

اللاعقلانية الرشيدة وأثرها على كفاءة الأسواق المالية

د. غربي هشام - جامعة الوادي -

د. عبد اللاوي عقبة - جامعة الوادي -

ملخص :

Summary:

This study focuses on one of the most important problems, that contributed to the occurrence of financial crises and repeated constantly. Which are the issues of false assumptions about the theoretical explanations of the most important pillars, that underpin the work of financial market mechanisms, and assumptions of efficient market, Also the reasons why these markets lose their efficiency, the focus it was on the most important themes affecting the efficiency of the market, a «Investors Behavior» within it, which has become the most important reasons that lead to the destabilization of the financial markets, through the so-called « rational irrationality ». Advocated by theorists of financial liberalization absolute and their impact on financial market efficiency and their contributions to constitute of financial bubbles constantly.

Keywords: Rational Irrationality, Financial Market Efficiency, Financial Bubbles, Investors Behavior

تركز هذه الدراسة الضوء على أحد أهم الإشكاليات التي ساهمت في حدوث الأزمات المالية وتكرارها باستمرار، وهي قضايا الافتراضات الخاطئة حول التفسيرات النظرية لأهم المرتكزات التي تتركز عليها آليات عمل الأسواق المالية، وافترضات السوق الكفوءة، والأسباب التي تجعل من هذه الأسواق تفقد كفاءتها، فكان التركيز على أهم محور من هاته المحاور المؤثرة على كفاءة السوق وهو «سلوك المستثمرين» داخلها، الذي أصبح من أهم الأسباب التي تؤدي إلى زعزعة استقرار الأسواق المالية عن طريق ما يسمى بـ «اللاعقلانية الرشيدة» التي ينادي بها منظري التحرر المالي المطلق وأثرها على كفاءة السوق المالي ومساهماتها في تشكل الفقاعات المالية باستمرار. **الكلمات المفتاحية :** لاعقلانية رشيدة، كفاءة السوق المالي، فقاعات مالية، سلوك المستثمر.

مقدمة

إن من أهم ما يؤدي إلى خلل الأنظمة الاقتصادية والمالية على المستوى العالمي ، هو ما تم اعتقاده كافتراضات هشة في السابق على نظريات اقتصادية أسست لهذه الأنظمة ميكانيزماتها وسيرورتها، التي لازالت وإلى غاية الآن فعالة خاصة في الأسواق المالية، ومن أهم هذه الافتراضات هو «فرضية كفاءة السوق» التي تركز على مبادئ نظرية «السوق الكفوءة» والتي بنيت على فكرة «اللاعقلانية الرشيدة»، وما حدث سابقا من تكرار للأزمات المالية الدولية والتي نتجت عن انفجار الفقاعات المالية، ما هو إلا مؤشر واضح يدل على هشاشة هذه الافتراضات، وفي هذه الدراسة سنحاول توضيح أثر اللاعقلانية الرشيدة على كفاءة السوق من خلال أهم النظريات التي تساعد في تفسير هذه العلاقة والربط فيما بينها، وهذه النظريات هي: نظرية السير العشوائي، نظرية القطيع ونظرية التمويل السلوكي.

أولاً: دلالات التسمية بـ «اللاعقلانية الرشيدة»:

سميت بهذا الاسم استنادا لأهم نظريتين سابقتين تم الاعتماد عليهما من قبل معتققي معتقدات قداسة الأسواق الحرة، ومن أهمهم الاقتصادي الشهير آدم سميث، الذي ضبطت أساسيات النظرية الكلاسيكية، وأتباعه من بعده فريدريك هابيك وميلتون فريدمان ويوجين فاما وآلان غرينسبان وغيرهم ممن ينادي بالحرية المطلقة للأسواق المالية¹، وهاتين النظريتين هما:

أ. **نظرية السوق الكفوءة:** وهي التي تفترض بأن السوق المالي بحريته المطلقة ينتج ميكانيزمات بين الطلب والعرض تمتاز بالتنافسية، وهذا ما يجعل أسعار الأصول المتداولة تأخذ الأسعار التوازنية الحقيقية - طبعاً مع عدم الأخذ بعين الاعتبار حدة المضاربة التي تنتج أسعار ترتفع ارتفاعاً بعيداً عن القيم الحقيقية للأصول- وبالتالي يكون هناك رشد لهاته السوق حتى ولو لم يتصف المتداولون باللاعقلانية ومن هنا جاءت التسمية باللاعقلانية الرشيدة.

ب. **نظرية التوقعات الرشيدة:** وهي النظرية التي تفترض بأن كل المعلومات المتاحة في الأسواق المالية، والتي تركز إلى سلاسل زمنية سابقة سواء قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، تفيد في إعطاء رؤية مستقبلية واضحة للحركة السعرية، وبالتالي تساعد على بناء توقعات صحيحة تفيد في اتخاذ القرارات الرشيدة حتى ولو لم تكن هاته المعلومات السابقة قد بنيت على ركائز صحيحة عقلانية في كيفية تحديد القيم الحقيقية للأصول، ومن هنا جاءت هذه التسمية، ونحن بدورنا سوف يتركز تحليلنا على أثر اللاعقلانية الرشيدة على كفاءة السوق المالية من خلال نظريات تساعد في إعطاء تفسيرات ذات دلالة تحليلية للعلاقة التي تربط ما بين اللاعقلانية الرشيدة وكفاءة السوق المالي.

ثانياً: أثر «اللاعقلانية الرشيدة» على كفاءة السوق بناء على تفسير «نظرية السير العشوائي»:

إن افتراض السوق الكفوة (Efficient Market) الذي روح له "إيوجين فاما" (Eugene Fama) أحد تلامذة "ميلتون فريدمان"، ينص على أن الأسواق المالية دائما ما تولد الأسعار الصحيحة، إذا ما أخذت في الحسبان كافة المعلومات المتاحة، وهذا يعني أن أسعار الأسهم تعكس بصدق أفضل تخمينات المحللين، والمستثمرين وإدارة الشركة بشأن توقعات أرباحها في المستقبل. ويدافع آلان غرينسبان² عن نظرية «كفاءة السوق»، في أن الأسعار المالية مرتبطة بالأسس الاقتصادية، أي أنها لا تعكس أي تشاؤم غير ضروري، أو أي "حماسة فياضة" أو زائدة بدون داع (Irrational Exuberance) وإذا ما ارتفعت الأسواق بما يتعدى المستويات التي تبررها الأسس الاقتصادية، فإن المضاربين الذين تتوافر لديهم معلومات جيدة يدخلون إلى السوق ويبيعون حتى تعود الأسعار إلى مستوياتها الصحيحة، أما إذا ما هبطت الأسعار إلى أدنى من قيمتها الحقيقية، فإن المضاربين يدخلون ويشتررون.

لكن عندما نلاحظ تضاعف قيمة العقارات إلى ثلاثة أضعاف فيما بين 1996 و2006 في الولايات المتحدة الأمريكية لم يكن شيئا غير ملائم، وأن أسعار البترول كانت صحيحة عند 50 دولار للبرميل في جانفي 2007 وكانت قيمتها معقولة أيضا عند 140 دولار في جوان 2008، وكانت أيضا صحيحة عندما بلغت 40 دولارا في فيفري 2009 وهذه هي كفاءة السوق ومخرجاتها، وهذا يؤكد بأن التنبؤ بما سيحدث مستقبلا في الأسواق المالية بعد الآن أصبح أمرا شديدا الصعوبة وفي كثير من الأحيان يكون مستحيلا.

و يعتبر "لويس باكلييه" (Louis Bachelier) - وهو عالم رياضيات فرنسي - الشخص الأول الذي فسر منطق صعوبة التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسواق المالية، وذلك عندما كتب سنة 1900 رسالة دكتوراه بعنوان "نظرية المضاربة" (The Theory of Speculation) وقد لاحظ "باكلييه" أنه إذا ما أخذ سهم معين في أي لحظة من الزمن، فإن بعض المتفائلين سيطنون أنه سيرتفع، بينما يظن بعض المتشائمين أنه سينخفض، فإذا كانت هناك أكثرية من المتفائلين تفوق المتشائمين فإن مشترياتهم ستؤدي إلى رفع السعر، بينما لو كانت هناك أعداد أكبر من المتشائمين فإن قيامهم بالبيع سيؤدي الى انخفاض السعر، وسيبقى سعر السهم يتحرك صعودا وهبوطا حتى تلغي التوقعات المتناقضة والمتشائمة بعضها بعضا، وعند هذه النقطة، ونظرا لعدم وجود سبب يبرر افتراض أن إحدى المجموعتين كانت لديها معلومات تتفوق على ما لدى الأخرى، تكون لدى المضارب فرصة متساوية للربح أو الخسارة، فهناك فرصة بنسبة 50% أن التحرك التالي للسهم سيتجه نحو الارتفاع، وهناك أيضا فرصة بنسبة 50% أن التحرك التالي سيكون نحو الانخفاض، وإذا ما أخذت تلك النتائج المحتملة معا، فقد استنتج باكلييه: «أن التوقعات الرياضية للمضارب تكون صفرًا»³.

وهذا يعني أن الاستثمار في السوق المالي، سيكون تماما مثل "قذف قطعة معدنية" من النقود للاستدلال على ما إذا كان المضارب سيربح أم سيخسر، وإذا ما تكرر لعبه في السوق فقد يمكنه أن يحقق سلسلة من الأرباح والخسائر، ولكن الحظ هو الذي يتحكم في النتائج وليست المهارة، لأن هذه النتائج سوف تكون خاضعة لقانون الاحتمالات بالضبط، فإذا ما كرر الشخص قذف العملة، فإن الاحتمال الشاذ لكي يحظى بثلاثة وجوه متكررة هو واحد من ثمانية أما احتمالته الأخير لحصوله على ستة وجوه متكررة فلا يتعدى مرة واحدة من كل 46 مرة.

وفكرة التمويل عن طريق «قذف العملة في الهواء»، التي كان «باكلييه» أول من قالها، أصبحت الآن تعرف «بنظرية السير العشوائي» (Random Walk Theory) لأنها تعني ضمنا أن أسعار الأسهم وغيرها من الأصول الخاضعة للمضاربة ستكون حتما بدون هدف.

ومضت خمسون سنة، دون أن تتم قراءة نظرية «باكلييه» على نطاق واسع، وفي سنة 1955، عثر الاقتصادي "جيمي سافيدج" (Jimmy Savage) -وهو مختص في الإحصاء من جامعة شيكاغو واشترك في تأليف العديد من الأوراق البحثية الهامة عن المخاطر الاستثمارية مع "ميلتون فريدمان"- على كتاب كان «باكلييه» قد ألفه سنة 1914 وأرسل إلى زميله "بول صامويلسون" الاقتصادي الشهير، يسأله عما إذا كان يعرف هذا الاقتصادي، حينها استخرج صامويلسون نسخة من نظرية «باكلييه» من مكتبة معهد ماساتشوستس للتكنولوجيا (MIT) وقد انبهر بالنظرية.

وفي أوائل الستينيات من القرن العشرين، قام «صامويلسون» ومع عدد من الاقتصاديين بإعادة بناء نموذج «قذف العملة في الهواء» وأكدوا فيها أن أسعار الأسهم كانت تتبع مسارا عشوائيا وذلك من خلال أوراقهم البحثية التي تم نشرها بالمعهد.

وبرز بعد ذلك الاقتصادي الشاب «يوجين فاما» (Eugene Fama)، والذي كتب رسالة دكتوراه حول «سلوكيات أسعار الأسهم» مستخدما دراسة حالة شركة (IBM) لتحليل بياناتها خلال الفترة من 1926 إلى 1960، وبينت اختباراته الإحصائية أن هناك قابلية للتنبؤ بعائدات الأسهم والتي أيدت المسار العشوائي، وقال فاما: «أنه يمكن أن يكون هناك محللين ناجحين ولكنهم فقط محظوظين، ووفقا لوجهة نظر نظرية قذف العملة في الهواء، أن لديه فرصة نجاح تعادل 50 % وهذا حتى ولو كانت قوته في التحليل غير موجودة على الإطلاق»⁴.

و اقترح فاما ثلاث صيغ منفصلة لنظرية كفاءة السوق وهي كمايلي:

- الشكل ضعيف الكفاءة: وهو إذا لم يكن من الممكن التنبؤ بالأسعار على أساس التحركات الماضية أي عندما لا تكون هناك أنماط معروفة.

- الكفاءة شبه القوية: وتعني أن الأسعار عكست كافة المعلومات المتاحة علنا، مثل قيود الشركة في لجنة الأوراق المالية وأي عمليات تغطية تلقفتها في وسائل الإعلام.

الكفاءة القوية: وتعني الأسعار قد عكست كافة المعلومات حتى لو كانت خاصة، وذلك على سبيل المثال إذا ما قامت إحدى شركات الاستشارات المالية بتحليل عميق للشركة، فإن محتويات التقرير لا بد أن تنعكس على أسعار الأسهم حتى قبل إعلان التقرير⁵.

وفي سنة 1973 أصدر الاقتصادي "بيرتون مالكيل" (Burton Malkiel) من جامعة "برنستون"، كتابه بعنوان "المسار العشوائي في شارع وول ستريت A Random Walk Down Wall Street"⁶ ويبين فيه بأن معظم التنبؤات عن مكاسب وول ستريت كانت بعيدة عن الواقع بشكل لا أمل معه، وأن أغلب صناديق الاستثمار المشترك قد فشلت في التفوق على أداء السوق وكتب مالكيل «إن التاريخ الماضي لأسعار الأسهم لا يمكن استخدامه للتنبؤ بالمستقبل بطريقة ذات مغزى، كما أن الاستراتيجيات عادة ما تكون مسلية وبهدف تقديم الراحة، ولكنها ليس ذات قيمة حقيقية»⁷

وساهمت نظرية كفاءة السوق في إحداث تحول كبير في وول ستريت، كما أدت إلى زيادة الاهتمام بصناديق المؤشرات (Index Funds) التي تقوم بشراء سلال ضخمة من الأسهم، وتسعى بذلك إلى تكرار أداء السوق بأسره، كما ساهمت النظرية في بداية التمويل الكمي بالإضافة إلى نموذج «المسار العشوائي» لأسعار الأسهم، كما شهدت هاته الفترة ظهور نموذج «تسعير الأصول المالية» من طرف الاقتصادي بجامعة شيكاغو "هاري ماركوفيتز" (Harry Markowitz)، بالإضافة إلى نموذج «خيار التسعير» لـ "بلاك شولز" (Black Sholes) والتي قام بتطويرها "فيشر بلاك" (Fisher Black) - وهو أستاذ الرياضيات بجامعة هارفارد - بنماذج رياضية معقدة، وهو ما يفسر وجود عدد كبير من علماء الرياضيات يعملون في وول ستريت⁸.

كما نتبع "باكلييه" (Bachelier) التحركات اليومية في أحد الأسهم على مدى سنة، وقام برسمها بيانيا على شكل أعمدة متوازنة تتناسب مع تردد التحركات السعرية، ووجد أنها تقريبا متماثلة في الحجم، وتجمعت معا في وسط الرسم البياني، وكانت التحركات الكبيرة جدا والصغيرة جدا أقل شيوعا، وتقع على جانبي الرسم البياني، ومن وجهة نظر باكلييه، هي أن الشكل البياني الناتج، شبيها بـ«منحنى الجرس» (Bell Curve)، ويصف هذا الشكل توزيع الكثير من الظواهر التي تحدث بشكل طبيعي، واعتبر الإحصائيون أن المنحنى الجرسي يمثل التوزيع الطبيعي، لا يجعل الأحداث الفردية العشوائية أسهل من ناحية التنبؤ، ولكن يسمح لك بإجراء بعض التخمينات عن المعدل الكلي لحدوثها⁹.

وفي سنة 2000، أصدر كل من "بينوا ماندلبرو" (Benoit Mandalbro) و"رينشارد هدسون" (Richard Hudson) كتابهما بعنوان "سوء سلوك الأسواق المالية" (The Mis Behavior of

(Financial Markets)، ووجدوا أن هناك اختلافات مشابهة في سلوك الكثير من أصول المضاربات الأخرى، بما في ذلك الأسهم والسندات والعملات، وذكرنا أن: «في الواقع، منحى الجرس يلائم الحقيقة بضعف شديد، ومن سنة 1916 إلى سنة 2003 لم تنتشر تحركات المؤشر اليومي لمتوسط داوجونز الصناعي بيانيا في شكل منحى جرس بسيط، وكانت الأطراف البعيدة تشتعل بقوة وبارتقاعات شديدة، مما يعني حدوث تغيرات ضخمة عنيفة»¹⁰.

أما في وول ستريت كان الاتجاه الذي يحدث في التحركات السعرية ضخمة، وأكثر بكثير مما يوضحه منحى الجرس وهو ما يعرف بظاهرة "الذيول السمينة" (Fat Tails)¹¹ والتي أثارت جدلا حول تطبيقات نظرية «فد الفعلة» على التمويل، وفرضية «السوق الكفاء»، ومعادلة تسعير خيار بلاك-شولز، وكلتا هاتين النظريتين تعتمدان على فكرة أن التحركات في أسعار أصول المضاربات، مستقلة عن بعضها البعض، أي أن ما يحدث لمؤشر داوجونز في يوم ما لا يؤثر على ما يحدث في اليوم الذي يليه (وهذه هي الافتراضات التي تبرر استخدام التوزيع الطبيعي).

وكان "مانديلبرو" يثبت في دراسته أن ما يحدث بالأمس في الاسواق المالية يؤثر على ما يحدث اليوم، وأن ما يحدث اليوم يؤثر على ما سيحدث في الغد، وقد أوضحت البيانات أن الأسواق كانت تتميز بخاصية طول الفترات الهادئة نسبيا، والتي لا تتحرك الأسعار أثنائها كثيرا، وتتداخل فيها من حين لآخر عندما تأخذ الأسعار مسارا متعرجا من الهبوط والارتفاع الشديدين، وكما يقول "مانديلبرو": «إن التغيرات الضخمة تتجه إلى أن تتبعها تغيرات أكثر ضخامة، سواء أكانت إيجابية أو سلبية، أما التغيرات الصغرى فتميل إلى أن تتبعها تغيرات أكثر صغرا».

ويعرف هذا النمط بنموذج "التذبذبات العنقودية" (Volatility Clustering) وهذا يوحي بأن الأسواق المالية تتضمن عنصرا للتنبؤ، مع عدم ثبات علاقات السببية التي تقرر تحركات الأسواق، ولكنها تتغير بمرور الوقت، وهذا يسببه التحولات السلوكية والنفسية أو في السياسة الحكومية، وهناك فترات تخلد فيها الأسواق المالية إلى الروتين الممل، كما أنها في فترات أخرى تكون راغبة في التحرك بطريقة تنذر بالخطر، وتبدو هذه الصورة منسجمة مع الواقع ولكنها تثير بعض الموضوعات حول أهمية التمويل الكمي، وإذا ما كان الواقع الذي تقوم عليه الأسواق المالية دائم التغير، فإن النماذج الإحصائية الموضوعية على أساس البيانات الماضية ستصبح ذات فائدة محدودة وذلك في تثبيت ما الذي سيحدث للأسعار في المستقبل، كما أن الشركات والمستثمرين الذين يعتمدون على هذه النماذج لإدارة المخاطر، قد يعرضون أنفسهم وشركاتهم لأخطار حقيقية¹².

كما قام الاقتصادي "فاما" (Fama) بدراسة بينه وبين الاقتصادي "كينيث فرنش" (Kenneth French) والتي تمخضت عنها ورقتين بحثيتين والتي نشرها (The journal of France) في جوان

من سنة 1992، وبينت الورقة الأولى أنه خلال الفترة ما بين 1963 إلى 1990، أنه كانت الأسهم التي تم تداولها بأسعار منخفضة بالنسبة إلى قيمة الأصول المادية للشركة (أسهم القيمة) دائما وبصفة منتظمة يتفوق أداؤها على الأسهم التي يجري تداولها بأسعار مرتفعة بالنسبة للقيمة الدفترية (أسهم النمو)، وبينت الورقة الثانية التي تم فيها استخدام بيانات من عام 1941 إلى 1986، أن أكثر من ربع "القابلية للتغير" (The Variability) في إجمالي عائد السوق يمكن تفسيرها من خلال فحص حصيلة العائد المبدئي للسهم فقط، وهذا عندما يكون عائد السهم منخفضا، تتجه الأسهم إلى فقدان قدر كبير من قيمتها في السنوات التي تلي هذا الانخفاض ويكون أداؤها سيئا في السوق بين المتداولين، وعندما ترتفع حصيلة العائد من السهم يكون أداء السهم جيدا في السنوات التي تلي هذا الارتفاع¹³.

ومن هنا نستطيع نحن أن نستخلص نتيجتين، فعلى أساس الأجل القصير - سواء أكان أياما أو أسابيع أو شهور - تتجه الأسهم إلى اتباع اتجاهين هما: أن الرايحين يستمرون في الربح، والخاسرون يستمرون في الخسارة، ولكن خلال الأجل الطويل - بعد سنة مثلا أو أكثر - فإن الأسهم المرتفعة عاليا تتجه نحو الهبوط مهما بلغ بها هذا الارتفاع، ومن الناحية الإحصائية، فإن الأسهم تعرض زخما في الأجل القصير، ثم تعود إلى المتوسط الأصلي في الأجل الطويل¹⁴.

ولكن لا يزال إلى غاية الآن العديد من التباينات التي أشعلت شرارة المناقشة بين الأكاديميين الاقتصاديين والماليين وهذا لأكثر من عقد من الزمان وخاصة بعد انفجار الفقاعة العقارية الأخيرة سنة 2007، ونحاول نحن هنا في دراستنا هذه أن نوضح الآراء التحليلية المتباينة حتى نستطيع أن نستنتج ما هو أقرب إلى الدقة في ظل تعدد الأسباب التي تؤدي إلى التأثير على كفاءة السوق ومن ثم إلى انفجار فقاعات الأسواق المالية على الرغم من هذا الكم الهائل من التنظير والدراسات التي تشغل الاقتصاديين حول كيفية الحد منها.

ثانيا- تفسيرات «نظرية القطيع» لأثر اللاعقلانية الرشيدة على كفاءة السوق:

في شهر جوان من سنة 1990، نشرت مجلة الاقتصاد الأمريكي (The American Economics Review) مقالا بعنوان "سلوك القطيع والاستثمار" (Herd Behavior and Investment) والذي كتبه الثنائي الاقتصادي من معهد "ماساتشوستس للتكنولوجيا" (MIT) وجامعة "هارفارد" هما على التوالي "دافيد شارفيستاين" (David Scharfstein) و"جيريمي ستاين" (Jeremy Stein)، وقام هذا الثنائي ببناء نموذج رياضي، يبين أنه في بعض الظروف كانت الاستراتيجية المثلى لمديري الاستثمار أن يقوموا بتقليد أفعال الآخرين بدلا من الاعتماد على تقديراتهم الخاصة، وعللوا تبريراتهم في ذلك أنه عند مسابرة مديري الاستثمار رغبات الجمهور وانقلبت الأمور إلى الأسوأ، فيكون اللوم متقاسم مع الآخرين، وإذا اتبع استراتيجية مخالفة، فسيكون تحمل المسؤولية على عاتقه وحده.

وتم التركيز في هذه الدراسة على انهيار فقاعة بورصة وول ستريت سنة 1987، إذ تبين خلاله أن مدرءا صناديق الاستثمار قد صرح عدد كبير منهم بمايلي «إن كل المستثمرين الاخرين يتعاملون في الأسهم، ولذا فأنا ينبغي أن أذهب للتعامل بالأسهم أيضا، فإذا ما هبطت، فإننا كلنا سنهبط معا، وإذا ما نجوت فأكون الشخص الوحيد الذي نجا بسرعة»، وبهذه الطريقة فإن كل شخص يتبع الجماعة، فإذا تحولت الجماعة يتحول معها.

وقدم العديد من الباحثين دراسات أخرى مؤيدة لهذه الدراسة ومن أهمها البحث الذي قدمه كل من "جوديث شيفالييه" (Judith Chevalier) من جامعة "ييل" للإدارة و"غلين إليسون" (Glenn Ellison) من معهد "ماساتشوستس للتكنولوجيا"، والتي تركز فكرته على تحليل سبب تعيين وفصل مدرءا الصناديق الاستثمارية، وخلصت النتائج إلى أن المدرءا الذين اتبعوا استراتيجيات استثمارية منحرفة عن زملائهم، كانوا الأكثر احتمالا لفقد وظائفهم، بغض النظر عن أداء صناديقهم، وان هذا التهديد بالفصل أعطى حافزا قويا للمدرءا الآخرين لصناديق الاستثمار لإتباع إشارات السوق حتى ولو كانوا يعرفون أنها أكثر من قيمتها الحقيقية، خوفا من اتباع استراتيجية مخالفة للأغلبية التي اتبعت القطاعات الرائدة في السوق¹⁵.

وفي ورقة بحثية أخرى مؤيدة لنموذج «القطيع الرشيد»، وجد "هاريسون هونغ" (Harrison Hong) من جامعة "برنستون" و "جيفري كيويك" (Jeffrey D. Kubik) و "أميت سولومون" (Amit Solomon) من جامعة "سيراكيوز"، نمطا مماثلا في تعيين وفصل محلي الأوراق المالية على غرار مدرءا الصناديق العاملين في وول ستريت، ودورهم هو إصدار التنبؤات لفترات مستقبلية عن المكاسب أو الخسائر المتوقعة والتي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ووجدوا أن المحليين غير ذوي الخبرة والذين أنتجوا تنبؤات صحيحة لكنها اختلفت اختلافا كبيرا عن إجماع البقية التي سايرت السوق، قد فقدوا وظائفهم بعد ذلك بمعدلات أعلى من غيرهم.

وهذه النتائج، تضع العديد من العوائق في افتراض الكفاءة المتعلق بالسوق، ومع ذلك كان ازدهار سوق الأسهم في أواخر التسعينيات من القرن الماضي، والذي ارتفع حتى بلغ حجم فقاعة "الدوت كوم" التي أفقدت المستثمرين النقة في الفكرة التي تقيد بأن المستثمرين الراشدين لا يستثمرون أبدا في الأسهم التي يرون أنها أعلى من قيمتها الحقيقية.

حتى قامت بعض الشركات الاستثمارية في وول ستريت بإنشاء صناديق استثمار خاصة بشراء أسهم الانترنت، وكان من أهمهم صندوق ماجلان للتكنولوجيا التابع لأضخم صندوق استثمار في الولايات المتحدة الأمريكية وهو "فيدليتي ماجلان فاوند" (Fidelity's Magellan Fund). حيث أصبح صندوق ماجلان صاحب رابع أكبر حيازة لشركة "أميركا أون لاين" بمبلغ 90 مليار دولار خلف "جنرال إلكتريك"

و "مايكروسوفت"، وصرح مديره "روبرت ستانسكي" (Robert Stansky) في تقرير عن الاستثمار لعملائه قال فيه: «يجب علينا تقييم الشعور النفسي للمستثمرين عندما نقوم بالتحليل الأساسي لو يتعلق الأمر بأسهم الانترنت» وارتفعت بعد ذلك قيمة أسهم شركة أميركا أون لاين بنسبة 90% في الربع الأول من عام 1999 وساعد هذا ماجلان للتفوق على ستاندارد آند بور .

وعندما انفجرت فقاعة أسهم الانترنت (Dot.com) في سنة 2000، عانت شركة ماجلان مع صناديق الاستثمار الأخرى، ولكن حافظ مديرها ستانسكي على وظيفته، وهذا يؤكد نموذج «شارفستاين وستاين»، واستمر هذا المدير يسير الصندوق إلى غاية سنة 2005، لأن فكرة السلوك الرشيد من جانب المستثمرين يمكن أن تؤدي إلى نتيجة جماعية غير رشيدة وهي انفجار الفقاعة 16.

وبالرجوع إلى جذور التفسيرات النظرية لظاهرة «سلوك القطيع»، نعود إلى أستاذ العالم الرياضي الفرنسي "باكليه" الذي وضعنا سابقا كيف فسر «نظرية السير العشوائي»، وهو العالم الرياضي والفيزيائي "هنري بوانكارييه" الذي استخدم منحى الجرس في تجاربه الفيزيائية، فإنه كان يرى ضرورة توخي الحذر عند تطبيقه على السلوك البشري، فمنحنى الجرس هو نتاج أسباب عشوائية لا حصر لها، وكتب يقول: «عندما يُجمع الناس معا، فإنهم يكفون عن اتخاذ القرار على أساس الصدفة أو على نحو مستقل بعضهم عن بعض، بل يتفاعل كل منهم مع الآخر، وثمة أسباب كثيرة تلعب دورا هنا، فتتورق الناس وتجذبهم في هذا الاتجاه أو ذاك، لكن هناك شيئا واحدا لا يمكنهم القضاء عليه، وهو ما لديهم من عادات خراف بانورج» 17.

ومن أهم المنظرين في هذا المجال حديثا كذلك، هو الاقتصادي الشاب الذي شغل أعلى منصب اقتصادي في صندوق النقد الدولي والذي قدم أكبر الاسهامات في ميدان المالية وهو دون سن الأربعين، وهو الاقتصادي الهندي "راجورام راجان" Raghuram G Rajan من مواليد سنة 1963، بالهند وهو من أشد المدافعين عن "حرية السوق واتجاه المستثمرين إلى تقليد استراتيجيات بعضهم البعض" وهي الظاهرة التي تعرف «بسلوك القطيع» (herding) والتي كانت إحدى الظواهر المثيرة لعدم الاستقرار، وقال "راجان": «إن ذلك بسبب ما أدت إليه من قيام المستثمرين بشراء الأصول حتى إذا ما اعتبروا أن هناك مغالاة في قيمتها، وإذا ما أخذت التعويضات القائمة على أساس الحوافز و سلوك القطيع معا، فإنهما يكونان مزيجا سريع التذبذب وإذا ما أدى سلوك القطيع إلى تحريك الأسعار بعيدا عن الأسس يزداد احتمال حدوث حالات ضخمة لإعادة التنظيم، وبالتحديد من النوع الذي يعمل على إثارة "الخصائر التابعة" (Tail losses)».

وهذا ما أصبح يعرف بعد ذلك بنظرية "التاجر العشوائي" (Noise Trader) للأسواق المالية، وطبقا لهذه النظرية والتي تعكس أيضا تأثير نظرية كينز، حيث يعتبر الاستثمار المالي أساسا، لعبة تجرى بين خبراء

و منعدي الخبرة (ذوي السذاجة الاستثمارية)، ويفترض أن الخبراء حكماء تماما، ويمكنهم الوصول إلى كم هائل من المعلومات ولهم قدرة كبيرة على تمحيص وغرلة الأنباء المهمة المؤثرة فعلا في الأداء المالي من الأخبار سريعة الزوال والتي ليس لديها تأثير فعلي على مجريات الأداء السوقي، والتي يشير إليها الإحصائيون " بالضوضاء " .

أما قلبي الخبرة من المستثمرين فهم سذج ومحدودي المعرفة باتجاهات السوق النهائية، وهو ما بينه "أندريه شليفير" (Andrei Shleifer) من جامعة هارفارد الذي لعب دورا كبيرا في تطوير نظرية «التاجر العشوائي» في كتابه الذي يحمل عنوان " الأسواق غير الكفوءة Infficient markets" حيث وصفهم كمايلي « إنهم يتبعون نصائح ذوي الخبرة في السوق، ويفشلون في إجراء التنوع اللازم، ويتاجرون في الأسهم بنشاط، ويحركون محافظهم بعنف، يبيعون الأسهم الربحية، ويحتفظون بالأسهم الخاسرة، ومن ثم يزيدون التزاماتهم الضريبية، وهم يبيعون ويشتررون بنشاط ويديرون صناديق استثمارية بتكاليف مرتفعة، ويتبعون أنماطا ردا على الضوضاء » ومن هنا جاءت تسمية «التاجر العشوائي»¹⁸ .

وقد بينت "نظرية التاجر العشوائي" كذلك أن صناديق التحوط وغيرها من خبراء المستثمرين لا يقومون بالدفع في وسط الفقاعة وهم الذين قاموا بالشراء على المكشوف أسهما مقومة بأكثر من أسعارها، وهي آيلة إلى الهبوط بدرجة كبيرة، وتبين النظرية كيف أنه في ظل وجود مستثمرين "سذج"، يكون رد فعل بعضهم على ارتفاع الأسعار هو شراء أسهم أكثر، لأن بيع الأسهم المقومة بأعلى من سعرها يتضمن مخاطر .

وبالتالي لا يقوم ذوي الخبرة بمناهضة هذا الارتفاع بل بالعكس هم يقومون بالاتجار معهم ومسايرة نشاطهم وذكر شليفير في هذا الشأن «إن المراجعة الرشيدة يمكن أن تسبب عدم استقرار أسعار السندات، وبدلا من مقاومة الاتجاهات، فإن المستثمرين الأذكياء قد يختارون بحكمة أن ينحازوا إلى ما يبدو أنه الأوفر ربحا أثناء تواصل الارتفاع المغذى بنشاط العشوائيين» .

وبما أن معظم صناديق التحوط تعمل على أساس «الرافعة المالية»(The Leverage) ، فيجعلها ذلك خاضعة لطلبات تغطية إذا ما سارت التداولات في الاتجاه الخاطي، وكما أشار كينز لهذا الأمر، فإن صعوبة تمويل مركز خاسر تعتبر مكبا لقدرته على المضاربة وفقا لقواعد السوق، وقد أوضح شليفير ذلك مستندا إلى كينز في تحليله عندما ذكر بأن المخاطر تأتي من عدم القدرة على التنبؤ بأسعار إعادة البيع في المستقبل عندما تتحرف بشكل يختلف عن احتماليه زيادتها، وحتى المراجعة التي تتشكل من الخارج تكون في الحقيقة محفوفة بالمخاطر .

وفسر هذا "شليفير" كذلك عندما قام بصياغة ما يسمى بنموذج «عبور الفقاعة» حيث قام من خلال هذا النموذج بتقسيم سوق الأسهم إلى أربع فترات زمنية، أثناء الفترة الأولى تكون الأمور تسير عادية وفق

الميكانيزمات المعروفة، وفي الفترة الثانية تحدث مضاربات رشيدة في أسعار المشتريين، على أمل إغراء التجار العشوائيين للدخول في السوق، وحينها تبدأ الاستراتيجية الهادفة في العمل مع بداية الفترة التالية، يكون التجار العشوائيين قد لاحظوا الأسعار في الارتفاع، فيبدؤون بعمليات الشراء المتتالية وهو ما يدفع بالأسعار إلى الأعلى، وفي هذه الأثناء يبيع المضاربون بأسعار أعلى مما دفعوه سابقا، وفي الفترة الرابعة تنهار الأسعار بانفجار الفقاعة ويعاني منعدمو الخبرة من المستثمرين العشوائيين من الخسائر الكبيرة¹⁹.

ويعد هذا النموذج دقيق جدا، على اعتبار أن معرفة متى يتم الدخول إلى السوق ومتى يتم الخروج منه، من أهم التحديات الرئيسية التي تواجه مدراء الصناديق الاستثمارية، وأفضل مثال على ذلك هو ما قام به مدير صندوق المضارب الشهير "سوروس" (Soro's Quantum Fund) السيد "ستانلي دراكنميلر" (Stanley Drukenmiller) وهو من أكثر المدراء شهرة في وول ستريت، حيث قرر في بداية سنة 1999، بيع الكثير من أسهم التكنولوجيا التي كانت بحوزة الصندوق لأنه توقع حدوث انفجار في الفقاعة التكنولوجية خلال منتصف السنة، وانتظر إلى غاية شهر جوان ولم يلاحظ انخفاض الأسعار مثل ما توقع سابقا، فأراد أن يهتم بعض الأرباح الرأسمالية فأضاف عمليات شراء ظنا منه أن الفقاعة لا تزال متواصلة، وقبل أن يبدأ بعمليات البيع الكبيرة، انفجرت الفقاعة في شهر مارس من سنة 2000، وصرح بعدها "دراكنميلر" الذي استقال بعد ما خسر صندوق سوروس 2.45 مليار دولار جراء الفقاعة، إلى جريدة وول ستريت جورنال (The Wall Street Journal) قائلا: «في بداية الأمر كنا مبكرين جدا في طلب انفجار فقاعة الانترنت، لكن مجريات البيع لم تحسن التعامل معها»²⁰.

وبالتالي لو كان تجمع القطيع الرشيد عاملا كبيرا في الأسواق المالية، لكان ينبغي أن تظهر أسعار الأسهم والأوراق المالية الأخرى بعض الأنماط القابلة للتنبؤ، وأن انفجار فقاعة الدوت كوم، فند نظرية "ايوجين فاما" وزملائه ممن يدعون افتراض كفاءة السوق وأن الأسهم تتحرك عشوائيا وفق نظرية «السير العشوائي» للسوق الكفوة.

ثالثا- تفسير نظرية «التمويل السلوكي» لتأثير اللاعقلانية الرشيدة على كفاءة السوق:

قد أدى انتشار فقاعات المضاربة في الأسواق المالية إلى إحياء اهتمام الاقتصاديين «بالسلوك النفسي» لجماهير المستثمرين، في الوقت الذي لعبت فيه «اللاعقلانية الرشيدة» للمستثمرين والمضاربيين دورا مهما في خلق واستدامة الفقاعات، ودحض فكرة السوق الكفوة، وهي لا تفسر سلوك ملايين المستثمرين العاديين (التجار العشوائيين) الذين يدخلون للشراء في قمة ارتفاع الأسعار في السوق.

ولفهم ما الذي جعل معظم المستثمرين، يوظفون بعض مدخراتهم في أسهم الانترنت أثناء سنة 1999 أو ممن اقترضوا مبالغ كبيرة لشراء منزل جديد في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2006، كان من الضروري النظر في مجموعة من العوامل النفسية المتنوعة والتي أهملها الاقتصاديون «كقصر

النظر» (Myopia) أو الثقة الزائدة²¹. ولمعرفة الأسباب بشكل دقيق يجب اللجوء إلى علم النفس التجريبي.

وهو ما قام به "سولومون آش" (Solomon Asch)، الخبير في علم النفس السلوكي عندما أراد إثبات خطورة «نظرية القطيع» في الأسواق المالية، فقام بإجراء تجربة في أواخر الخمسينات، الهدف منها هو محاولة معرفة مدى محاكاة الأشخاص لبعضهم البعض حتى ولو كان على حساب سلامتهم العقلية، وبدأ التجربة في "كلية سوارثمون" (Swarthmore College) و طلب من أستاذ أن يسأل مجموعة مكونة من سبعة طلبة ليقوموا بمعرفة أي من ثلاثة الخطوط الموجودة على لوحة تساوي الخط الوحيد المرسوم على اللوحة الثانية، وكان القياس واضحاً جداً، ويعتبر ستة منهم مشاركون مع آش في التجربة ويبقى واحداً فقط هو الذي تركز عليه التجربة أي هو المتطوع الأصيل، ويبدأ الستة بالإجابة مباشرة لأنهم يعرفونها من قبل دون تفكير ويبقى السابع يأخذ قراره بشكل منفرد وطلب منهم إعادة التجربة ثمانية عشرة مرة، لكنه أوصى الطلبة الستة بإعطاء الإجابة الصحيحة ستة مرات وهي سهلة جداً، ثم يبدأون بإعطاء الإجابة الخاطئة في المحاولات الاثني عشر الباقية، أي أنهم يقوموا باختيار الخط الذي لا يبدو تاماً أنه يساوي الخط في اللوحة الثانية²².

فسار المتطوع الأصيل يتبع إجابات المجموعة على الرغم من أنه كان يعرف بأنها خاطئة. وقد أجريت التجربة بعد ذلك بمشاركة أكثر من مئة متطوع، في ثلاث كليات مختلفة، وقد حافظ نحو الربع من الخاضعين للتجربة على استقلاليتهم في القرار واختاروا الخط الصحيح في كل مرة، أما الباقي فقد خضعوا للأغلبية واختاروا الخط الخاطئ متجاهلين بذلك الدليل الموجود أمام أعينهم، وفي الاختبارات العادية للنظر من هذا النوع، يكون معدل الخطأ 1% فقط.

وفي نهاية التجربة ظهرت التفسيرات النفسية التي أدت بالمشاركين إلى اختيار الإجابة الخاطئة على الرغم من بساطة السؤال، وقال "آش" بأن المشاركين كانوا يمدحون أنفسهم وكانوا تحت ضغط الأغلبية التي أضعفت أبصارهم، وقال أحد الذين أجابوا باستقلالية «لقد انتابني الشك من أن الأشخاص المشاركين معنا أنهم يتصرفون كقطيع الغنم، وينقلون إجاباتهم من الآخرين»، وفسر آش ذلك بأن المختبرين كانوا يتصرفون على أساس أن الأغلبية دائماً تكون على صواب، ومن ثم حاولوا إخفاء عيوبهم عن طريق الاندماج في الجمهور.

وتم مؤخراً إجراء العديد من المختبرات التي تفسر «نظرية القطيع»، ومنها ما قام به فريق من الباحثين بقيادة "غريغوري بيرنز" (Gregory Burns) الخبير في طب الأعصاب والسلوك النفسي، وتم في هذه التجارب استخدام أجهزة متطورة تقيس درجات التفكير لدى المشاركين، وأظهرت نتائجها سنة 2005 بجريدة الطب النفسي الإحيائي (The Journal of Biological Psychiatry)، وأوحت النتائج إلى أنه

عندما يوافق الأشخاص مع مجموعة فإنهم لا يقومون باتخاذ قرار عقلاني ملائم، بل إن ضغط النظراء يجعلهم فعلا يرون العالم بصورة مغايرة، فبدلاً من الوثوق بالدليل الذي تقدمه لهم أعينهم، قاموا بالاعتماد على التقديرات الخاطئة للآخرين.

ويشير الاقتصاديون إلى هذه العملية بمصطلح "نظرية شلال المعلومات Information cascade" وتقدم هذه النظرية مثالاً آخر للكيفية التي يؤدي بها السلوك المتعمد والهادف من جانب الأفراد إلى نتائج جماعية غير رشيدة.

وزاد الاهتمام بما يسمى بـ «الاقتصاد السلوكي» خلال السنوات العشرين الماضية، وشهدت على ذلك بزوغ عدد من الاقتصاديين المهتمين بهذا المجال من أمثال "رينشارد ثيلر" (Richard Thaler) و"كولين كاميرر" (Colin Camerer) و"دافيد لايبسون" من هارفارد، وفي ميدان سلوكيات التمويل ذي النمو السريع، استخدم الباحثون الانعطافات العقلية لتفسير اتباع الاتجاه السعري في الأسواق المالية وفعالات المضاربة، وضعف صنع القرار في الشركات الاستثمارية، وكثير من الظواهر الأخرى التي تقند فرضية كفاءة السوق.

وقد انعكس التقدم الذي حققته "سلوكيات التمويل" (Behavioral Finance)، منح الباحث في شؤون علم النفس التجريبي "فيرنون سميث" (Vernon Smith) جائزة نوبل في الاقتصاد على أبحاثه التي طورت نظريات «الاقتصاد السلوكي» وكان ذلك سنة 2002، وهي أول جائزة نوبل للاقتصاد تقدم لغير اقتصادي، وقالت لجنة نوبل على إثر ذلك أن الفائز «قد ألهم جيلاً جديداً من الباحثين في الاقتصاد والتمويل أن يقوموا بإثراء النظرية الاقتصادية باستخدام نفاذ البصيرة من علم النفس المعرفي في البواعث الإنسانية الجوهرية»²³.

وقد أجرى الاقتصادي الأكاديمي "روبرت شيلر" (Robert Shiller) من جامعة "ييل" (Yale) دراسة اعتمد فيها على استبيان أجراه مع المستثمرين المتضررين من انهيار «فقاعة التكنولوجيا» سنة 2000، وكان سؤاله كمايلي:

من المسؤول عن هذا الانهيار؟ الأسس الاقتصادية أم العوامل النفسية للمستثمرين؟

فقرر أكثر من 60% من الذين أجابوا بأن «نفسية المستثمر» هي التي كانت مسؤولة عن الانهيار. وهكذا يبدو أن انهيار سوق الأوراق المالية يرجع في قدر كبير منه إلى ثغرة في رد الفعل النفسي بين جمهور المستثمرين ابتداء من هبوط الأسعار إلى البيع، ومن ثم يحدث هبوط أكبر في الأسعار، كان هذا هو ما كتبه شيللر في عام 2000 في كتابه "الوفرة اللاعقلانية" (Irrational Exuberance) حيث قال: «إن الانهيار فيما يبدو لم تكن له علاقة بأية أخبار عن أي شيء إلا فيما يتعلق بالانهيار ذاته، ولكن كانت له علاقات بنظريات عن أسباب المستثمرين الآخرين للبيع عما يتعلق بنفسياتهم»²⁴.

وأحد الموضوعات المتفق عليها في علم الاقتصاد السلوكي هو الدوافع النفسية غير العقلانية التي تكمن وراء الفقاعات المالية والانكماش الحاد في الأسواق الذي يتبعها، ويستشهد روبرت شيللر (أحد الرواد في هذا المجال) بمفهوم «النزعات الحيوانية»²⁵، وهي العبارة المستخدمة في الأصل من قبل الاقتصادي "جون مينارد كينز" كتفسير لذلك، ودورة الأعمال وهي التقلبات صعودا وهبوطا في النشاط الاقتصادي، تعتمد على الإحساس الأساسي بالثقة من قبل رجال الأعمال والمستهلكين تجاه مشاركة كل منهما الآخر في المعاملات الاقتصادية الروتينية، غير أن أساس الثقة قد لا يقوم دائما على تقديرات عقلانية، "فالنزعات الحيوانية" وهو ذلك الشعور الغريزي، بأن هذا هو الوقت المناسب لشراء منزل أو هذا السهم النائم، تدفع المرء إلى الثقة المفرطة واتخاذ قرارات متهوره خلال فترة الازدهار، وهذه المشاعر يمكن أن تتحول بسرعة إلى حالة من الذعر عندما يزداد القلق في ظل تحول السوق نحو الاتجاه العكسي، كما إن عملية صناعة القرار التي تحركها العاطفة والتحييزات المعرفية التي يحركها الوهم المالي، تؤدي إلى منطقتي استثماري ضعيف.

وأهمية كل من العواطف والتحييزات المعرفية في تفسير الأزمة المالية العالمية يمكن أن نشهدها طوال سلسلة الأحداث التي أدت، على مدى السنوات العشر الماضية، إلى ترنح النظام المالي، فالنزعات الحيوانية قذفت بأسهم شركات الإنترنت إلى مستويات لا يمكن الدفاع عنها خلال فترة فقاعة شركات التكنولوجيا (com-dot)²⁶، ودفعت بقيمها إلى الحضيض بعد بضع سنوات فقط، وكانت تلك النزعات حاضرة عندما استغل المقرضون المتهورون فرصة انخفاض معدلات الفائدة لتقديم رهون عقارية معدلة الفائدة إلى المقترضين للقروض من الدرجة الثانية، المرتفعة المخاطر.

لقد ساد جو من الوهم المالي، حيث أخفق المقترضون لمثل هذه القروض العقارية في حساب ما يمكن أن يحدث إذا ارتفعت أسعار الفائدة، وهو ما حدث بالضبط في منتصف العقد، مما تسبب في أعداد هائلة من حبس الرهنات، والتخلف عن الدفع، ومن ثم، فإن الرهون العقارية المورقة-أي تحويل ديون الآلاف من مالكي المنازل من قبل البنوك إلى أوراق مالية وبيعها لآخرين-وفقدت معظم قيمتها، وقد شهدت البنوك انخفاض قيمة قروضها، وتلاشى بالتبعية الائتمان، شريان حياة الرأسمالية، مخلفا أزمة مالية واقتصادية عالمية.

ولهذا بدأ علم الاقتصاد السلوكي والعلوم الفرعية ذات الصلة بالتمويل السلوكي، الذي يتعلق بشكل مباشر أكثر بالاستثمار، بإلقاء الضوء، بمزيد من التفاصيل، حول كيف يمكن للمراعات النفسية المتعلقة بالمال أن تساعد على تفسير الأزمة الأخيرة، ولا يمثل الوهم المالي سوى أحد أمثلة التفكير غير العقلاني التي جرى فحصها من قبل خبراء الاقتصاد.

ويحدث هذا الوهم عندما يهمل الناس معلومات واضحة حول الآثار التشويهية للتضخم في عملية شراء، أو عندما يقررون في خطوة غير رشيدة أن الشيء يساوي أكثر مما يستحق فعليا، والوهم المالي قد يفتع المشتريين بأن العقار هو استثمار عظيم بسبب التصورات الخاطئة بأن الأسعار لا بد وأن ترتفع، ويرى الاقتصادي المختص في تفسير الفقاعات المالية، "روبرت شيلر" R.J.Shiller، أن المنطق الخاطئ «للوهم المالي» أسهم في نشوء فقاعة أسعار المساكن: «إذ إن الناس غالبا ما يتذكرون السعر الذي دفعوه لمسكنهم قبل أعوام عديدة، ولكنهم لا يتذكرون أسعارا عديدة أخرى في ذلك التاريخ، ومن ثم يتولد لديهم الانطباع الخاطئ أن أسعار المساكن ارتفعت بشكل أكبر من الأسعار الأخرى، وهو ما يولد لديهم الانطباع المبالغ فيه حول الاستثمار المحتمل في المساكن»²⁷.

ويعتبر الاقتصاديون المهتمون بهذا الشأن والذين يحاولون تحديد العوامل النفسية التي تؤدي إلى الفقاعات والاختلال الحاد في الأسواق هم المفكرون ورثة عالمي النفس "تفيرسكي" و"كاينيمان"، اللذين بدأ دراستهما في السبعينات بتحدي مفهوم أن الجهات المالية الفاعلة هي (روبوتات) عقلانية. وقد حاز "كاينيمان" على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 2002 عن هذا العمل؛ وقد كان من المؤكد فوز "تفيرسكي" بهذه الجائزة أيضا لو أنه مازال على قيد الحياة حينذاك، وقد تم توجيه عملهم الرائد نحو «الوهم المالي» وغيره من نقاط الضعف النفسي، مثل ميلنا إلى الشعور بالأسى عند خسارة 1000 دولار مثلا، أكثر من شعورنا بالفرح عند كسبنا هذا المبلغ نفسه²⁸.

وقد حدد خبراء الاقتصاد السلوكي عددا من "التحيزات"، بعضها يتصل مباشرة باقتصاديات الفقاعات، وفيما يتعلق "بتحيزات التأكيد"، فإن الناس يعطون وزنا أكبر للمعلومات التي تؤكد وجهة نظرهم، فعلى سبيل المثال، الارتفاع الهائل في أسعار المساكن عندما افترض الناس أن ارتفاع هذه الأسعار هو رهان مضمون، وقد تسبب سلوك القطيع في أن أعدادا هائلة من الناس تشاركت في هذا الاعتقاد. ويُعدُّ "تحيز الإتاحة"، الذي يؤدي إلى اتخاذ قرارات فورية استنادا إلى أحدث المعلومات المتاحة، أحد الأسباب التي دعت بعض محرري الصحف إلى تجنب استخدام كلمة «انهيار» في خريف عام 2008 في محاولة غير ناجحة لتفادي انتشار الذعر، أما "تحيز الإدراك المتأخر"، أي الشعور بأن شيئا ما كان معروفا طوال الوقت، فيمكن مشاهدته في أعقاب حدوث الانهيار، حيث اعترف المستثمرون وأصحاب المساكن والاقتصاديون بأن الدلائل على وجود فقاعة كانت واضحة، على الرغم من أنهم شاركوا بفعالية في زيادة أسعار المساكن²⁹.

وقد ذهب «الاقتصاد السلوكي» إلى أبعد من مجرد محاولة تقديم تفسيرات عن سبب تصرف المستثمرين مع الحركة السعرية، إذ يقدم إطارا للاستثمار ووضع السياسات لمساعدة المستثمرين على عدم الوقوع في الاستثمارات الرديئة والقائمة على العاطفة، حيث تم استحداث طريقة جديدة «للتنبؤ بهوس الفقاعات»،

حيث قام الباحثون في معهد (MIT) بضم تصورات عدة لكيفية عمل الأسواق، وذلك في محاولة للتنبؤ بصورة أفضل بالتوقيت الذي يكون فيه الشراء والبيع أكثر نقلاً، وأيضاً المستثمرين سينجو من اضطرابات السوق، وقد سُمّيَ تصورهم هذا «بفرضية السوق الموائمة (hypothesis market adaptive)، وتم فيها الفصل بين ثلاث حالات كما يلي:

1- حالة السوق اللاعقلاني:

وتتج فيه حركات الأسعار صعوداً مع ارتفاع درجة الارتباط بينها، وتعني أن الكثير من المستثمرين يسرون في السوق كقطيع، وأن فقاعة مالية قد تتشكل، وهذا الاتجاه ربما يكون نابعا من الاعتقاد اللاعقلاني بأن الأسعار سوف ترتفع إلى ما لانهاية³⁰.

1- حالة السوق العقلاني:

ويكون ذلك بعد أن تنفجر الفقاعة المالية وينحسر نشاط القطيع، فيعود عندها السوق إلى حالة أكثر كفاءة من منجزه من قبل اقتصاديين كلاسيكيين؛ ففي السوق الكفاء يميل المستثمرون إلى تبني أفكار مستقلة حول اتجاه السوق.

2- في حالة قوة الارتباط بين الأسعار:

وهو تحليل حسابي قائم على فرضية السوق الموائمة يتتبع الدرجة التي يؤثر بها تغير الأسعار في يوم من الأيام في تغير الأسعار في اليوم التالي له ومن حيث الجوهر ومدى ارتباط تغيرات الأسعار، فيكون البقاء للأقدر مالياً عندما تجمع فرضية تكيف السوق مع نشأة وتطور الفقاعة من خلال المعلومات ذات الصلة بالملاءة المالية للأفراد والمؤسسات الاستثمارية، ويمكن لهذه التوليفة أن تتنبأ بمن يمكنه أن يتكيف مع تغير السوق، ومن سيسقط في فخ انهيار الفقاعة المفاجئ الذي يضرب كفاءة السوق المالي بقوة ويبعث افتراضات هذه النظرية.

الخاتمة:

وبعد ما تم تحليل أثر افتراض اللاعقلانية الرشيدة الذي بنته أساسيات نظرية تستند إلى الفكر الليبرالي، على كفاءة السوق المالي، اتضحت الرؤية حول مسببات الأزمات المالية الدولية وحالة لا استقرار المتواصل الذي أدى إلى خلل المنظومة المالية العالمية التي تبني على هكذا أفكار وافتراضات، والمشكلة التي تواجه هذا النظام أنه لم يعي إلى حد الآن بخطورة ما يجري، وهذا راجع لعدم تصحيح الافتراضات بحد ذاتها وأخذت كما هي على أساس أن من وضعها هم من مؤسسي النظريات الاقتصادية في العالم وما يقولونه يعتبر من المرتكزات المسلم بها، وخاصة أنها كانت تتبع المدرسة الكلاسيكية التي تعتمد على الحرية المطلقة والتوازن العشوائي، وما زاد من تأثيرها الحالي هو امتدادها من الكلاسيكية

بقيادة آدم سميث إلى نيوكلاسيكية التي واصل بها أمثال فريديريك هايك والتي عمقت من الفكر الليبرالي الحديث إلى ميلتون فريدمان الذي عزز هذه الأفكار بقدرته الكبيرة على اعتماد النماذج الرياضية، إلى آلان غرينسبان الذي قاد الاحتياطي الفدرالي الأمريكي لمدة فاقت الـ 18 سنة شهد فيها العالم اضطرابات مالية حادة والذي دعم افتراض السوق الكفوة والذي رأينا نحن في هاته الدراسة، بأن هذا الاعتقاد هو كثيرا ما كان خاطئا على اعتبار أن الأسواق المالية أنتجت أسعار غير متوازنة حتى ولو أنها كانت بناء عن ميكانيزمات الطلب والعرض، إلا أن القيم السوقية للأصول كانت تبتعد في كل مرة عن القيم الحقيقية لها وهذا نتيجة حدة المضاربة التي ترفع من الأسعار إلى مستويات خيالية وتعود لنتهار في لحظات قليلة وهذا ما يجعلنا نغير المقولة الأولى من «اللاعقلانية الرشيدة» إلى «اللاعقلانية غير الرشيدة».

الإحالات:

¹ - دافيد بوز، مفاهيم البيروتارية وروادها (الأسواق الحرة)، ت، صلاح عبد الحق، مراجعة، فادي حدادين، رياش الريس للترجمة والنشر، عمان - الأردن، 2008، ص 42.

² - آلان غرينسبان: ولد سنة 1926، وهو المحافظ السابق للاحتياطي الفدرالي الأمريكي، حيث شغل هذا المنصب لمدة 18.5 سنة منذ سنة 1987 إلى غاية 2006، وشهدت فترته أهم الفقاعات المالية، كان عضوا لمجلس إدارة شركة جبي مورغان سنة 1977، وأصبح من بين أهم الشخصيات التي سطرت هندسة السياسة النقدية للولايات المتحدة الأمريكية منذ سنة 1954 حيث تقلد العديد من المناصب الادارية والاستشارية شديدة القرب من مختلف رؤساء الولايات المتحدة.

³ - L. BACHELIER, **THE THEORY OF SPECULATION**, Translated by D. May, Annales scientifiques de l'Ecole Normale Supérieure, S'ér. 3, 17 (1900), p. 21-86, This document was created with TeXnicCenter/MiKTeX/Maxima/TkPaint, Version 1.0 ©2011, p 9.

⁴ - جون كاسيدي، كيف تفشل الأسواق (منطق المصائب الاقتصادية)، ت، سمير كريم، المركز القومي للترجمة، القاهرة - مصر، 2013، ص 139.

⁵ - Eugene Fama, **Efficient Capital Market: A review of Theory and Empirical work**, Journal of Finance, Volume 25, Issue 2, Papers and Proceeding of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N,Y, December, 28-30 1969, May, 1970, 383-417, p 414.

⁶ - Burton G. Malkiel, **A Random Walk Down Wall Street: Including A Life-Cycle Guide To Personal Investing**, Chemical Bank Chairman's, Princeton University, New York- London Company, p 24.

⁷ - Burton G. Malkiel, Ibid, P26.

⁸ - جون كاسيدي، مرجع سبق ذكره، ص 140.

- ⁹ - WILLIAM F. SHARPEt, **Capital asset Prices; A Theory of market Equilibrium under Conditions of risk**, the of Finance, Vol,XIX, September, 1964, N3, P426.
- ¹⁰ - Benoit B. Mandelbrot and Richard L. Hudson, **The (mis)Behavior of Markets, A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward**, a member of the peruses books group, New York, 2000, P 18.
- ¹¹ - جون كاسيدي، مرجع سبق ذكره، ص 153.
- ¹² - تود جي باكولز، **أفكار جديدة من اقتصاديين راحلين**، ت، كوثر محمود محمد وحسين التلاوي، مراجعة، محمد فتحي خضر، دار كلمات للنشر، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة، ص 349.
- ¹³ - جون كاسيدي، مرجع سبق ذكره، ص 146.
- ¹⁴ - دافيد بوز، مرجع سبق ذكره، ص 43.
- ¹⁵ - George A. Akerlof, Robert J. Shiller, **Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters, for Global Capitalism**, Princeton University Press, United Kingdom, 2009.
- ¹⁶ - Zhipeng Yan & Yan Zhao, **Industry herding and momentum**, Working Paper #5, Leir Center For Financial Bubble Research, New Jerzy, USA, 2013, p3.
- ¹⁷ - جاستن فوكس، مرجع سبق ذكره، ص 23.
- ¹⁸ - Andrei Shlefer, **Inefficient Markets : An Introduction to Behavioral Finance** (new York, Oxford University Press, 2000, p 10.
- ¹⁹ - جاستن فوكس، **خرافة عقلانية السوق: تاريخ من المخاطر والمكاسب والأوهام في وول ستريت**، ترجمة، خالد غريب علي، مراجعة، هاني فتحي سليمان، مؤسسة هنداوي للتعليم والثقافة، مدينة نصر، جمهورية مصر العربية، 2015، ص 106.
- ²⁰ - جاستن فوكس، المرجع السابق، ص 114.
- ²¹ - George A. Akerlof, Robert J. Shiller, **Animal Spirits**, Op.Cit, p51.
- ²² - جون كاسيدي، مرجع سبق ذكره، ص 152.
- ²³ - ستيفن ليفيت، وستيفن دوينر، **الاقتصاد العجيب**، ت، محمد شريف الطرح، العبيكان، المملكة العربية السعودية، 2008، ص 44.
- ²⁴ - روبرت شيلر، الوفرة اللاعقلانية، ت، محمد رياض الأبرش، مكتبة العبيكان، الرياض، 2005، ص 99.
- ²⁵ - Zhipeng Yan & Yan Zhao, Op.Cit, p 18.
- ²⁶ - بول مايسون، انهيار الاقتصاد العالمي (نهاية عصر الجشع)، ت، أنطوان باسيل، مراجعة، محمد شومان، شركة المطبوعات للنشر والتوزيع، بيروت - لبنان، 2011، ص 107.
- ²⁷ - George A. Akerlof, Robert J. Shiller, **Animal Spirits**, p17.
- ²⁸ - جون كاسيدي، مرجع سبق ذكره، ص 151.
- ²⁹ - بول مايسون، مرجع سبق ذكره، ص 24.
- ³⁰ - محمود محيي الدين خرافة السوق الكفاء، **مجلة الاهرام الاقتصادي**، نوفمبر 2009، ص 5.