020، 2021 على التوالي 15,247، 19,002، 21,696 صفقة، ويتضح أنّ معدل نمو عدد الصفقات خلال الفترة 2020-2021 البالغ 14.17% أقل من معدل النمو خلال السنة السابقة البالغة 24.62% وقد يعزى ذلك إلى تراجع الوضع الاقتصادي بشكل عام متمثلاً بارتفاع معدلات التضخم ما جعل معدل العائد الحقيقي سالباً على نحو كبير، الأمر الذي قلل من الطلب على الأسهم، كما يتضح من خلال الشكل السابق ضعف عدد الصفقات في باقي القطاعات لكون القطاع المصرفي هو القطاع الأكثر نشاطاً في الاقتصاد السوري مقارنةً بباقي القطاعات.

كما يوضح الشكل الآتي تطور مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية:

الشكل رقم 4: تطور مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة 2019-2021:

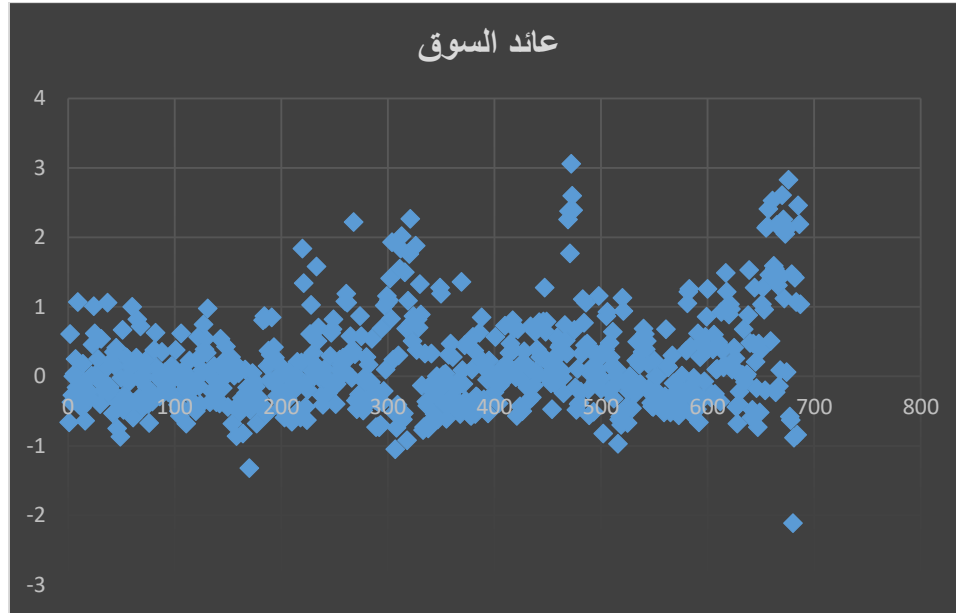


المصدر: الباحث بالاعتماد على بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

يتضح من خلال الشكل السابق التطور المتسارع لأداء سوق دمشق للأوراق المالية فقد بلغ 5,836 نقطة في عام 2019 أصبح 17,494 نقطة في عام 2021 وبمعدل نمو قارب 200%، وذلك مدعوماً بكل من قطاع المصارف وقطاع التأمين.

نتيجة استخدام مؤشر العوائد غير الطبيعية المعبر عنه بالفرق بين عائد السهم وعائد السوق المالية كمؤشر للتمييز بين الأسهم ذو رد الفعل المتأخر والأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه، فتمّ استعراض تطور عوائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية على نحو يومي:

الشكل رقم 5: تطور عوائد سوق دمشق للأوراق المالية على نحو يومي خلال الفترة 2019-2021:



المصدر: الباحث بالاعتماد على بيانات سوق دمشق للأوراق المالية
يتضح من خلال الشكل السابق أنّ هناك حدّة للتذبذبات خلال عام 2019 كانت أقل بكثير عما عليه في عامي 2020 و2021.

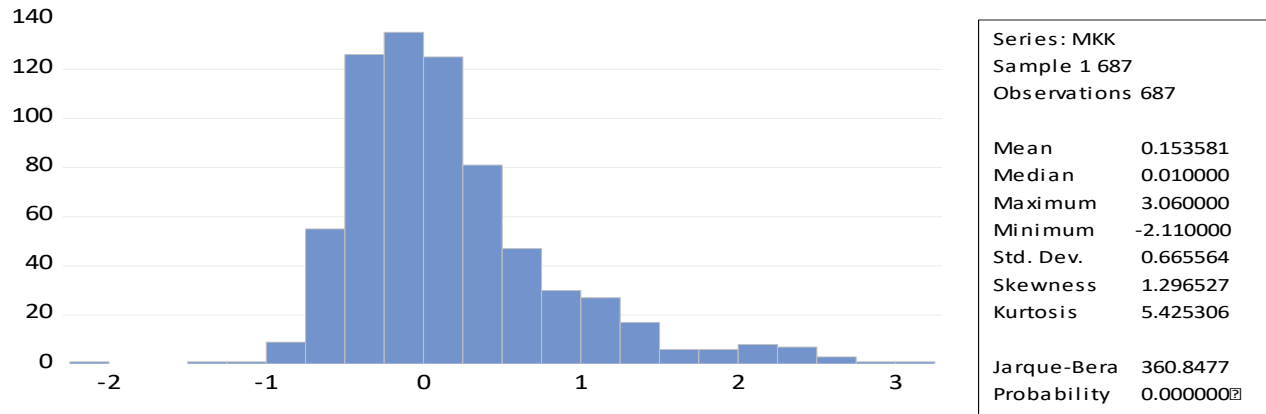
كما يتضح من خلال الشكل السابق أنّ هناك تأثيراً موسمياً وبشكل خاص في بداية الشهر الأول وهذا ما اتضح من خلال حركة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

يلاحظ أيضاً أنّ الصدمات (ارتفاع/انخفاض أسعار الأسهم/ تستمر بشكل أوضح في عام 2021 عما عليه في 2019 و2020، الأمر الذي قد يعكس وجود ظاهرة رد فعل في هذا السوق.

بمراقبة مجال تحرك عوائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية يتضح فإن نطاق التحرك في عامي 2020 و2021 هو أعلى عما هو عليك 2019، ما قد يشكل دليلاً إضافياً على إمكانية وجود ظاهرة لرد الفعل في سوق دمشق للأوراق المالية.

كما يوضح الشكل الآتي نتائج الوصف الإحصائي لعائد السوق:

الشكل رقم 6: الوصف الإحصائي لعوائد السوق:



يتضح أنّ القيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار جاركو-بيرا بلغت 0 وهي أقل من 0.05 ما يعني وجود أثر للصدمات، كما يتضح أنّ الانحراف المعياري لعائد السوق هو 0.67 وهو أكبر من 4 مرات من المتوسط الحسابي الأمر الذي يعكس وجود ظاهرة رد فعل في هذا السوق.

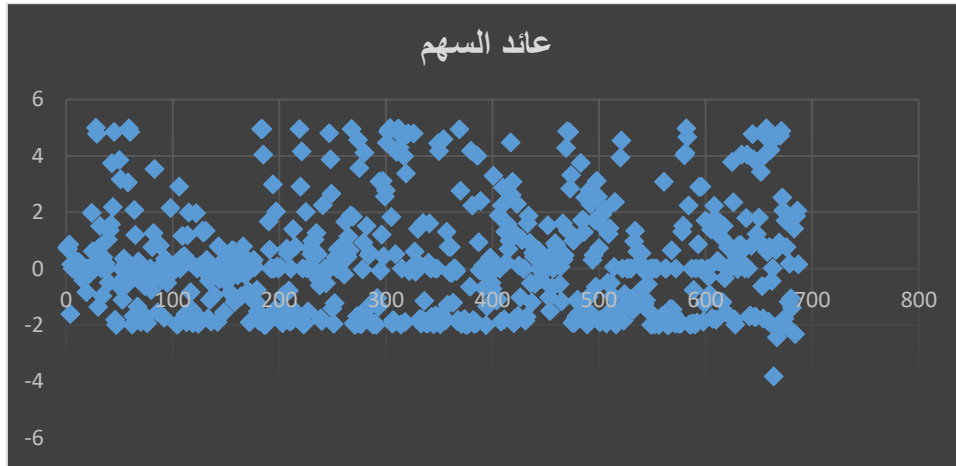
2.1.3: تطور تغيرات الدراسة والوصف الإحصائي:

تتضمن:

- تطور مؤشرات وصفية لعائد سهم بنك البركة-سورية⁶:

يوضح الشكل الآتي تطور عائد سهم بنك البركة خلال الفترة 2019-2021⁷:

الشكل رقم (7): تطور عائد سهم بنك البركة-سورية:



المصدر: الباحث بالاعتماد على بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

نبين أدناه تأثير مجموعة من الأخبار في عوائد الأسهم:

1. في تاريخ 2019/07/22 تم إدراج أسهم زيادة رأس المال لبنك البركة-سورية والبالغ عددها 50,000,000/ سهم بقيمة/5,000,000,000 ل.س، وذلك بعد قيام البنك بتسجيل هذه الأسهم لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، وبهذا يصبح العدد الإجمالي لأسهم بنك البركة-سورية/100,000,000 سهم بقيمة /10,000,000,000 ل.س، انعكس هذا الأمر على ارتفاع بنسبة 1.34% وليوم واحد فقط.

⁶يمثل المحور الأفقي التواريخ، في حين يمثل المحور العمودي بالعوائد
⁷عدد أيام التداول في عام 2019 هو 232 يوم، في حين يبلغ عدد أيام التداول في عام 2020 /211/ يوم في حين بلغ هذا العدد في عام 2021 /240/
يوم تداول، وبإجمالي عدد أيام تداول 683 يوم تداول

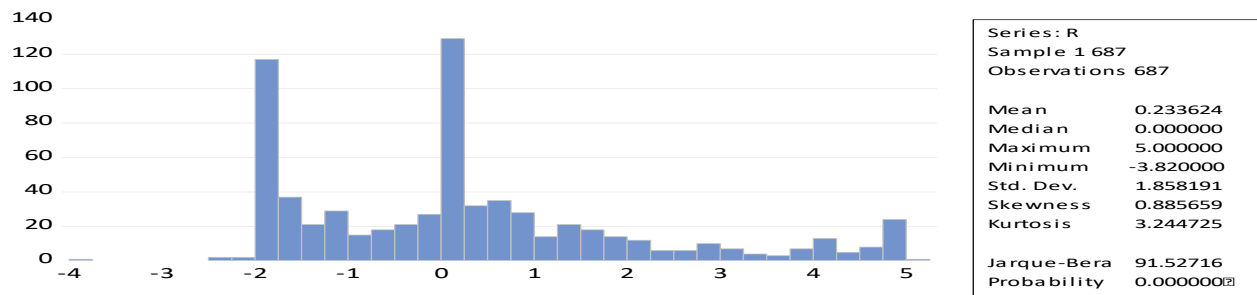
2. في تاريخ 2020/09/21 صدر قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم (108/م) تاريخ 2020/09/21 بالموافقة على زيادة رأس مال بنك البركة - سورية عبر ضم جزء من رصيد الأرباح المدورة، والبالغ عددها 50,000,000 سهم، بقيمة اسمية (100) ل.س للسهم، وبقيمة إجمالية تبلغ (5,000,000,000) ليرة سورية، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع سعر السهم بنسبة قاربت 2.24% ما يدل على زيادة الطلب على السهم نتيجة توقعات بزيادة الملاة المالية للمصارف.

3. في اليومين السابقين لنفي الأخبار عن إمكانية زيادة رأس المال في تاريخ 2021/11/30 ارتفع العائد التراكمي 2.07%، وبعد النفي عن إمكانية زيادة رأس المال تراجع السهم خلال يومين بنسبة 3.55% ما يعني سرعة في استجابة لرد الفعل.

كما يتضح من خلال الشكل السابق أنّ هناك تذبذباً واضحاً في عائد سهم بنك البركة بين الارتفاع والانخفاض، كما يتضح أنّ هناك موجات الارتفاع تليها موجات ارتفاع، وكذلك الحال بالنسبة لموجات الانخفاض فانخفاض عوائد السهم اليوم سيؤثر على اتجاه العائد ليكون هابطاً، وهذا الأمر قد يعكس سلوك القطيع لدى المستثمرين في سهم بنك البركة كون هناك تكراراً لحركات الارتفاع والهبوط.

تمّ إجراء مؤشرات الوصف الإحصائي لعائد سهم بنك البركة-سورية كما هو موضح بالشكل الآتي:

الشكل رقم (8): الدراسة الوصفية لعائد سهم بنك البركة-سورية:

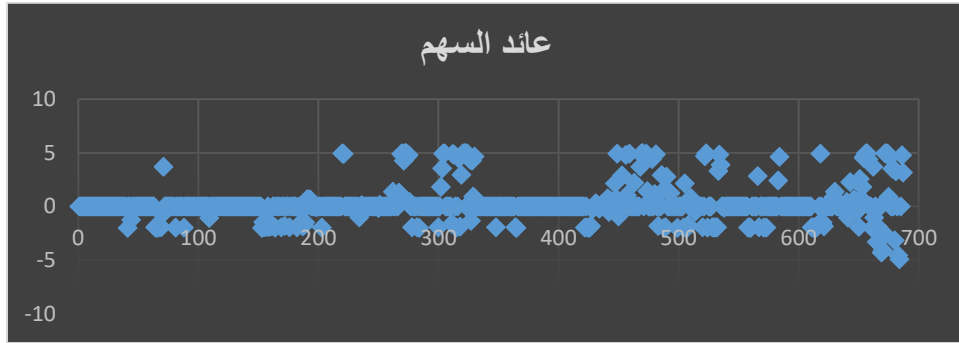


المصدر: نتائج تحليل البيانات في برنامج EViews-12
يتضح من خلال الشكل السابق ما يلي:

1. يشير التوزيع التكراري⁸ لعائد سهم بنك البركة-سورية بشكل واضح تركزاً عند مستوى خسارة 2% ومستوى عائد 0.25% حيث كان لهما أعلى عدد تكرارات، مع ضرورة الإشارة إلى أنّ أعلى قيمة هي 5% ولا يمكن تجاوز هذا العائد لكون هناك قيود على السوق تتمثل بإيقاف التداول على أي سهم يكون التغيير فيه في جلسة تداول هي أكبر من 5% وأدنى من 5%.
 2. تراوح عائد سهم بنك البركة بين أدنى قيمة والبالغة -3.82%، في حين بلغت أعلى قيمة 5% ويعزى وصول عائد السهم إلى 5% في 12/02/2019 وذلك ضمن إطار الصفقات الضخمة.
 3. بلغ المتوسط الحسابي لعائد سهم بنك البركة 0.23%، في حين بلغ الانحراف المعياري 1.86% ما يعني وجود تذبذب كبير ما يشير إلى إمكانية وجود ظاهرة لردة الفعل.
 4. بلغ معامل الالتواء 0.89 ما يعني أنّ معظم العوائد أكبر من المتوسط الحسابي البالغ 0.23%، ما يعكس حالة الشراء القوية ما انعكس في ارتفاع العائد الرأسمالي.
 5. بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار Jarque-Bera 0 وهي أقل من 0.05، ما يعني عدم وجود توزيع طبيعي أي أنّ هناك أثراً للصدمات، واختلاف الأثر بين الأخبار الإيجابية والأخبار السلبية.
- تطور مؤشرات وصفية لعائد سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل:

يوضح الشكل الآتي تطور عائد سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل خلال الفترة 2019-2021:

الشكل رقم (9): تطور عائد سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل:



المصدر: الباحث بالاعتماد على بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

⁸يتمثل مبدأ عمل التوزيع التكراري للعوائد على تقسم العوائد إلى مجالات تكون أدنى قيمة مجال هي أدنى قيمة للعوائد وأعلى قيمة للمجال هي أعلى عائد، ثم يقوم بحساب عدد مرات تكرار هذه العوائد ضمن كل مجال

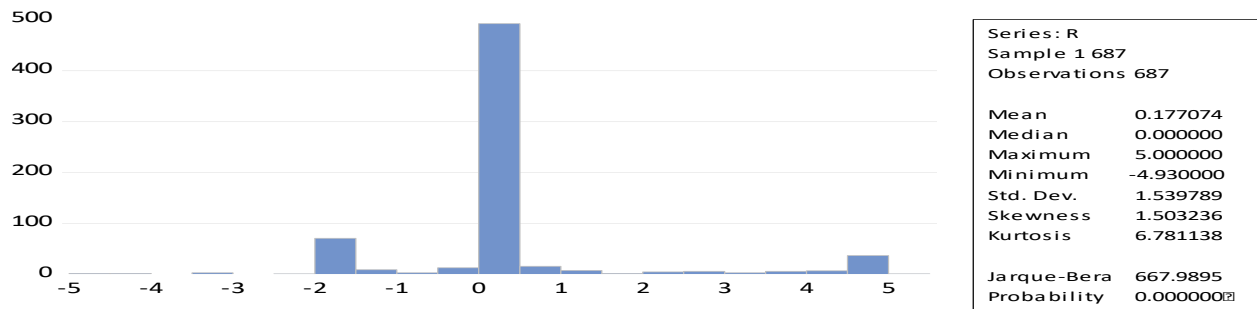
يتضح من خلال الشكل أعلاه وجود تذبذب حاد في عوائد الأسهم خلال 2019-2021، ونبين أدناه مجموعة من الأحداث وأثرها في عائد السهم:

1. نتيجة نشر إفصاح عن تغيير في تشكيل مجلس الإدارة، فقد ارتفع العائد حيث بلغ في 2020/12/24 2.16% وبعائد أكبر من عائد السوق البالغ 1.26% وقد يعزى هذا الارتفاع لإمكانية تغيير في استراتيجية المصرف بالشكل الذي يؤدي إلى ارتفاع في الربحية وانعكاسها في عوائد الأسهم على نحو إيجابي.

2. في تاريخ 2021/06/13 تم تغيير المدير التنفيذي للمصرف دون أن يحدث تغير جوهري في الطلب على سهم البنك.

كما يتضح من خلال الشكل السابق أنّ هناك تذبذباً واضحاً في عائد سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل بين الارتفاع والانخفاض، ويُلاحظ موجات الارتفاع تليها موجات ارتفاع، وكذلك الحال بالنسبة لموجات الانخفاض، فانخفاض سعر السهم اليوم سيؤثر ولفترة على اتجاه العائد ليكون هابطاً، وهذا الأمر قد يعكس سلوك القطيع لدى المستثمرين في سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل كون هناك تكراراً لحركات الارتفاع والهبوط ولكنه يبقى أقل من سهم بنك البركة، ولا بدّ من الإشارة إلى أنّ تداولات المستثمرين على هذا السهم وفق ما اتضح من خلال تطور عائد السهم هي قليلة.

تمّ إجراء دراسة وصفية لعائد سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل كما هو موضح بالشكل الآتي:
الشكل رقم (10): الدراسة الوصفية لعائد سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل:



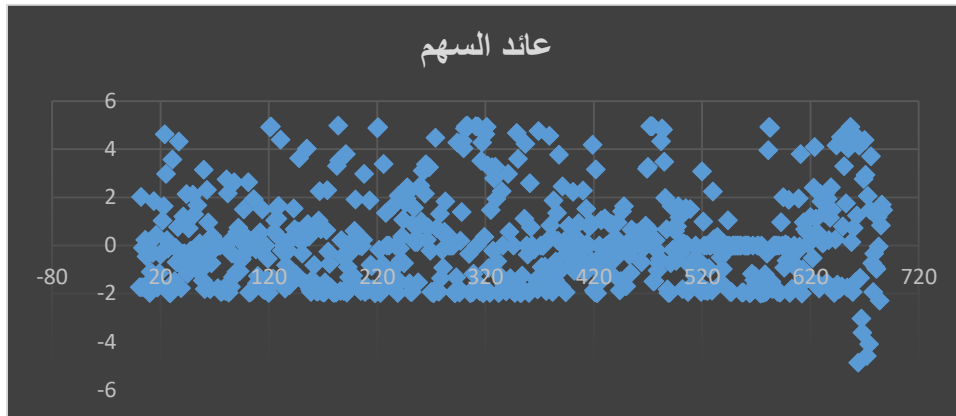
المصدر: نتائج تحليل البيانات في برنامج EXCEL اعتماداً على حساب عوائد الأسهم

يتضح من خلال الشكل السابق ما يلي:

1. يشير تركيز التوزيع التكراري لعوائد سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل واضح عند مستوى عائد 0.50% حيث كان لهما أعلى عدد تكرارات مع ضرورة الإشارة إلى أنّ أعلى قيمة هي 5%.
 2. تراوح عائد سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل بين أدنى قيمة والبالغة -4.93% وذلك في 2021/12/27 نتيجة تقديرات بأنّ يستمر البنك بتوزيع الأرباح وأعلى قيمة 5% ويعزى وصول عائد السهم إلى الحد الأقصى .
 3. بلغ المتوسط الحسابي لعائد سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل 0.23%، في حين بلغ الانحراف المعياري 1.54% ما يعني وجود تذبذب كبير .
 4. بلغ معامل الالتواء 1.50 ما يعني أنّ معظم العوائد كانت أكبر من المتوسط الحسابي البالغ 0.17%، والذي يدل على وجود طلب كبير على السهم.
 5. بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار Jarque-Bera 0 وهي أقل من 0.05، ما يعني عدم وجود توزيع طبيعي أي أنّ هناك أثراً للصدمات، واختلاف الأثر بين الأخبار الإيجابية والأخبار السلبية.
- تطور مؤشرات وصفية لعائد بنك سورية الدولي الإسلامي:

يوضح الشكل الآتي تطور عوائد سهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الفترة 2019-2021:

الشكل رقم (11): تطور عوائد سهم بنك سورية الدولي الإسلامي:



المصدر: الباحث بالاعتماد على بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

نبين أدناه تأثير مجموعة من الأحداث في عائد السهم لدى بنك سورية الدولي الإسلامي:

1. أدى الإعلان عن انسحاب أعضاء مجلس الإدارة وهو شركة البشائر المحدودة المسؤولة في 2019/02/27 إلى انخفاض في عائد السهم بنسبة 1.77% ليستوعب المستثمرون هذا الخبر والعودة إلى الطلب على السهم مسجلاً عائداً 0.76% على أساس يومي ما يعكس رد فعل مبالغ فيه لهذا الخبر.

2. في تاريخ 2019/4/3 قرر المصرف الموافقة على استخدام جزء من الأرباح المدورة في زيادة رأس المال وتوزيعها على المساهمين على هيئة أسهم منحة بواقع 9 أسهم لكل 100 سهم وبنسبة زيادة قدرها 9.479% من رأس مال البنك الحالي، ليرتفع معدل العائد في هذا التاريخ مسجلاً 2.31%، ليقبل المستثمرون من تفاعلهم في اليوم اللاحق مسجلاً عائداً وقدره 0.96%.

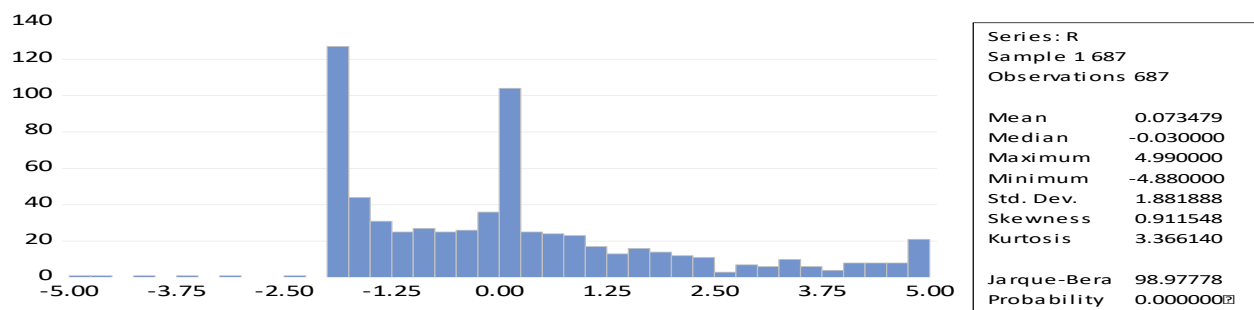
3. ارتفع سعر السهم في 2020/6/9 على أساس يومي بنسبة 4.95% نتيجة انتخاب المصرف لمجلس إدارة يمكن أن يؤثر إيجاباً على الأداء المستقبلي للمصرف، وهذا ما أدى إلى ارتفاع في عائد السهم، إلا أنّ هذا الأثر اختفى في الأيام اللاحقة.

4. في تاريخ 2020/7/8 انخفض سعر السهم على أساس يومي بنسبة 1.30% متأثراً باستقالة أحد أعضاء مجالس الإدارة.

كما يتضح من خلال الشكل السابق أنّ هناك تذبذباً واضحاً كما أنّ هناك تمركزاً للبيانات في عوائد سهم بنك سورية الدولي الإسلامي، وهو أقلّ منه في عائد بنك البركة.

تم إجراء دراسة وصفية لعوائد سهم بنك سورية الدولي الإسلامي كما هو موضح بالشكل الآتي:

الشكل رقم (12): الدراسة الوصفية لعوائد سهم بنك سورية الدولي الإسلامي:

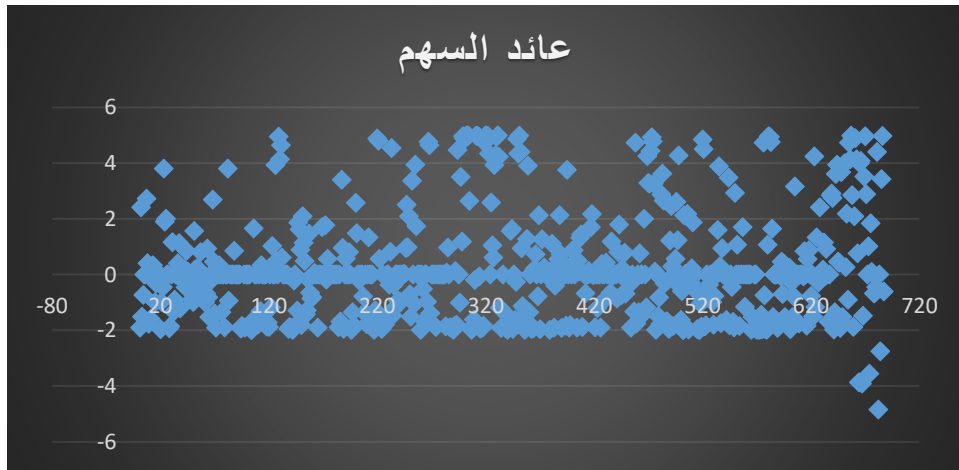


المصدر: نتائج تحليل البيانات في برنامج EViews-12

يتضح من خلال الشكل السابق ما يلي:

1. يشير تركيز التوزيع التكراري لعوائد سهم بنك سورية الدولي الإسلامي بشكل واضح عند مستوى عائد 0.50% حيث كان لهما أعلى عدد تكرارات.
 2. تراوح عائد سهم بنك سورية الدولي الإسلامي بين أدنى قيمة البالغة -4.88% وذلك في 2021/11/28 نتيجة عمليات جني الأرباح.
 3. بلغ المتوسط الحسابي لعائد سهم بنك سورية الدولي الإسلامي 0.07%، في حين بلغ الانحراف المعياري 1.88% ما يعني وجود تذبذب كبير.
 4. بلغ معامل الإلتواء 0.91 ما يعني أنّ معظم القيمة تتجه نحو اليمين أي أنّها أكبر من المتوسط الحسابي البالغ 0.07%.
 5. بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار jarque-bera 0 وهي أقل من 0.05، ما يعني عدم وجود توزيع طبيعي أي أنّ هناك أثراً للصدمات، واختلاف الأثر بين الأخبار الإيجابية والأخبار السلبية.
- تطور مؤشرات وصفية لعائد سهم بنك قطر الوطني:

يوضح الشكل الآتي تطور عوائد سهم بنك قطر الوطني خلال الفترة 2019-2021:
الشكل رقم (13): تطور عوائد سهم بنك قطر الوطني:



المصدر: الباحث بالاعتماد على بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

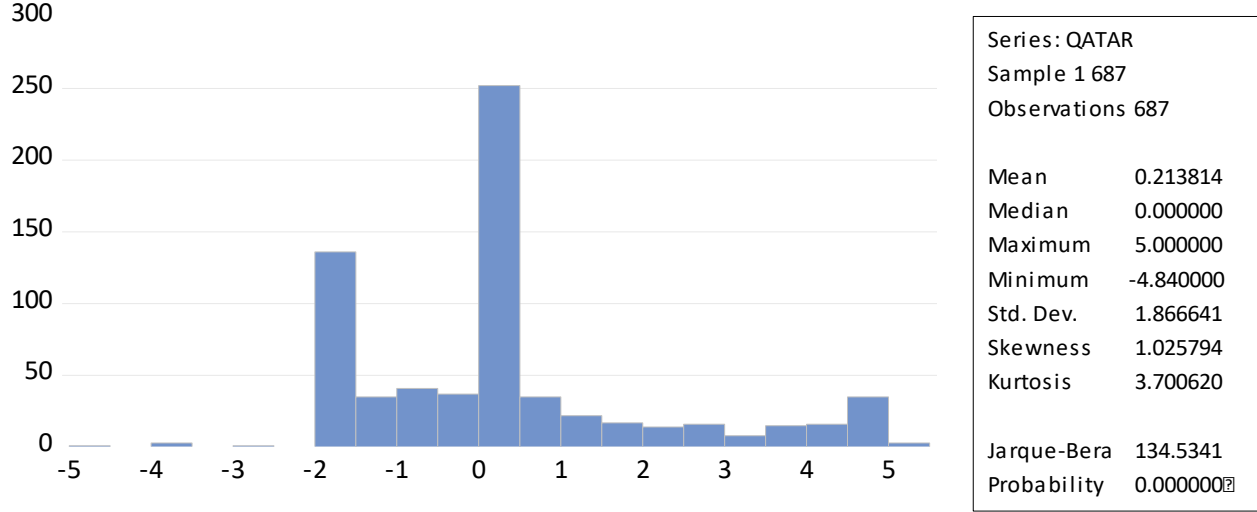
نبين أدناه تأثير مجموعة من الأحداث في عائد سهم بنك قطر الوطني:

1. انخفض عائد السهم على أساس يومي في تاريخ 2019/5/27 بنسبة 1.06% ليستمر التراجع خلال اليومين اللاحقين مسجلاً عائداً سالباً قدره 0.62%، 0.56% ما يعكس انخفاض رد الفعل على قرار تكليف نائب الرئيس التنفيذي بمهام الرئيس التنفيذي، الأمر الذي قد يرسل رسالة للمستثمرين بوجود خلل في مجلس الإدارة ما أدى إلى انخفاض الطلب على السهم ليخفض المستثمرون من ردة فعلهم.
2. انخفض سعر السهم في تاريخ 2019/9/17 على أساس يومي بنسبة قاربت 1.92% نتيجة إعلان صدر عن المصرف عن استقالة أحد أعضاء مجلس الإدارة، إلا أن المستثمرين تجاوزوا هذا الخبر السلبي ليرتفع سعر السهم مسجلاً عائداً وقدره 1.04% ما يعكس ردة فعل مبالغ بها.
3. سجل السهم خسائر تراكمية خلال ثلاثة أيام ما يقارب 4% وذلك في تاريخ 2019/12/29 نتيجة استبدال ممثل في مجلس الإدارة وهذا الرد المبالغ فيه قد يكون نتيجة تأثير أخبار سابقة متعلقة باستقالة أحد الأعضاء.
4. ارتفع سعر السهم في تاريخ 2020/5/4 على أساس يومي بنسبة 4.05% متأثراً بتعيين رئيس تنفيذي للمصرف.
5. سجل السهم خلال الفترة 2020/5/11-20 2020/5/20 (5 أيام تداول) عائداً تراكمياً 19.77%، إلا أن إعلان المصرف عن عدم وجود تأثير جوهري لبعض العوامل في سعر السهم أرسل رسالة للمستثمرين أن هناك ردة فعل مبالغ فيها، وهذا ما انعكس على سعر السهم بشكل سلبي، حيث سجل السهم عائداً تراكمياً سالباً قدره 8.76% خلال 5 أيام تداول فقط.
6. ارتفع سعر السهم في 2021/3/11 على أساس يومي بنسبة 1.23% متأثراً بإعلان المصرف عن اقتراح مجلس الإدارة بتوزيع أسهم مجانية وزيادة رأس المال، ليستمر تأثير هذا الخبر ويرتفع في اليوم اللاحق بنسبة 4.28%.

كما يتضح من خلال الشكل السابق الارتباط الذاتي بين العوائد عبر الزمن كما أن هناك تكديساً واضحاً حيث أن موجات الارتفاع تليها ارتفاع وموجات الانخفاض يليها انخفاض.

تم إجراء دراسة وصفية لعوائد سهم بنك قطر الوطني كما هو موضح بالشكل الآتي:

الشكل رقم (14): الدراسة الوصفية لعوائد سهم بنك قطر الوطني:



المصدر: نتائج تحليل البيانات في برنامج EViews-12

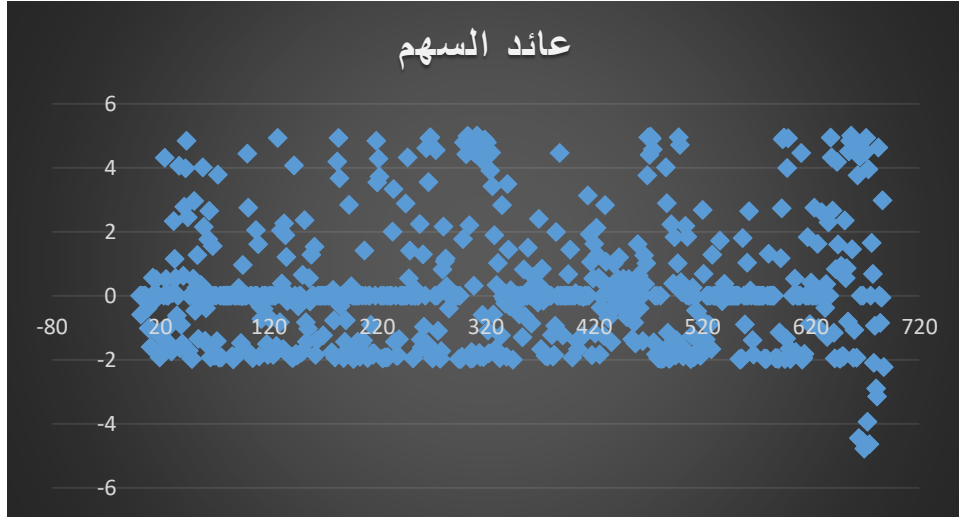
يتضح من خلال الشكل السابق ما يلي:

1. تركز التوزيع التكراري لعوائد سهم بنك قطر الوطني بشكل واضح عند مستوى عائد 0.25-0.50% حيث كان لهما أعلى عدد تكرارات.
2. بلغ المتوسط الحسابي لعائد سهم بنك قطر الوطني 0.21%، في حين بلغ الانحراف المعياري 1.86% ما يعني وجود تذبذب كبير.
3. بلغ معامل الالتواء 1.03 ما يعني أنّ معظم القيم تتجه نحو اليمين، ما يعكس حالة الطلب الكبيرة على السهم.
4. بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار jarque-bera 0 وهي أقل من 0.05، ما يعني عدم وجود توزيع طبيعي أي أنّ هناك أثراً للصدمات. واختلاف الأثر بين الأخبار الإيجابية والأخبار السلبية.

- مؤشرات وصفية لعائد سهم بنك الشام:

يوضح الشكل الآتي تطور عائد سهم بنك الشام خلال الفترة 2019-2021:

الشكل رقم (15): تطور عائد سهم بنك الشام:

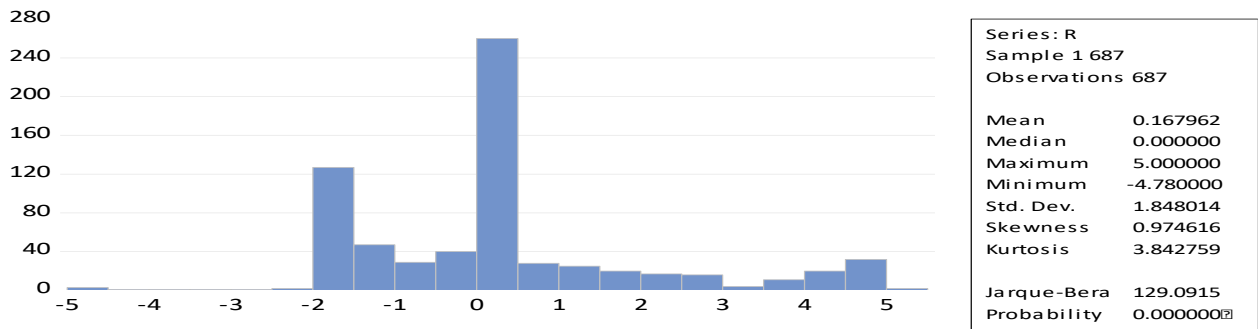


المصدر: الباحث بالاعتماد على بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

يتضح من خلال الشكل السابق الارتباط الذاتي بين العوائد عبر الزمن كما أنّ هناك تكديساً واضحاً حيث أنّ موجات الارتفاع تليها ارتفاع وموجات الانخفاض يليها انخفاض.

تمّ إجراء دراسة وصفية لعوائد سهم بنك الشام كما هو موضح بالشكل الآتي:

الشكل رقم (16): الدراسة الوصفية لعوائد سهم بنك الشام:



المصدر: نتائج تحليل البيانات في برنامج EViews-12

يتضح من خلال الشكل السابق ما يلي:

1. تركز التوزيع التكراري لعوائد سهم بنك الشام بشكل واضح عند مستوى عائد 0.50% حيث كان لهما أعلى عدد تكرارات (ما يقارب 260 مرة).
2. بلغ المتوسط الحسابي لعائد سهم بنك الشام 0.17%، في حين بلغ الانحراف المعياري 0.97% ما يعني وجود تذبذب كبير.

المبحث الثاني

اختبار رد الفعل في سوق دمشق للأوراق المالية

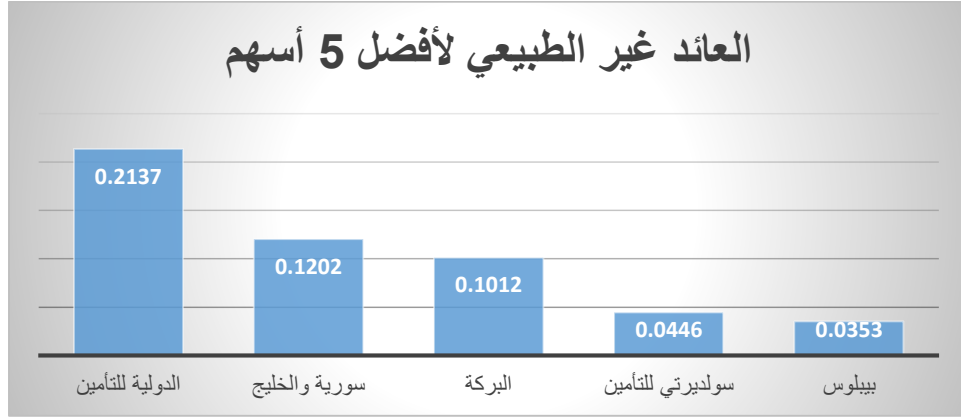
يتضمن هذا المبحث كلاً من:

1.2.3: العوائد غير الطبيعية للأسهم:

بعد استعراض حساب العوائد للأسهم تمّ حساب العائد غير الطبيعي والمعبر عنه بالفرق بين عائد السهم وعائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

يوضح الشكل الآتي أفضل 5 شركات من حيث العائد غير الطبيعي:

الشكل رقم (17): العائد غير الطبيعي خلال فترة تشكيل المحفظة:

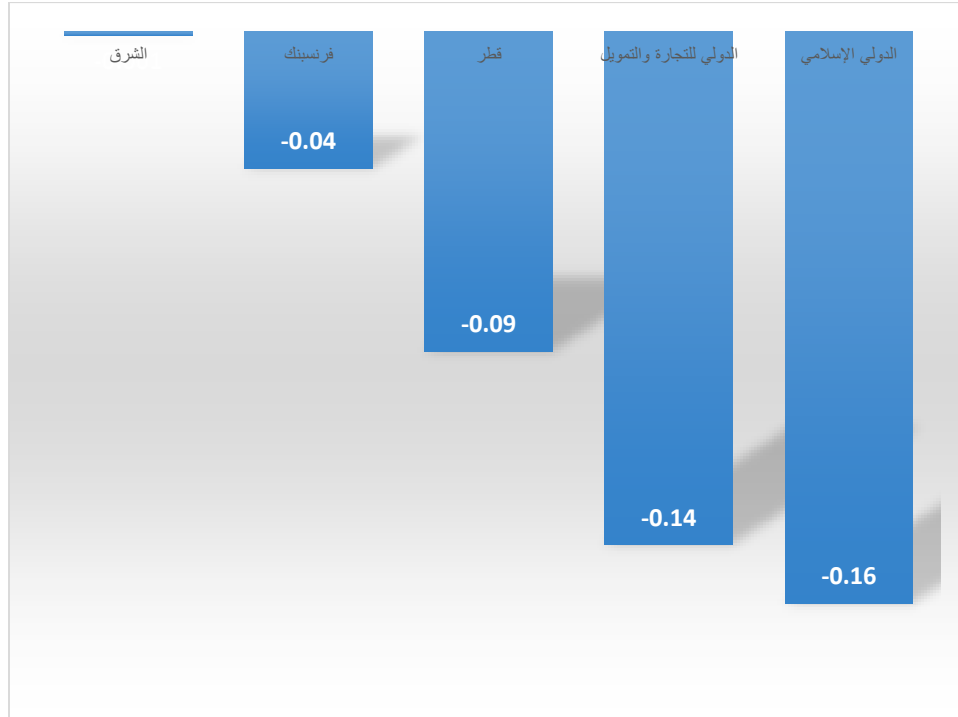


المصدر: الباحث بالاعتماد على بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

يتضح من خلال الشكل السابق الأداء المرتفع لكل من الشركة الدولية للتأمين، سورية والخليج، البركة، سولديرتي للتأمين، بيلوس حيث بلغ العائد غير الطبيعي على التوالي 0.2137، 0.1202، 0.1012، 0.0446، 0.0353 ما يعني وجود اتجاه عام صاعد.

يوضح الشكل الآتي أسوأ 5 شركات من حيث العائد غير الطبيعي خلال فترة تشكيل المحفظة:

الشكل رقم (18): العائد غير الطبيعي خلال فترة تشكيل المحفظة (أسهم ذو رد الفعل المتأخر):



المصدر: الباحث بالاعتماد على بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

يتضح من خلال الشكل السابق الأداء السيء لكل من بنك الشرق، فرنسبنك، قطر، المصرف الدولي للتجارة والتمويل، بنك سورية الدولي الإسلامي.

وبمقارنة المتوسط بين عوائد الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه والأسهم ذو رد الفعل المتأخر يتضح أن متوسط العائد غير الطبيعي للأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه 0.1030% في حين بلغ متوسط عوائد الأسهم ذو رد الفعل المتأخر -0.085%، وبفارق 0.188%.

يعني ذلك تفوق الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه على الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال فترة تشكيل المحفظة، وسيتم اختبار الأداء خلال عامي 2020 و 2021.

كما يوضح الجدول الآتي الوصف الإحصائي للعوائد غير الطبيعية للأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه خلال فترة الاختبار 2021-2020:

الجدول رقم 2: المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للعوائد غير الطبيعية للأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه خلال فترة الاختبار:

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	السهم
1.629151836	0.20	البركة
1.283617	(0.23)	السورية الدولية للتأمين
0.659610268	0.01	سورية والخليج
1.661259	(0.28)	سلوديرتي للتأمين
0.842308	(0.17)	بيبلوس

المصدر: نتائج تحليل البيانات في برنامج EXCEL

يتضح من خلال الجدول السابق أنّ معظم الشركات التي صنفت ضمن فئة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه حققت عوائد سلبية، في حين أنّ بعض الشركات قد حققت عائد إيجابي ولكن بتذبذبات عالية، مثل سهم بنك البركة حيث بلغ العائد 0.20% وبانحراف معياري قدره 1.63% ما يعني معامل اختلاف قدره 8.17، في حين أنّ عائد سهم بنك سورية والخليج قد بلغ 0.01% وبانحراف معياري 0.66% أي معامل اختلاف 68.11، كما يوضح الجدول الآتي الوصف الإحصائي للعوائد غير الطبيعية للأسهم ذو رد الفعل المتأخر فيه خلال فترة الاختبار 2021-2020:

الجدول رقم 3 : المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للعوائد غير الطبيعية للأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال فترة الاختبار
:2021-2020

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	السهم
0.636706	(0.07)	الشرق
0.493555	0.05	فرنسبنك
0.714682	0.26	قطر
0.568446	0.12	الدولي للتجارة والتمويل
0.58612	0.08	الدولي الإسلامي

عند المقارنة بين أداء الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه ورد الفعل الناقص لا بدّ من النظر إلى كل من متوسط العائد غير الطبيعي والانحراف المعياري.

يتضح من خلال الجدول السابق أنّ معظم الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال فترة الاختبار قد وُلدت عوائد إيجابية باستثناء بنك الشرق حيث بلغ متوسط العائد لسهم بنك الشرق -0.07%، وعلى الرغم من ذلك إلا أنّها تبقى من أدنى الخسائر للأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه خلال فترة الاختبار حيث بلغ أدنى خسارة لشركة سولديرتي للتأمين البالغ -0.28%.

من ناحية المخاطرة، يتضح أنّ المخاطرة في الأسهم ذو رد الفعل المتأخر هي أعلى منها في الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه.

عند المقارنة بين أداء الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه ورد الفعل الناقص لا بدّ من النظر إلى كل من متوسط العائد غير الطبيعي والانحراف المعياري.

يتضح من خلال الجدول السابق أنّ معظم الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال فترة الاختبار قد وُلدت عوائد إيجابية باستثناء بنك الشرق حيث بلغ متوسط العائد لسهم بنك الشرق -0.07%، وعلى الرغم من ذلك إلا أنّها تبقى من أدنى الخسائر للأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه خلال فترة الاختبار حيث بلغ أدنى خسارة لشركة سولديرتي للتأمين البالغ -0.28%.

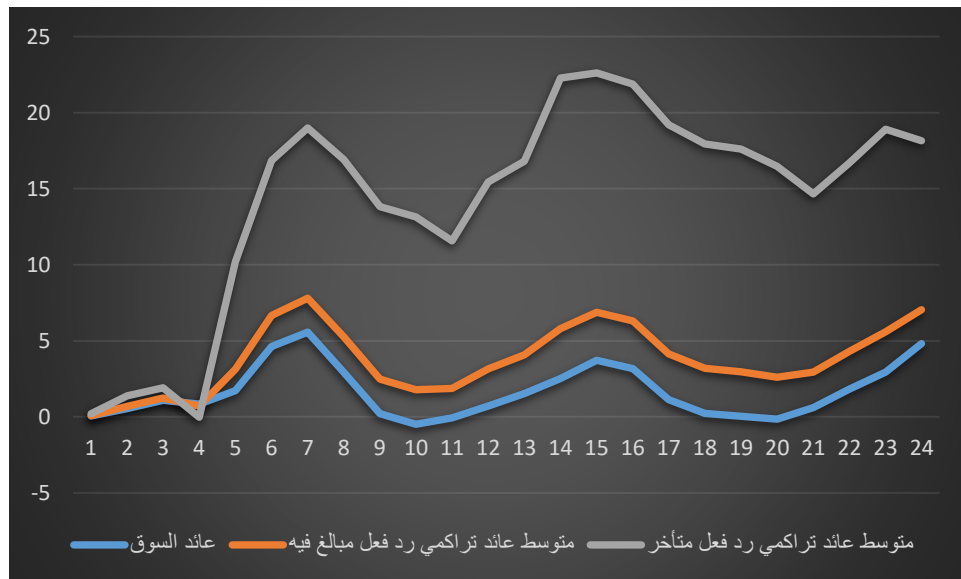
من ناحية المخاطرة، يتضح أنّ المخاطرة في الأسهم ذو رد الفعل المتأخر هي أعلى منها في الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه.

بعد عرض أداء كل من الأسهم ذو رد الفعل المبالغ به ورد الفعل المتأخر يتضح أنّ الأسهم ذات رد الفعل المتأخر كانت الأفضل في فترة الاختبار على عكس ما هو عليه في فترة تشكيل المحفظة، وهذا التحول في الأداء قد يدل على وجود ظاهرة رد الفعل المبالغ فيه.

للتأكد من وجود هذه الظاهرة من عدمها سيتم استعراض تطور متوسط العائد التراكمي غير الطبيعي لكل من الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه ورد الفعل الناقص خلال فترة الاختبار ففي حال كان الفرق بينهما بعيداً عن الصفر ما يعني وجود ظاهرة رد الفعل المبالغ فيه.

2.2.3: اختبار رد الفعل في سوق دمشق للأوراق المالية واختبار الفرضيات:

يوضح الشكل الآتي تطور متوسط العائد التراكمي غير الطبيعي خلال فترة الاختبار 2019-2021: الشكل رقم (19): متوسط العائد التراكمي غير الطبيعي لمحفظتي الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه ورد الفعل المتأخر وعائد السوق:



المصدر: الباحث بالاعتماد على بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

يتضح من خلال الشكل السابق الفرق الواضح في الأداء بين محافظ الأسهم ذو رد الفعل المتأخر ومحافظ الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه ومحفظه السوق وذلك لصالح محفظة الأسهم ذات رد الفعل المتأخر وقد ولدت عوائد إيجابية وقوية خلال 23 من 24 شهراً، في المقابل كان العائد التراكمي لمحافظ أسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه قليلة ولكنها مستقرة وهي قريبة من معدل العائد على محفظة السوق.

كما يتضح وجود تذبذب عوائد محفظة أسهم ذو رد الفعل المتأخر بشكل أكبر عما هو عليه في محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه، وهو الأمر الذي تؤكدته العلاقة الإيجابية بين العائد والمخاطرة، ويمكن أن يعزى عدم وجود فرق كبير خلال فترة من شهر -4 أشهر من وجهة نظرنا إلى ضعف استجابة المستثمرين لتقييمات الأداء التاريخي للأسهم.

ولاختبار فرضيات الدراسة تم إجراء اختبار PARIED T TEST الذي يبين فيما إذا كان هناك فرق بين عوائد محفظة الأسهم والعائد ذو رد الفعل المبالغ فيه وعوائد محفظة السوق:

- لا يوجد فارق جوهري بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه وعوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر:

يوضح الجدول الآتي اختبار مدى وجود فارق جوهري بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ:

الجدول رقم 4 : اختبار PAIRED T TEST الذي يبين فيما إذا كان هناك فرق بين عوائد محفظة الأسهم

ذو رد الفعل المتأخر والعائد ذو رد الفعل المبالغ فيه:

عائد محفظة أسهم رد الفعل المتأخر/عائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه	
0.000	القيمة الاحتمالية

المصدر: الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS

يتضح من خلال الجدول السابق أنّ القيمة الاحتمالية بلغت 0.00 وهي أقل من 0.05 ما يعني قبول الفرضية البديلة التي تنص على أنه يوجد فارق جوهري بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه وعوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر.

- لا يوجد فارق جوهري بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه وعوائد محفظة السوق: يوضح الجدول الآتي اختبار مدى وجود فارق جوهري بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ: الجدول رقم 5 : اختبار PAIRED T TEST الذي يبين فيما إذا كان هناك فرق بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه وعوائد محفظة السوق:

عائد محفظة أسهم ذو رد فعل مبالغ فيه/عائد محفظة السوق	
0.33	القيمة الاحتمالية

المصدر: الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS يتضح من خلال الجدول السابق أنّ القيمة الاحتمالية بلغت 0.33 وهي أكبر من 0.05 ما يعني قبول الفرضية العدم التي تنص على أنه لا يوجد فارق جوهري بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه وعوائد محفظة السوق.

- لا يوجد فارق جوهري بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر وعوائد محفظة السوق: يوضح الجدول الآتي اختبار مدى وجود فارق جوهري بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المبالغ: الجدول رقم 6 : اختبار PAIRED T TEST الذي يبين فيما إذا كان هناك فرق بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر وعوائد محفظة السوق:

عائد محفظة أسهم ذو رد الفعل المتأخر/عائد محفظة السوق	
0.000	القيمة الاحتمالية

المصدر: الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS

يتضح من خلال الجدول السابق أنّ القيمة الاحتمالية بلغت 0 وهي أقل من 0.05 ما يعني قبول الفرضية البديلة التي تنص على أنّه يوجد فرق جوهري بين عوائد محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر وعوائد محفظة السوق.

النتائج والتوصيات

أولاً: نتائج الدراسة

توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية على مستوى مؤشر السوق المالية وعوائد الشركات:

1. هناك ظاهرة لرد الفعل في سوق دمشق للأوراق المالية وهذا ما اتضح من خلال مقارنة التوسط الحسابي مع الانحراف المعياري لعائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.
2. يتأثر المستثمرون بدرجة كبيرة بالأخبار الواردة إلى سوق دمشق للأوراق المالية فيما يتعلق بتغيرات مجلس الإدارة وهذا ما اتضح من خلال حالة بنك سورية الدولي الإسلامي وغيرها من البنوك، في حين أنّ رد فعل المستثمرين تجاه الأخبار الواردة عن توزيع الأرباح هي ضعيفة في ظلّ قلة قيمة التوزيعات النقدية.
3. يبالغ المستثمرون بشكل كبير في بعض الأخبار الواردة التي نذكر من بينها ردّ فعل المستثمرين تجاه الأخبار الواردة إلى سوق دمشق للأوراق المالية.
4. تلعب الإشاعات أساسياً في زيادة مبالغة المستثمرين تجاه هذه الإشاعات.
5. وفقاً لطريقة العائد غير الطبيعي (الفرق بين عائد السهم وعائد مؤشر السوق) تبين أنّ هناك 10 أسهم سلوكية (ذو ردّ فعل مبالغ غيه ومتأخر) توزعت بين أسهم رد فعل مبالغ فيه وهي (البركة، السورية الدولية للتأمين، سورية والخليج، سولديرتي للتأمين، بيبيلوس)، والأسهم ذو رد الفعل المتأخر (الشرق، فرنسبنك، قطر، الدولي للتجارة والتمويل، الدولي الإسلامي).

أمّا على مستوى المحافظ السلوكية في حال اعتماد الأوزان المتساوية فإنّه:

1. خلال فترة التشكيل تفوقت الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه على الأسهم ذو رد الفعل المتأخر من ناحية العائد التراكمي غير الطبيعي.
2. معظم الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال فترة الاختبار قد ولدت عوائد إيجابية باستثناء بنك الشرق حيث بلغ متوسط العائد لسهم بنك الشرق -0.07%، وعلى الرغم من ذلك إلا أنّها تبقى من أدنى الخسائر للأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه خلال فترة الاختبار حيث بلغ أدنى خسارة لشركة سولديرتي للتأمين البالغ -0.28%.
3. إنّ المخاطرة في الأسهم ذو رد الفعل المتأخر هي أعلى منها في الأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه.

5. هناك فارق جوهري بين العائد التراكمي للأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه والعائد التراكمي لمحفظه الأسهم ذو الرد الفعل المتأخر وقد كان هذا الأداء لصالح محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر وبفارق عائد تراكمي 13.68% الأمر الذي يتناقض مع نتائج دراسة وردة (2018) التي أشارت إلى عدم وجود فارق جوهري.

6. هناك فارق جوهري بين العائد التراكمي للأسهم ذو رد الفعل المتأخر والعائد التراكمي لمحفظه السوق وقد كان هذا الأداء لصالح محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر.

ثانياً: توصيات الدراسة:

بناءً على ما سبق توصي الدراسة:

1. العمل على زيادة عمق سوق دمشق للأوراق المالية، الأمر الذي سيساعد على تشكيل محافظ استثمارية تقلل من مخاطر التحيزات السلوكية.
2. العمل على إيجاد آلية فاعلة لنقل الأخبار عن المصرف وتحليلها المناسب بالشكل الذي لا يؤدي إلى مبالغة في ردّة الفعل أو انخفاض فيه على نحو لحظي بما يسمح بتقليل ردة الفعل ويعزز من كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية علاوةً على الإفصاحات الواردة في تقارير الحوكمة.
3. الاستثمار في أسهم ذو رد الفعل المتأخر لما تحقّقه من عوائد مرتفعة تتفوق في أدائها على أداء محفظة السوق.

المراجع

المراجع باللغة العربية:

1. بن منصور&المانع، موسى&سهام، 2016، المالية السلوكية واستخداماتها في المؤسسة الاقتصادية، ورقة مقدمة إلى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مسيلة.
2. شوفاني، أمل، 2021، ربحية استراتيجية الزخم السعري في ماليزيا "دراسة مقارنة بين أسهم الشركات الإسلامية وغير الإسلامية"، رسالة معدة لنيل درجة الماجستير البحثي في علوم الإدارة، المعهد العالي لإدارة الأعمال.
3. مفلح&كوجك، ورد&هزاع، 2022، أمثلة المحفظة الاستثمارية السلوكية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقاربة مدمجة بين نظريتي التوقع والمحفظة الحديثة، مجلة جامعة حماه، المجلد الخامس، العدد الخامس، ص. 77-99)

المراجع باللغة الإنجليزية:

1. Alquraan&Alqisie&AlShorafa, Talal&Ahmad&Amjad, 2016, Do Behavioral Finance Factors Influence Stock Investment Decisions of Individual Investors? (Evidences from Saudi Stock Market), American International Journal of Contemporary Research Vol. 6, No. 3.
2. Bakar , Suzaida et al, The Impact of Psychological Factors on Investors' Decision Making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang, Procedia Economics and Finance, 35, 2016, P.319 – 3
3. Chang&Young&Lin, Kuo&Micheal&Wu,2016, Portfolio Selection Problem Considering Behavioral Stocks under Holding Periods, International Journal of Modeling and Optimization, Vol. 6, No. 4, August 2016

4. Chang&Young&Lin, Kuo&Micheal&Wu,2018, Behavioral Stock Portfolio Optimization through Short-Selling, International Journal of Modeling and Optimization, Vol. 8, No. 2, April 2018
5. Changseng, H., and Yongfeng, W. (2012). Investor Sentiment and Assets Valuation. Systems Engineering Procedia, 166–171.
6. Das, S., & Statman, M. (2013). Options and structured products in behavioral portfolios. Journal of Economic Dynamics and Control, 37(1), 137–153. doi.org/10.1016/j.jedc
7. Foss, Jorgen,2016, A Behavioristic Study on Overreaction and Underreaction: When and Why Does it Occur, Master Thesis, BI Norwegian Business School
8. Friedman, M., & Savage, L. J. (1948). The Utility Analysis of Choices Involving Risk.
9. Goedhart, M. Koller, T. &Wesseles. D. What really drives the market, management review, 2005, p23.
10. Huberman, G. (2001). Familiarity breeds investment. Review of Financial Studies, 14(3), 659–680
11. Jacop Niyoyita Mahina¹, W. M. (2017). Effect of Behavioral Biases on Investments at the Rwanda Stock Exchange. International Journal of Accounting, Finance and Risk Management, 131–137.
12. Jagongo, A., & Mutswenje, V. S. (2014). A Survey of the Factors Influencing Investment Decisions: The Case of Individual Investors at the NSE. International Journal of Humanities and Social Science, 4, 92–102

13. Jaime González Maiz Jiménez, Edgar Ortiz Calisto, 2020, Testing the overreaction hypothesis in the mexican stock market, *Contaduría y Administración* 65 (1) 2020, 1–23
14. K.–H.Chang^{1*}, M.N.Young^{1,3}, and J.F.T.Diaz², Portfolio Optimization Utilizing the Framework of Behavioral Portfolio Theory, *International Journal of Operations Research* Vol. 15, No. 1, 1–13 (2018)
15. Khaneman, D, & Taversky, A prospect theory: An Analysis of decision under risk, *Econometric, journal of the econometric society*, N=2, 1979
16. Kuo–Hwa Chang, Michael N. Young, and Wu Kang Lin, 2016, Portfolio Selection Problem Considering Behavioral Stocks under Holding Periods, *International Journal of Modeling and Optimization*, Vol. 6, No. 4, August 2016
17. Lopes, L. L. (1987). Between hope and fear: The psychology of risk. In *Advances in experimental social psychology*. Academic Press. Vol. 20, pp. 255–295
18. Marios, Polyviou, 2020, Advantages and Risks Associated with Portfolio Maximization, Neapolis University HEPHAESTUS Repository, Department of Accounting and Finance, MSc in Banking, Investment and Finance
19. Markus Drevelius& Jonas Sormunen, 2018, A study of value investment strategies based on dividend yield, price–to–earnings and price–to–book ratios in Swedish stock market, MASTER THESIS WITHIN: Business Administration, Jonkoping university, business school.
20. Mohapatra, Sabyasachi & Misra ,Arun, Kumar,2020, Momentum Returns: A Portfolio–Based Empirical Study To Establish Evidence, Factors

And Profitability In Indian Stock Market , IIMB Management Review (2020) 32, 75–84, [Www.Elsevier.Com/Locate/limb](http://www.Elsevier.Com/Locate/limb).

21. Muhammad Atif Sattar, Muhammad Toseef, Muhammad Fahad Sattar, 2020, Behavioral Finance Biases in Investment Decision Making, International Journal of Accounting, Finance and Risk Management, ; 5(2): 69–75
22. ohnsson, M., Lindblom, H., & Platan, P. (2002). Behavioral finance– and the Change of investor behavior during and after the speculative bubble at the end of the 1990s. Unpublished M.Sc Thesis, Lund University, Sweden
23. Phan, T. C., Rieger, M. O., & Wang, M. (2018). What leads to overtrading and under–diversification? Survey evidence from retail investors in an emerging market. Journal of Behavioral and Experimental Finance, 19, 39–55.
24. Pokavanta ET AL, 2019, the over–reaction effect in the stock exchange of Tailand: an empericial study, journal of community devolpement research , vpl.12, no.3
25. Qadri, S. U., & Shabbir, M. (2014). An empirical study of overconfidence and illusion of control biases, Impact on investor’s decision making: An evidence from ISE. European Journal of Business and Management, 6(14), 38–44.
26. Raju ,Rajan & Chandrasekaran ,Abhijit , 2019, Implementing A Systematic LongOnly Momentum Strategy:Evidence From India.
27. Rengifo, E. W., Trendafilov, R., & Trifan, E. (2014). Behavioral Portfolio Theory and Investment Management. In H. K. Baker & V. Ricciardi (Eds.). Investor Behavior – The Psychology of Financial Planning and

- Investing (pp. 421– 438). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
doi. org/10.1002/9781118813454.ch23
28. Ricciardi. V., (2006), A research Starting Point For The New Scholar: A Unique Perspective Of Behavioral Finance, The ICFAI Journal Of Behavioral Finance, Vol. III, No. 3, P. 09.
 29. Roy, A. D. (1952). Safety First and the Holding of Assets. *Econometrica*, 20(3), 431–449.
 30. Shefrin, H., & Statman, M. (2000). Behavioral Portfolio Theory. *The Journal of Financial*
 31. SHEFRIN, H., AND M. STATMAN (2000): "Behavioral Portfolio Theory," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2), 127–151.
 32. Sjobeck ,Erik & Verngren, Joel,2018, Magic Formula Has Its Magic And Momentum Has Its Moments.–A Study On Magic Formula And Momentum On The Swedish Stock Market
 33. statman, M. (2008). What is behavioral finance? In F. J. Fabozzi (Ed.). *Handbook of Finance* (pp. 79–84). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc. doi.org/10.1002/9780470404324.hof002009
 34. Statman, M. (2014). Behavioral finance: Finance with normal people. *Borsa Istanbul Review*, 14, 65–73. doi.org/10.1016/j. bir.2014.03.001
 35. Telser, L. G. (1955). Safety First and Hedging. *The Review of Economic Studies*, 23(1), 1–16.
 36. Yeny E. Rodríguez a,* , Juan M. Gomez ´ a , Javier Contreras, 2021, Diversified behavioral portfolio as an alternative to Modern Portfolio Theory, *North American Journal of Economics and Finance* 58 (2021) 10150

37. Zarembka, Adam & Long, Huaigang & Karathanasopoulos, Andreas, 2019, ShortTerm Momentum (Almost) Everywhere, Journal Of International Financial Markets, Institutions & Money, : [Www.Elsevier.Com/ Locate/ Intfin](http://www.elsevier.com/locate/intfin)

الملحق رقم 1:

العائد التراكمي للأسهم ذو رد الفعل المبالغ فيه خلال فترة الاختبار

الفترة	الشركة	العائد التراكمي لكل شهر على حدى	العائد التراكمي الكلي
1	البركة	0.21	0.21
2		0.30	0.52
3		(0.20)	0.32
4		1.32	1.63
5		2.26	3.89
6		1.06	4.95
7		(0.25)	4.70
8		(0.15)	4.55
9		(0.35)	4.20
10		(0.01)	4.19
11		0.55	4.74
12		0.56	5.30
13		(0.10)	5.20
14		0.16	5.36
15		0.35	5.71
16		(0.08)	5.64
17		(0.48)	5.16
18		(0.77)	4.39
19		0.40	4.79
20		(0.28)	4.51
21		(0.11)	4.41
22		0.63	5.04
23		0.14	5.18
24		(0.40)	4.78
1	السورية الدولية للتأمين	(0.06)	(0.06)
2		(0.38)	(0.44)
3		0.10	(0.34)
4		(0.52)	(0.86)
5		(0.87)	(1.72)
6		(0.67)	(2.39)
7		0.02	(2.38)
8		(0.12)	(2.49)

(2.56)	(0.06)		9
(2.55)	0.01		10
(2.49)	0.05		11
(2.64)	(0.15)		12
(2.23)	0.41		13
(3.11)	(0.88)		14
(3.27)	(0.16)		15
(3.11)	0.16		16
(3.35)	(0.24)		17
(3.15)	0.20		18
(3.17)	(0.02)		19
(3.26)	(0.10)		20
(3.71)	(0.45)		21
(3.88)	(0.17)		22
(4.87)	(0.99)		23
(5.54)	(0.67)		24
0.30	0.30	سورية والخليج	1
1.32	1.02		2
1.12	(0.20)		3
0.12	(1.00)		4
(0.75)	(0.87)		5
(1.59)	(0.85)		6
(1.00)	0.60		7
(0.87)	0.13		8
(0.84)	0.03		9
(0.84)	0.01		10
(0.30)	0.53		11
(0.28)	0.02		12
(0.35)	(0.07)		13
0.11	0.46		14
0.07	(0.04)		15
0.22	0.16		16
(0.02)	(0.24)		17
0.19	0.20		18
(0.13)	(0.32)		19
(0.82)	(0.69)		20
(0.47)	0.36		21
(0.10)	0.36		22

0.49	0.59	سولديرتي للتامين	23
0.59	0.10		24
(0.06)	(0.06)		1
(0.44)	(0.38)		2
(0.22)	0.21		3
(0.74)	(0.52)		4
(1.61)	(0.87)		5
(2.28)	(0.67)		6
(2.43)	(0.16)		7
(2.31)	0.13		8
(2.28)	0.03		9
(2.27)	0.01		10
(2.44)	(0.16)		11
(2.85)	(0.42)		12
(3.07)	(0.22)		13
(3.95)	(0.88)		14
(4.11)	(0.16)		15
(3.96)	0.16		16
(4.20)	(0.24)		17
(3.99)	0.20		18
(4.01)	(0.02)		19
(4.11)	(0.10)		20
(4.55)	(0.45)		21
(4.73)	(0.17)		22
(5.71)	(0.99)	23	
(6.62)	(0.91)	24	
(0.06)	(0.06)	بييلوس	1
(0.53)	(0.47)		2
(0.32)	0.21		3
(0.84)	(0.52)		4
(2.31)	(1.47)		5
(2.84)	(0.54)		6
(2.01)	0.84		7
(1.78)	0.23		8
(1.76)	0.01		9
(1.85)	(0.09)		10
(2.02)	(0.16)		11
(2.44)	(0.42)		12

(2.65)	(0.22)		13
(2.23)	0.43		14
(1.94)	0.29		15
(1.54)	0.40		16
(1.78)	(0.24)		17
(1.57)	0.20		18
(1.59)	(0.02)		19
(1.69)	(0.10)		20
(1.91)	(0.22)		21
(2.08)	(0.17)		22
(3.07)	(0.99)		23
(3.98)	(0.91)		24

الملحق رقم 2:

العائد التراكمي للأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال فترة الاختبار:

العائد التراكمي الكلي	العائد التراكمي لكل شهر على حدى	الشركة	الفترة
(0.26)	(0.26)	الشرق	1
(1.31)	(1.05)		2
(1.14)	0.17		3
(3.13)	(1.99)		4
(2.13)	1.00		5
(1.16)	0.97		6
(1.29)	(0.13)		7
(0.76)	0.54		8
(1.03)	(0.27)		9
(1.02)	0.01		10
(1.07)	(0.05)		11
(0.41)	0.66		12
(0.48)	(0.07)		13
0.01	0.49		14
(0.31)	(0.32)		15
(0.25)	0.06		16
(0.49)	(0.24)		17
(0.15)	0.34		18
(0.28)	(0.13)		19

(0.22)	0.06		20
(0.45)	(0.23)		21
(0.62)	(0.17)		22
(0.49)	0.13		23
(1.64)	(1.14)		24
(0.19)	(0.19)	فرنسبنك	1
(0.09)	0.10		2
0.12	0.21		3
(0.90)	(1.02)		4
(0.12)	0.77		5
(0.31)	(0.18)		6
0.20	0.51		7
0.09	(0.11)		8
(0.11)	(0.19)		9
(0.01)	0.10		10
(0.64)	(0.63)		11
0.39	1.03		12
0.44	0.05		13
1.47	1.03		14
1.44	(0.03)		15
1.59	0.16		16
1.35	(0.24)		17
1.20	(0.15)		18
1.18	(0.02)		19
1.09	(0.10)		20
0.64	(0.45)		21
0.16	(0.48)		22
0.30	0.14		23
1.17	0.87		24
0.46	0.46	فطر	1
0.14	(0.33)		2
(0.05)	(0.19)		3
1.60	1.65		4
4.37	2.77		5
5.23	0.86		6
5.77	0.54		7
6.07	0.30		8
6.14	0.07		9

6.13	(0.00)		10
5.89	(0.24)		11
6.14	0.25		12
5.83	(0.31)		13
6.46	0.63		14
6.60	0.14		15
6.46	(0.14)		16
6.51	0.05		17
6.41	(0.10)		18
6.67	0.26		19
6.38	(0.29)		20
5.95	(0.43)		21
6.70	0.75		22
7.34	0.64		23
6.82	(0.52)		24
(0.06)	(0.06)	الدولي للتجارة	1
1.47	1.53	والتمويل	2
1.37	(0.10)		3
0.85	(0.52)		4
1.89	1.04		5
2.99	1.09		6
3.17	0.18		7
3.05	(0.12)		8
3.08	0.03		9
3.09	0.01		10
2.47	(0.62)		11
2.61	0.14		12
3.55	0.94		13
4.26	0.71		14
3.85	(0.42)		15
4.01	0.16		16
4.30	0.29		17
4.28	(0.02)		18
4.17	(0.11)		19
4.28	0.11		20
3.39	(0.89)		21
3.42	0.04		22
3.46	0.03		23

2.95	(0.51)		24
0.17	0.17	الدولي الإسلامي	1
0.50	0.34		2
0.38	(0.12)		3
0.86	0.48		4
3.06	2.20		5
3.44	0.38		6
3.35	(0.09)		7
3.20	(0.15)		8
3.26	0.06		9
3.17	(0.09)		10
3.05	(0.12)		11
3.55	0.49		12
3.40	(0.15)		13
4.27	0.87		14
4.16	(0.11)		15
3.77	(0.39)		16
3.40	(0.36)		17
3.02	(0.38)		18
2.89	(0.13)		19
2.32	(0.56)		20
2.19	(0.13)		21
2.74	0.55		22
2.71	(0.03)		23
1.80	(0.91)		24

الملحق رقم 3:

متوسط العائد التراكمي خلال فترة الاختبار:

متوسط عائد تراكمي رد فعل مبالغ فيه	متوسط عائد تراكمي رد فعل متأخر	الشهر
0.02	0.12	1
0.14	0.70	2
0.14	0.68	3
(0.14)	(0.72)	4
1.41	7.07	5
2.04	10.19	6
2.24	11.19	7
2.33	11.66	8
2.27	11.34	9
2.27	11.36	10
1.94	9.71	11
2.45	12.27	12
2.55	12.73	13
3.29	16.46	14
3.15	15.73	15
3.12	15.58	16
3.01	15.07	17
2.95	14.76	18
2.93	14.63	19
2.77	13.85	20
2.34	11.72	21
2.48	12.40	22
2.66	13.32	23
2.22	11.11	24

الملحق رقم 4:

عوائد ومحافظ محافظ رد الفعل المتأخر:

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال شهر كانون الثاني من عام 2020:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
0.5940	(0.1980)	الشرق
0.4454	(0.1300)	فرنسبنك
1.4622	0.5210	قطر
0.0443	-	الدولي للتجارة والتمويل
1.4567	0.2260	الدولي الإسلامي
0.08		عائد المحفظة
0.59		الانحراف المعياري

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال شهر شباط من عام 2020:

الوزن النسبي	الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	متوسط حجم التداول	السهم
0.20	0.9366	(0.6775)	540	الشرق
0.20	1.5213	0.4755	25.00	فرنسبنك
0.20	1.6962	0.0515	1,308.00	قطر
0.20	2.1628	1.9045	55,203.00	الدولي للتجارة والتمويل
0.20	2.0728	0.7115		الدولي الإسلامي
			57,076.00	
		0.49		عائد المحفظة
		0.83		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال شهر آذار من عام 2020:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
1.3786	(0.0411)	الشرق
-	-	فرنسبنك
1.5017	(0.3979)	قطر
0.7160	(0.3100)	الدولي للتجارة والتمويل
1.4716	(0.3311)	الدولي الإسلامي
(0.22)		عائد المحفظة
0.60		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال شهر نيسان من عام 2020:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
0.8474	(1.4675)	الشرق
0.8660	(0.5000)	فرنسبنك
2.2764	2.1625	قطر
-	-	الدولي للتجارة والتمويل
2.2790	0.9950	الدولي الإسلامي
0.24		عائد المحفظة
0.97		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال شهر أيار من عام 2020:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
1.3786	(0.0411)	الشرق
-	-	فرنسبنك
1.5017	(0.3979)	قطر
0.7160	(0.3100)	الدولي للتجارة والتمويل
1.4716	(0.3311)	الدولي الإسلامي
(0.22)		عائد المحفظة
0.67		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر شهر حزيران من عام 2020:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
1.0172	0.3982	الشرق
0.4114	(0.0990)	فرنسبنك
2.6249	1.7309	قطر
0.7756	0.3082	الدولي للتجارة والتمويل
1.1121	0.1364	الدولي الإسلامي
0.49		عائد المحفظة
0.72		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال شهر تموز من عام 2020:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
1.3011	(0.1482)	الشرق
2.0294	0.4868	فرنسبنك
2.7134	0.5173	قطر
1.0810	0.1655	الدولي للتجارة والتمويل
2.1427	0.2036	الدولي الإسلامي
0.25		عائد المحفظة
1.16		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال شهر آب من عام 2020:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
1.5173	0.4106	الشرق
0.6367	(0.2406)	فرنسبنك
2.3203	0.1769	قطر
0.6516	(0.2463)	الدولي للتجارة والتمويل
1.7355	(0.2725)	الدولي الإسلامي
0.03-		عائد المحفظة
0.836		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال شهر أيلول من عام 2020:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
		الشرق
0.6693	(0.3009)	
0.9895	(0.2209)	فرنسبنك
1.0572	0.0400	قطر
-	-	الدولي للتجارة والتمويل
2.0288	0.0286	الدولي الإسلامي
0.09-		عائد المحفظة
0.62		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال تشرين الأول من عام 2020:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
		الشرق
-	-	
0.5135	0.0863	فرنسبنك
1.3793	(0.0142)	قطر
-	-	الدولي للتجارة والتمويل
1.1208	0.0511	الدولي الإسلامي
0.02		عائد المحفظة
0.43		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال تشرين الأول من عام 2020:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
-	-	الشرق
0.5135	0.0863	فرنسبنك
1.3793	(0.0142)	قطر
-	-	الدولي للتجارة والتمويل
1.1208	0.0511	الدولي الإسلامي
0.02		عائد المحفظة
0.43		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال تشرين الثاني من عام 2020:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
		الشرق
1.0207	0.1177	فرنسبنك
1.0400	(0.4614)	قطر
1.0074	(0.0764)	الدولي للتجارة والتمويل
0.8079	(0.4545)	الدولي الإسلامي
1.6080	0.0486	عائد المحفظة
0.17-		مخاطر المحفظة
0.63		

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال كانون الأول من عام 2021:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
		الشرق
1.0725	0.1333	
1.4446	0.1061	فرنسبنك
0.6643	0.0789	قطر
0.5541	0.2156	الدولي للتجارة والتمويل
0.9095	(0.0122)	الدولي الإسلامي
0.10		عائد المحفظة
0.54		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال شباط من عام 2021:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
		الشرق
1.5739	0.6314	
0.6974	0.1600	فرنسبنك
0.7678	0.1171	قطر
-	-	الدولي للتجارة والتمويل
-	-	الدولي الإسلامي
0.18		عائد المحفظة
0.35		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال آذار من عام 2021:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
		الشرق
0.5354	(0.1495)	
1.3114	0.1259	فرنسبنك
1.6553	0.3009	قطر
1.2797	(0.2077)	الدولي للتجارة والتمويل

	1.2092	0.0118	الدولي الإسلامي
	0.02		عائد المحفظة
	0.63		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال شهر نيسان من عام 2021:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
		الشرق
0.5354	(0.1495)	
1.3114	0.1259	فرنسبنك
1.6553	0.3009	قطر
1.2797	(0.2077)	الدولي للتجارة والتمويل
1.2092	0.0118	الدولي الإسلامي
0.02		عائد المحفظة
0.63		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال شهر حزيران من عام 2021:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
		الشرق
0.8656	0.1377	
0.7541	(0.3555)	فرنسبنك
1.2037	(0.3073)	قطر
1.0089	(0.2273)	الدولي للتجارة والتمويل
0.8716	(0.5859)	الدولي الإسلامي
0.27-		عائد المحفظة
0.51		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال شهر أيلول من عام 2021:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
		الشرق
1.0144	0.2214	
0.0021	0.0005	فرنسبنك
1.2117	0.0127	قطر
1.4702	(0.4477)	الدولي للتجارة والتمويل
1.6363	0.3159	الدولي الإسلامي
0.02		عائد المحفظة
0.51		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال شهر تشرين الأول من عام 2021:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
		الشرق
-	-	
1.0232	(0.3065)	فرنسبنك
1.7939	0.9241	قطر
0.7118	0.2094	الدولي للتجارة والتمويل
1.6966	0.7212	الدولي الإسلامي
0.31		عائد المحفظة
0.86		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال شهر تشرين الثاني من عام 2021:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
2.0583	1.1159	الشرق
2.8165	1.1286	فرنسبنك
2.6616	1.6309	قطر
2.4907	1.0223	الدولي للتجارة والتمويل
2.9026	0.9582	الدولي الإسلامي
1.17		عائد المحفظة
1.48		مخاطر المحفظة

محفظة الأسهم ذو رد الفعل المتأخر خلال شهر تشرين كانون الأول من عام 2021:

الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	السهم
1.0520	0.2352	الشرق
1.8612	0.8285	فرنسبنك
2.1486	0.5100	قطر
-	-	الدولي للتجارة والتمويل
-	-	الدولي الإسلامي
0.31		عائد المحفظة
0.64		مخاطر المحفظة