

**تحليل العلاقة ما بين المالية السلوكية و نسبة الطلب على الأدوات المالية -دراسة حالة
بورصة الجزائر في الفترة (2010-2021).**

The analysis of the relation between behavioral finance and
demand of financial instruments-Case study of the Algerian
stock market during the period of 2010-2021 -

¹ بن حمو عصمت محمد

أستاذ محاضر أ جامعة عبد الحميد ابن باديس -مستغانم-

ismet.benhammou@univ-mosta.dz

حراث نخلة

طالبة دكتوراه / مخبر STRATEV / جامعة عبد الحميد ابن باديس -مستغانم-

nakhla.harrat.etu@univ-mosta.dz

تاريخ الاستلام: 01.02.2022 , تاريخ القبول: 24.03.2022 , تاريخ النشر: 06.06.2022

الملخص:

نحاول في هذا المقال التطرق إلى تحليل العلاقة الموجودة بين مخاطر الاستثمار في السوق المالي (مخاطر السوق و عدم ثبات القيمة السوقية للأدوات المالية، مخاطر ارتفاع معدلات التضخم و مخاطر أسعار الصرف في حالة الاكتتاب بالنقد الأجنبي) ، المالية السلوكية للمستثمرين الماليين و نسبة الإقبال على الأدوات المالية المصدرة في السوق المالي مع دراسة حالة بورصة الجزائر. كما حاولنا التطرق الى حدود نظرية كفاءة الأسواق المالية (التي تدرس العلاقة ما بين الحركة العشوائية قى القيمة السوقية للأدوات المالية في السوق التداول و تدفق المعلومات) المتمثلة في عقلانية المستثمرين و مجانية المعلومات والتي كانت السبب في ظهور المالية السلوكية التي جاءت لتفسير التشوهات الحاصلة في عوائد الأسهم.

الكلمات المفتاحية : فرضية كفاءة الأسواق المالية، المالية السلوكية، بورصة الجزائر.

تصنيف JEL : G1،G4.

Abstract :

The purpose of the present paper is the analysis of the relation between investment risks inside the financial market (Risks associated to the market and the instability or the fluctuation of the market value specific to the financial instruments, risks of the increasing inflation rates, risks of the variation in exchange costs in case of subscription in hard currency) and the behavioral finance of the financial investors,

¹ المؤلف المراسل

then the purchase requisition rate for the financial instruments exported inside the stock market through a case study of the Algiers stock exchange.

In addition to the study of the main ends of competence theory associated to stock markets (the theory which interests to the relation between the random movements of market costs specific to financial instruments inside the secondary market and the fluxing data) which represents the rationality of investors and free data that led to the creation of the behavioral finance which aims to explain the fluctuation of share incomes.

Keywords: efficient market hypothesis- Behavioral finance- Algiers Stock exchange.

Jel Classification Codes:G1-G4

مقدمة:

في ظل العولمة المالية الهادفة إلى إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، أصبح موضوع الأسواق المالية أهم المواضيع في المالية الحديثة لما لها من تأثيرات إيجابية على معدلات النمو الاقتصادي و دفع عجلة الاقتصاد من خلال توفير التمويل و السيولة اللازمة للمشاريع المعطلة و المؤسسات الاقتصادية.

لقد هيمنت نظرية كفاءة الأسواق المالية على البحوث العلمية و الأكاديمية لفترات زمنية طويلة و التي تدرس العلاقة بين التغير أو التذبذب في القيمة السوقية للأدوات المالية، وجميع المعلومات المتاحة و المتوفرة في السوق المالي (حسب دراسة FAMA في سنة 1970)، والتي بنيت على فرضيتين أساسيتين و هما التحكم في عقلانية المستثمرين (التحكم في العرض و الطلب على الأدوات المالية) و مجانية المعلومات التي ستكون السند في عملية المفاضلة بين المنتجات المالية و لكنها أهملت الجانب السلوكي للمستثمرين الذي يتغير من شخص إلى آخر.

لكن في سنة 1980 بدأت النتائج التجريبية تشكك في أسس نظرية كفاءة الأسواق المالية بسبب ظهور بعض التشوهات في عوائد الأسهم و التي تتناقض مع مبدأ العقلانية المطلقة للمستثمرين ، مما فرض علينا التفكير في نظرية بديلة سميت بالمالية السلوكية والتي وجدت علاقة ما بين التشوهات المذكورة سابقا ومخاطر الاستثمار في السوق المالي وسلوكيات الأفراد .

مما سبق يمكننا طرح الإشكالية الأساسية التالية:

هل المالية السلوكية هي السبب الرئيسي في تراجع نسبة الإقبال على المنتجات المالية في بورصة الجزائر ؟

وللإجابة على هذه الإشكالية نطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما الفرق بين نظرية كفاءة الأسواق المالية والمالية السلوكية؟

- ما هي خصائص السوق المالي الوطني؟

- ما أسباب تراجع نسبة الطلب على المنتجات المالية في بورصة الجزائر وعلاقتها مع المالية السلوكية؟

فرضيات الدراسة:

أما فرضيات الدراسة تكون على النحو التالي:

- فرضيات نظرية كفاءة الأسواق المالية المتمثلة في عقلانية المستثمرين و مجانية المعلومات يمثلان أساس الانتقادات الموجهة لها.

- تراجع نسبة الإقبال على الأدوات المالية في بورصة الجزائر راجع لمشكلة المالية السلوكية فقط.

منهج الدراسة:

إن طبيعة الموضوع تفرض علينا استعمال عدة مناهج في نفس الوقت وذلك بهدف إثراء البحث حيث استعملنا :

-المنهج الوصفي و المنهج التحليلي في دراسة الجانب النظري الخاص بالتغيرات الدراسة مثل المالية السلوكية ،كفاءة الأسواق المالية و عموميات حول بورصة الجزائر.

-المنهج الكمي الذي أتاح لنا إمكانية تحليل نسبة الطلب على الأدوات المالية في مجال الدراسة من سنة 2010 إلى غاية 2021 مع التطرق إلى أهم أسباب تراجع تلك القيم المتحصل عليها.

1-الإطار النظري للمالية السلوكية:

1-1 حدود نظرية كفاءة الأسواق المالية :

يعرّف منير إبراهيم هندي كفاءة سوق الأوراق المالية على " أنّها السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثّلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثّها وسائل الإعلام، أو تمثّلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام و الأسابيع و السنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة و غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم. و بالتالي في ظلّ السوق الكفوء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة (Fair Value) تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولّد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عمّا ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر¹.

-من خصائص السوق الكفوء أنّه لا يمكن التنبؤ بسلوك أسعار الأسهم بل تسلك سلوكا عشوائيا يصعب التنبؤ به، والسبب في ذلك هو تأثر هذا الأخير بقيمة المعلومات، أي أنّ التغيّر في السعر قد يحدث في أيّ وقت و في أيّ اتجاه اعتمادا على طبيعة المعلومات الجديدة التي يتمّ تداولها في السوق والتي مسبقا لا يعلم عنها شيئا.

يمكن التمييز بين المستويات الثلاث لكفاءة الأسواق المالية:

*أسواق ذات كفاءة ضعيفة:

في هذه الحالة أسعار الأصول المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين و البائعين عن المدّة السابقة (بيانات تاريخية)، و تشمل معدّلات أسعار الأصول و حجم التّعاملات، و هذه المدّة متاحة وشائعة للجميع لتحققها في تاريخ سابق، و بالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر. في ظلّ هذا الوضع لا يمكن لأيّ مستثمر مالي تحقيق عوائد استثنائية طالما أنّ مستوى المخاطر جرى تحديده للجميع استنادا إلى المعلومات التاريخية².

* الأسواق ذات الكفاءة شبه قويّة:

و هي الأسواق التي تستجيب أسعار أسهمها للمعلومات العامة التاريخية و الحالية المتاحة، كالمعلومات التي تفصح عنها الشركات و التطوّرات و الأحداث الاقتصادية و السياسية، و بهذه الصّيغة يمكن لبعض المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية في البداية فقط إذا استطاعوا تحليل هذه البيانات و الأحداث بسرعة قبل الغير³.

* الأسواق ذات الكفاءة القويّة:

تشمل هذه الفرضية جميع المعلومات التاريخية التي تخصّ ما حدث من تغيّرات في الأسعار و حجم التبادلات للأوراق المالية في الماضي إضافة إلى تلك المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معيّنة تسمّى بالمطلّعين و تشمل كلّا من المدراء التنفيذيين، بعض الصحفيين، حاملي الأسهم الرئيسيين...الخ. و ممّا سبق يبدو أنّ تأييد فرضية الصّيغة القويّة للكفاءة السوقية

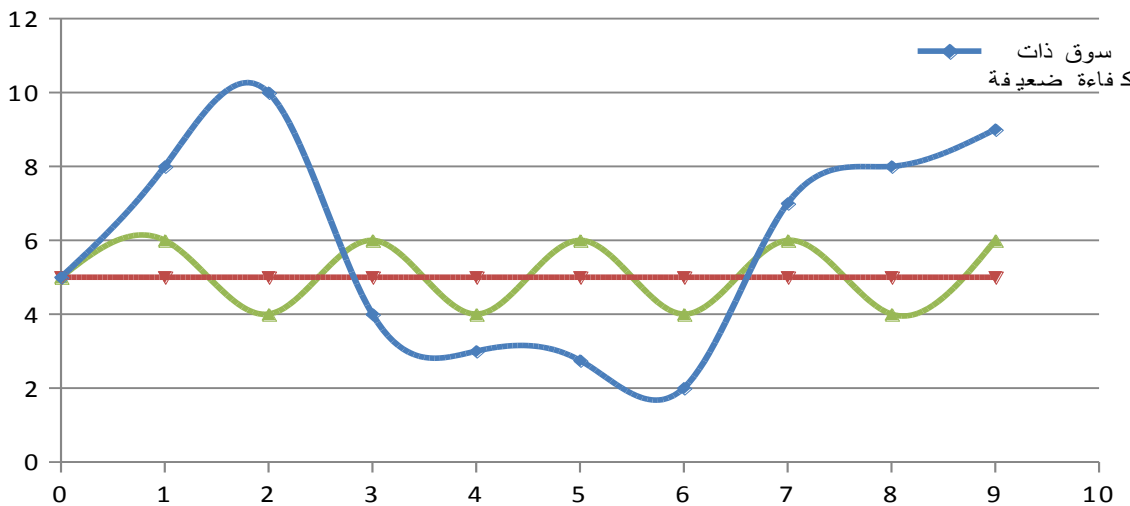
¹مفتاح صالح، معارفي فريدة.(2007)، «متطلّبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها»، مجلّة الباحث، العدد 07، ص181.

²محمود محمّد الدّاغر.(2007)، "الأسواق المالية:مؤسّسات-أوراق-بورصات"، دار الشروق للنشر و التوزيع، ص.284.

³سهيل مقابلة.(2013)، "كيف نستثمر بسوق الأسهم؟ حالة سلطنة عمان"، دار الزاوية للنشر و التوزيع، ص.229.

يميل إلى الضعف أكثر من القوة، و ذلك نظرا لإمكانية استعمال المعلومات المختكرة من قبل فئة من المتعاملين على نحو يؤهلهم إلى تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.

الشكل 01. طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاث لكفاءة الأسواق المالية:



المصدر محمد بن بوزيان، بن أمّ عمر بن حاسين، لحسن جديدين، (2013) "كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس و المغرب"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، ص 253.

2-1 دوافع نشأة المالية السلوكية:

لقد ظهرت نظرية المالية السلوكية في مجال الأسواق المالية بعد فشل الكثير من النظريات التقليدية، خصوصا بعدما شهدت أسواق المال من تشوهات على مستوياتها، والتي بينت نقاط الضعف والنقص الكبيرة التي عانت منها هذه النظريات لاسيما نظرية كفاءة الأسواق التي تقوم على عدة فرضيات أهمها عقلانية توقعات المستثمر¹، وفرضية السوق المثالي الذي تعكس فيه أسعار الأصول كافة المعلومات الحالية والمستقبلية، مما يسمح في اعتقادها للمستثمر باتخاذ القرار الاستثماري الصائب²، وهذا ما يعرف حسبها بكفاءة التسعير أي أن السوق المالي يقدم معلومات تعكس بشكل واضح الأسعار الحقيقية للأوراق المالية، وكفاءة التشغيل التي تعني انخفاض تكلفة الحصول على المعلومات داخل ذلك السوق³، وقد تمثلت هذه التشوهات في بعض العوامل المؤثرة على أسعار الأوراق المالية، كأثر بداية الأسبوع ونهايته، حيث أثبتت الدراسات وجود فارق في العوائد اليومية للأوراق المالية، لأن أغلبية المستثمرين يقومون بشراء الأوراق يوم الاثنين عند اقتراب ساعة الإقفال وإعادة بيعها يوم الجمعة، وهذا ما يجعلهم يحققون عوائد إيجابية ذلك اليوم بعدما كانت سلبية يوم الاثنين، بالإضافة إلى أثر جانبي، حيث أثبتت الدراسات كذلك أن هناك حركات غير عادية مرتبطة بأسعار الأصول خلال شهري ديسمبر وجانفي، وهذا بسبب قيام المستثمرين بشراء قبل انتهاء السنة، والبيع مباشرة مع بداية السنة التي تليها رغبة منهم في تحقيق

¹ بن الضب علي، بلقاسم حليلة (2015)، «نموذج توازن الأصول الرأسمالية بين نظرية المالية السلوكية وكفاءة أسواق رأس مال»، مجلة الأبحاث الاقتصادية وإدارية، عدد 18، ص 302.
² سميرة لطرش (2009)، «العلاقة بين السيولة وكفاءة أسواق رأس المال»، مجلة العلوم الإنسانية، مجلد 4، عدد 32.
³ حمزة محمود زبيدي (2004)، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 135.

عوائد مالية أكبر والتخفيض بقدر المستطاع من الضريبة¹، زيادة إلى ما يعرف بأثر الشهور والأيام، حيث تم ملاحظة أن الأسعار تنخفض مساء كل يوم أربعاء ومساء أيام العطل، أما عن الأشهر فقد لوحظ كذلك بأن الأسعار تبدأ في الارتفاع خلال 15 يوما الأولى من كل شهر لتعاود الانخفاض في 15 يوما الموالية لها²، وغيرها العديد من التشوهات التي أعطت الدافع لظهور نظرية المالية السلوكية كتيار جديد في علم المالية، حيث ظهرت هذه النظرية بداية من سنة 1980 كمجال مغاير للدراسات الأكاديمية في الولايات المتحدة الأمريكية، على يد مجموعة من الأساتذة المختصين في المالية ودراسة سلوكيات المستثمرين وكذا حركة السوق كأمثال (Thaler،Schiler وShefrin)، فقد جرى تعاون بينهم وبين مجموعة من الباحثين في علم النفس (Kahnerman،Tversky)، والمختصين في دراسة سلوك الفرد في ظل وجود الخطر³، وحسب ما أثبتته الدراسات فإن نظرية التمويل السلوكي هذه تؤكد على أن العواطف الذي يشعر بها المستثمر تتحكم فيه وتغلب على عقله عند الأزمات المالية، وعليه يعتقد مؤيدو هذا التيار بأن الأسواق المالية لا يمكن أن تتوفر دائما على معلومات كفؤة، لهذا تكون قرارات أغلبية المستثمرين غير عقلانية ولا تتصف بالرشاد، وهذا بسبب اعتمادهم على معتقدات سابقة ترسخت في أذهانهم، ويتم تطبيق نظريات علم النفس المعرفي محاولة استيعاب سلوكهم⁴، وبالتالي فإن المالية السلوكية تقوم على أساس البدء في ملاحظة التشوهات السعري والاختلالات المختلفة التي قد تحدث في الأسواق المالية ومحاولة تفسيرها، ووصولاً إلى بناء النظرية المناسبة، عكس ما تقوم عليه نظرية الكفاءة التي تبدأ أولاً ببناء النظرية من ثم تحاول إسقاطها على ما يحدث في الواقع⁵.

3-1 تعريف المالية السلوكية: لقد تعددت التعاريف التي تطرقت إلى موضوع المالية السلوكية نذكر منها ما يلي:

لقد عرف Meirstatmam المالية السلوكية على أنها: «الإطار الذي يجمع بعضاً من مقومات النظرية التقليدية ويختلف عن بعضها الآخر، حيث أن هذا المجال يوفر الكثير من البيانات والمعلومات المهمة والتي تصف سلوك المستثمرين والمديرين بدقة عالية، وتصف زيادة على ذلك نتائج التعاملات بينهم في الأسواق المالية، وتحدد السلوك الفعال لهم»⁶. وعرفت كذلك على أنها: «ذلك التيار المعاصر في المالية، والذي يساهم بشكل كبير في إيجاد التفسيرات المنطقية لحالات التشوه التي تم ملاحظتها في الأسواق المالية، وهذا عند إثبات عدم نجاح نظرية كفاءة الأسواق المالية في تفسير مثل هذه التشوهات الحاصلة في أسعار الأصول المالية والناجمة عن تغير أنماط السلوك لدى المستثمرين من الأفراد والمؤسسات المصدرة لتلك الأصول»⁷.

تستخدم المالية السلوكية أسس علم النفس حتى تتمكن من تقديم تفسيرات عقلانية للحالات الشاذة التي تحدث على مستوى الأسواق المالية، وتعتبر أن التأثير على المستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية يكمن في خصائص المتعاملين داخل الأسواق المالية،

¹ بن الضب علي، بلقاسم حليلة، مرجع سبق ذكره، ص302.
² صفية صديقي.(2012)، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل نظرية المالية السلوكية، رسالة ماجستير في علوم التسويق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ص25.
³ برارمة ريمة.(2019)، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، ص57.
⁴ جميل نجار.(2017)، «العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحفظة الاستثمارية»، مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، مجلد3، العدد2، ص116.
⁵ حاج صحراوي حمودي، برارمة ريمة.(2027)، «محاولة قياس أثر التشوهات الموسمية على مردودية الأسهم في إطار نظرية المالية السلوكية»، مجلة الاقتصاد وتنمية البشرية، مجلد 8، العدد 2، ص123.
⁶ موسى بن منصور، سهام مانع.(2017)، «مدخل المالية السلوكية في إدارة المحفظة المالية»، مجلة دفاتر البحوث العلمية، العدد 11، ص184.
⁷ بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب.(2017)، «نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية»، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 3، العدد 1، ص91.

وعليه تتركز هذه النظرية على عدة مقومات أبرزها غياب العقلانية لديهم، عكس ما أوضحتها النظريات الكلاسيكية التي سبقتها، بالإضافة إلى حدود المراجعة، وعلم النفس وغيرها من الأسس التي تعتمد عليها بدرجة كبيرة لتوضيح أسباب عزوف المستثمرين عن الشراء الأدوات المالية أو السبب الذي يدفعهم لبيعها¹، ويمكننا تلخيص مضمون نظرية المالية السلوكية من خلال الجدول التالي:

جدول 01. مضمون نظرية المالية السلوكية

المالية السلوكية = علم المالية + علم النفس (بمختلف التخصصات)
الإجابة عن التساؤلات (تحتدي لنظرية المالية التقليدية): الانحرافات أو التشوهات، اللاعقلانية، الأسواق الغير عقلانية، الفقاعات السعرية، اتخاذ القرارات الاستثمارية
الأساسيات: علم النفس المعرفي، محدودية المراجعة نظرية التوقع، نظرية SP/A، نظرية التوقع التراكمية، نظرية تبادل العملية، عاطفة المستثمرين (التحيز، التمثيل، الإتاحة، الثقة المفرطة وغيرها)، التفضيلات السلوكية (اجتناب الخسارة، المحاسبة الذهنية).
الأطراف ذوي العلاقة: الأفراد والمؤسسات من المستثمرين، المديرين، وكالات التنظيم، الحكومة.
بعض المصطلحات: التصرف، استراتيجية الزخم، التنوع الساذج، رد الفعل المبالغ فيه، عاطفة المستثمر، عدم عقلانية السوق، فرضية السوق المكيفة.
مبادئ تطبيق المالية السلوكية: المعتقدات والتفضيلات، تسعير الأصول المالية، إدارة المحافظ المالية، تمويل المؤسسات، تنظيم السوق المالي.
المساهمات: المعتقدات (كالمشاعر المعرفية، التأطير Framing، العواقب المترتبة عن القرار، الفقاعات و ديناميكيات السوق).

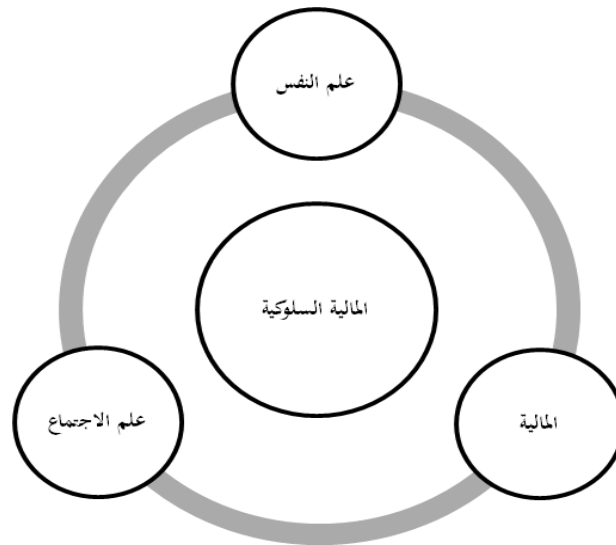
المصدر: عبد الرحمان بن سانية وآخرون. (2017)، الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 1، العدد 2، ص23.

كما يعرف التمويل السلوكي أيضا على أنه المجال الذي يهتم بدراسة تأثير علم النفس على المستثمرين، وكذا الأسواق المالية، وهو عبارة عن العلاقة التكاملية التي تجمع كل من البعد النفسي والمنطقي والنظرية المالية القياسية التي تنشأ في عملية اتخاذ القرار الاستثماري.¹

¹سحنون مريم. (2016)، «اختبار وجود الأثر الموسمي في أسواق المال الأوروبية، مجلة المالية والأسواق»، العدد 4، ص147.

ويمكننا تعريفها أيضا على أنها: الفرع الجديد الذي انبثق عن علم المالية والاقتصاد، والذي يسعى من خلاله الباحثين إلى دمج الجوانب السلوكية في عملية اتخاذ القرارات، وإعطاء وصف وتحليل للسوق المالية للخروج بنتائج تتطابق بنسبة عالية مع الواقع²، إذ يكمن الفرق بين المالية السلوكية والنظريات التقليدية في كيفية تطور كل منهما، حيث تعتمد المالية التقليدية لاتخاذ القرارات على الحلول العقلانية حتى تتمكن من دراسة تصرفات المستثمر في الواقع، بينما تعتمد المالية السلوكية على تفسير كل ما يحدث في الواقع³.

الشكل 02. مفهوم المالية السلوكية



المصدر: فخاري فاروق، زيري نورة. (2019)، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوهات السعرية، مرجع سبق ذكره، ص 94.

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن المالية السلوكية ما هي إلا دمج مابين مختلف النظريات المالية والاقتصادية المعروفة و مختلف النظريات المرتبطة بدراسة السلوك النفسي للأفراد، وهذا من خلال الاعتماد على مجاء في علم النفس والاجتماع. وفي الأخير يمكننا إعطاء تعريف لمدرسة التمويل السلوكية كما يلي: تعرف على أنها دراسة مختلف التصرفات الإنسانية مهما كانت الأوضاع المالية، ولتفصيل أكثر يمكننا القول أنها التحليل المعقد للتأثير الذي يفرضه علم النفس على الأسواق المالية والمؤسسات المتعاملة معها، وكذا القرارات المالية للمستثمرين⁴.

¹ محمد محمد أحمد رمضان. (2018)، أثر التحيزات السلوكية على السلوك الاستثماري للمستثمر وكفاءة سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة دمياط، مصر، ص 128.

² فخاري فاروق، زيري نورة. (2019)، «أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية»، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد، 3، العدد 2، ص 94.

³ سحنون مريم، رشاش عباسية. (2015)، «فعالية استخدام نموذج العوائد المتعددة في تفسير سلوك الأسواق المالية»، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 1، ص 253.

⁴ أحمد بن عبد الله الزهراني، أحمد محمد حمدي. (2017)، «التحيزات السلوكية لدى المستثمرين، المجلة العربية للإدارة»، المجلد 37، العدد 3، ص 138.

4-1 فرضيات المالية السلوكية:

تقوم المالية السلوكية على فرضيتين أساسيتين من شأنهما توضيح أسباب التشوهات السعرية الحاصلة في الأسواق المالية، والتي غفلت عنها النظريات السابقة، ونذكر هاتان الفرضيتان كما يلي:

1-4-1 الفرضية الأولى: عدم رشادة وعقلانية المستثمرين

على عكس ما أقرته نظرية كفاءة الأسواق المالية باعتبارها أن جميع المستثمرين يتمتعون بالعقلانية، جاءت نظرية المالية السلوكية لتفند ذلك، وتثبت بأن هنالك تعايشا بين المستثمرين العقلانيين والمستثمرين الجاهلين أو العامة كما أطلق عليهم بـ (Noise Tarder)، حيث عرفهم أندري أورليان بأنهم الفئة من المستثمرين الذين يعتمدون على بعض الإشارات والاستراتيجيات التي تكون خاطئة وغير رشيدة، لبناء قراراتهم وتوقعاتهم الغير عقلانية، وهذا هو الأساس الذي تبنى عليه هذه النظرية فهي تحتم بتوضيح الأثر الكبير الذي تخلفه السلوكيات الخاطئة والعشوائية لبعض المستثمرين على الأسعار مما يتسبب في تذبذبا أثناء عمليات تداول الأوراق المالية¹.

2-4-1 الفرضية الثانية: محدودية التحكيم

إن محدودية عملية التحكيم ناتجة عن المخاطر العديدة المصاحبة لها، كخطر السيولة مثلا، فمن الممكن أن لا يمتلك المحكمون السيولة الكافية لشراء الأوراق المالية وإرجاع أسعارها إلى مستوياتها الحقيقية، مما يؤدي بهم إلى الاقتراض من جهات أخرى لتغطية عجزهم، لكن هذا بدوره يعرضهم إلى مخاطر الاقتراض، بالإضافة إلى خطر المنافسة والذي يدفع بالمحكم إلى تحمل خسائر إضافية بسبب معاكسته لاتجاه الأسعار، ومن هنا يمكننا القول بأن لهذه العملية أثر عكسي، ففي الوقت الذي يلجأ فيه جميع المستثمرين للشراء، يجد المحكم نفسه مضطرا لتخلي عنها².

5-1 العوامل السلوكية المؤثرة على عملية اتخاذ القرار الاستثماري:

تركز المالية السلوكية على عدة نظريات في علم النفس ودراسة العوامل النفسية للمستثمرين، والذين يعتمدون على المعارف القبلية التي تكونت لديهم بسبب مرورهم بها سابقا، أو المرور بظروف مشابهة لها، وأحيانا يعتمدون على إدراكهم الحسي بقدرتهم على توقع المستقبل عند قيامهم باتخاذ القرار، ومن هنا يمكننا ذكر أهم العوامل السلوكية والتي تؤثر بشكل أو بآخر على القرار الاستثماري:

1-5-1 نظرية الاستدلال:

تسهل نظرية الاستدلال على المستثمرين عملية اتخاذ القرارات الخاصة والتي تكون ضمن بيئة عمل معقدة، وذلك من خلال مساهمتها في التخفيض قليلا من درجة التعقيد³، ويعرف الاستدلال هنا بأنه القاعدة التي يركز عليها القرار، والتي تستخدم مجموعة من المعلومات الضرورية لتحليل مختلف الظروف، لأنه من غير الممكن أن يتم تحليل كافة المعلومات الواردة إليه أو أن يتوقع كافة الاحتمالات التي قد تحدث أو استخدام كافة الاستدلالات المعرفية دون إدراكها جيدا⁴.

2-5-1 نظرية التوقع:

تعتمد هذه النظرية بشكل كبير على أسلوب مختلف على أساسه يتم اتخاذ القرارات وتحديد العوامل المؤثرة عليها، ومن بين هاته العوامل نجد عامل الندم والذي يعد بمثابة إحساس يصيب المستثمر عند اتخاذه للقرار الخاطيء، ويعمل على تجنبه قدر المستطاع من خلال امتناعه عن بيع الأوراق المالية التي انخفضت أسعارها، والتوجه لبيع تلك التي ارتفعت أسعارها، لكن ذاك الشعور يزداد لديه مادام

¹صفية صديقي.(2012)، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل نظرية المالية السلوكية، مرجع سبق ذكره، ص34.

²حاج صحراوي، برارمة ريمة.(2017)، «محاولة قياس أثر التشوهات الموسمية على مردودية الأسهم في إطار نظرية المالية السلوكية»، مرجع سبق ذكره، ص.ص123-124.

³جميل نجار.(2017)، «العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحفظة الاستثمارية»، مرجع سبق ذكره، ص 117.

⁴محمد داود عثمان.(2014)، المالية السلوكية (علم النفس، صناعة القرار والأسواق)، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص154.

محتفظ بها لمدة أطول، أما العامل الثاني فهو عامل تجنب الخسارة، حيث تشير نظرية المالية السلوكية إلى إمكانية إقبال المستثمر على المخاطر، وفي الوقت نفسه يتجنب الوقوع في الخسارة، لكن قراره يمكن أن يزيد من مستوى المخاطر، ويعرضه لخسائر أكبر.¹

3-5-1 سلوك القطيع:

يشير مفهوم سلوك القطيع إلى قيام المستثمر باتباع الآخرين وتقليدهم في قراراتهم داخل الأسواق المالية، وهذا ناتج عن عدم عقلانيته ورشاده، وقد أظهرت الأبحاث أن لهذا العامل تأثيرا على تغيرات أسعار الأسهم من جهة وتأثيرا آخر على نماذج تقييم الأصول المالية من جهة أخرى.²

4-5-1 الإفراط في الثقة:

يقصد بالثقة المفرطة اعتقاد المستثمر بأن لديه قدرات خاصة تمكنه من إعطاء الحكم أو القرار الصحيح، وتزداد هذه الثقة أثناء شعوره بالسيطرة على الوقائع أو الأحداث التي تدور من حوله، وهذا ما يطلق عليه بوهيم السيطرة لأنه في الحقيقة لا يمكن التحكم في مثل هذه الأحداث، مما يؤدي إلى بناء قرارات على أسس غير واقعية، كالتفسير الخاطئ للمعلومات والمبالغة في تحليلها، وهناك عدة تحيزات في الثقة المفرطة من بينها تحيز الإسناد الذاتي وتحيز الإدراك المتأخر.³

5-5-1 المحاسبة العقلية:

يمكن تعريفها على أنها مجموعة من العمليات المرتبطة بالإدراك لدى الأفراد، حيث يستعملها هؤلاء لتقسيم أنشطتهم الاستثمارية ليسهل عليهم تقييمها ومتابعة سيرها، ويلجؤون إلى هذا الفصل في الحسابات لعدة أسباب معتمدين في ذلك على معايير معينة، كأن يخصص المستثمر نوعين من المحافظ المالية، الأولى أمانة والثانية موجهة للمضاربة، حتى لا يكون هنالك أثر سلبي لإحداها على الأخرى، أو يقومون بتقسيمها حسب مصدرها، فيفصلون بين الأموال التي تأتي بصيغة دورية مثل الرواتب وتلك التي يتحصل عليها بصفة خاصة أو استثنائية مثل المكافآت والهدايا.⁴

2-دراسة حالة بورصة الجزائر :

تم تكريس إنشاء بورصة الجزائر بصدور المرسومين التشريعيين رقم 93/08 المؤرخ في 25/04/1993م المنتم و المعدل للأمر المتضمن قانون التجارة و أيضا المرسوم 93/10 الصادر في 23 ماي 1993م المتعلق ببورصة القيم المنقولة و الذي عرفها على أنها "إطار لتنظيم و سير العمليات فيمل يخصّ القيم المنقولة و التي تصدرها الدولة و الأشخاص الآخرون من القانون العام و الشركات ذات الأسهم"⁵. كما تخصّ المادة الثانية من نفس المرسوم التشريعي انعقاد هذه الأخيرة في مدينة الجزائر.

1-2 الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر:

تمّ توكيل مهمّة تسيير و تنظيم بورصة الجزائر إلى الجهات التالية:

* **لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB):**

إنّ المادة 20 من المرسوم التشريعي 93/10 (الباب الثالث: الفصل الأول) تتركز إنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، أما المادتين 21-22 من نفس المرسوم التشريعي فتحددان أعضاء هذه اللجنة و الممثلين في رئيس و ستة أعضاء على النحو التالي:

- الرئيس مدّة نيابته 04 سنوات.
- قاض يقترحه وزير العدل.

¹ جميل نجار. (2017)، مرجع سبق ذكره، ص119.

² فخاري فاروق، زبيري نورة. (2019)، مرجع سبق ذكره، ص107.

³ عبد الرحمان سانية وآخرون. (2017)، «الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال»، مرجع سبق ذكره، ص19.

⁴ سيرين خالد الحموي. (2016)، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة دمشق، سوريا، 2016، ص45.

⁵ المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر في 23 ماي 1993 م، ص 01.

- عضو يقترحه محافظ الجزائر.
 - عضوان يُختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين الصّادرين للقيم المنقولة.
 - عضوان يُختاران لما لهما من خبرة اكتسابها في المجال المالي و المصرفي أو البورصي.
- تتمتع هذه اللجنة بالاستقلالية المالية و الإدارية و تتمثل مهمتها في تسيير و مراقبة القيم المنقولة و ذلك من خلال⁽²⁾:
- السّهر على حماية المستثمرين في البورصة.
 - ضمان حسن سير العمل و شفافية هذا السّوق.

***شركة تسيير بورصة القيم (SGBV):**

حسب المادة 15 من المرسوم التشريعي (93-10) المذكور سابقا تتولّى هذه الشركة مهمة تسيير أو إدارة بورصة القيم المنقولة و تكتسي شكل شركة ذات أسهم تسيّر المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة، و حسب المادة 18 من نفس المرسوم يمكن حصر أهداف هذه الشركة فيما يلي:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة و اجتماعاتها.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.
- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.
- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار و تحديدها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.

***المؤتمن المركزي على السندات:**

تمّ التطرق لأول مرة لهذه الشركة في القانون 03/04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 م المعدّل و المتّم للقانون 93/10 المؤرخ في 23 ماي 1993 م المتعلّق ببورصة القيم المنقولة في المادة الثالثة حيث يمكن تعريفها على أنّها " شركة ذات أسهم تتمثل مهمتها في ضمان حفظ السندات المالية المصدرة و إدارة الحسابات الجارية المفتوحة باسم مالكي اكتسابات حافضي السندات (TCC)¹ و إنجاز معاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة و نزع الصّفة المادية عن السندات و ترميزها وفقا للمعايير الدّولية (ISIN:الرقم الدّولي لتعريف الأوراق المالية).

***الوسطاء في عملية البورصة (IOB):**

إنّ المادة السادسة من القانون رقم 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003 م المعدّل و المتّم للمرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 10 ماي 1993 م يعرفان الوسطاء في عملية البورصة على التّحو التالي: "يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد الاعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض و البنوك و المؤسسات المالية". أمّا المادة السابعة من نفس القانون (04-03) فتحدّد المجالات أو الأنشطة التي يمكن أن يقوم بها هذا الوسيط في حدود الأحكام التشريعية و التنظيمية التي يخضعون لها و التي تشمل:

- التفاوض لحساب الغير.

¹ <http://www.sgbv.dz/ar/?page=document&doc=5>, consulter le 20/01/2022.

- الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.
- التسيير الفردي للحافطة بموجب عقد مكتوب.
- تسيير حافطة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- توظيف القيم المنقولة و المنتجات المالية.
- ضمان النجاح في المسعى و الاكتتاب في مجموع السندات المصدرة.
- التفاوض للحساب الخاص.
- حفظ القيم المنقولة و إدارتها.
- إرشاد المؤسسات في مجال هيكلة التزاسمال و إدماج و إعادة شراء المؤسسات.

2-2 تحليل نسبة الطلب على الأدوات المالية في الفترة 2010-2021 :

كانت نسبة الطلب على الأدوات المالية في فترة مجال الدراسة على النحو التالي:

- الجدول 2 : بيانات التداول الخاصة ببورصة الجزائر (2010 2021)

السنة	عدد الصفقات	حجم التداول	قيمة التداول (د ج)
2010	125	27420	11 985 965,00
2011	413	231 997	185 118 435,00
2012	143	49 471	36 038 865,00
2013	132	120 681	49 116 990,00
2014	251	90 111	41 410 340,00
2015	259	2 213 143	1 251 956 825,00
2016	339	788 860	805 500 430,00
2017	438	468 145	302 261 260,00
2018	444	226 505	206 127 271,00
2019	437	249 696	248 990 023,00
2020	179	87 796	78 458 464,00
2021	219	244 399	127 907 601,00

المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على

https://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc consulter le 20/01/2022

من الملاحظ هو تواضع البيانات الخاصة بنسبة الطلب على الأدوات المالية في بورصة الجزائر على فترة مجال الدراسة ، حيث أن أعلى قيمة تداول تم تحصيله في سنة 2015 بقيمة ما يقارب 1251956825.00 دج مع حجم تداول قدر ب 2213143 سهم و ابرام 259 صفقة مقسمة على أربع مؤسسات مدرجة في البورصة على النحو التالي :

الجدول 03. بيانات التداول الخاصة بـ 2015

الشركة	عدد الصفقات	حجم التداول	قيم التداول (دج)
ALLIANCE ASSURANCES	25	2 090 461	1 202 108 515,00
EGH EL AURASSI	37	9 864	4 427 100,00
NCA-ROUIBA	100	97 079	36 077 915,00
SAIDAL	70	15 739	9 343 295,00
المجموع	259	2 213 143	1 251 956 825,00

المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على

https://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc consulter le 28/01/2022

في سنة 2015 أعلى قيمة تداول سجلتها شركة أليونس للتأمينات بقيمة 1 202 108 515,00 دج (52 صفقة مع تداول 2 090 461 سهم) ، أما أضعف قيمة تداول سجلتها شركة الأوراسي للفندقة بقيمة 4 427 100,00 دج (37 صفقة مع تداول 9 864 سهم) .

أما 2010 تعد أضعف سنة من حيث قيمة التداول ، حيث تم تداول ما قيمته 11 985 000,00 دج في 125 صفقة و تم تداول 27 420 سهم مقسمة على النحو التالي :

الجدول 04. بيانات التداول الخاصة بـ 2010.

الشركة	عدد الصفقات	حجم التداول	قيم التداول (دج)
EGH EL AURASSI	41	9 382	4 222 500,00
SAIDAL	84	18 038	7 763 465,00
المجموع	125	27 420	11 985 965,00

المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على

https://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc consulter le 29/01/2022

في سنة 2010 أعلى نسبة تداول سجلتها شركة صيدال 7 763 465,00 دج (84 صفقة و تم تداول 18038 سهم) أما المؤسسة الثانية التي تم تداول أدواتها المالية في هذه السنة هي مؤسسة الأوراسي للفندقة ، حيث تم تداول ما قيمته 4 222 500,00 دج (41 صفقة مع تداول 9382 سهم) .

ان تراجع نسبة الطلب على الأدوات المالية في بورصة الجزائر راجع أساسا للمالية السلوكية الخاصة بالمستثمرين (أصحاب الفائض المالي) و الخوف من تكبد خسائر مالية كبيرة نتيجة ارتفاع المخاطر الناجمة عن الاستثمار في السوق المالي الوطني و نخص بالذكر :

***مخاطر ارتفاع معدلات التضخم:** هو يمثل الارتفاع العام للأسعار المصاحب لانخفاض القدرة الشرائية. و الذي بلغ مستويات قياسية في الجزائر في السنوات الماضية بسبب ارتفاع نسبة الكتلة النقدية المتداولة نتيجة التمويل الغير تقليدي المنتهجة من طرف الحكومات السابقة .

*** مخاطر عدم ثبات القيمة السوقية للأدوات المالية المصدرة :** التراجع الكبير في قيمة السوقية للأدوات المالية المصدرة في بورصة الجزائر هو أيضا له تأثير كبير على المالية السلوكية للمستثمرين فعلى سبيل المثال تم إصدار أسهم صيدال لأول مرة في سوق الإصدار سنة 1999 بقيمة إصدار 800 دج¹، أما أحدث المعلومات المصرح بها فان القيمة السوقية لا تتعدى 543 دج (أي خسارة ثلث قيمة الإصدار)².

***مخاطر ارتفاع معدلات سعر الصرف :** تراجع المستمر في قيمة سعر صرف الدينار الجزائري مقارنة مع العملات الصعبة من جهة ، و من جهة أخرى التباين و الاختلاف الكبير ما بين سعر الصرف الحقيقي (المصرح به من طرف البنك المركزي) و سعر الصرف المعتمد في السوق الموازي قد يكون سبب في تراجع عدد كبير من المستثمرين الأجانب الراغبين في الاستثمار في السوق المالي الوطني .

يضاف إلى ذلك تمت بعض المعوقات التي قد تكون سبب في تراجع نسب الإقبال على الأدوات المالية و نخص بالذكر:

- محدودية عدد المؤسسات المدرجة في البورصة و التي لا تتعدى 5 مؤسسات³ و هي (أليانس للتأمينات ، م.ت.ف الاوراسي ، صيدال ، بيوفارم و أخيرا مؤسسة أوم انفس⁴ التي يتم تداولها في سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة).
- ضعف الوساطة المالية في الجزائر مما يؤثر بالسلب على نسبة الإقبال على الأدوات المالية .
- عدم تنوع الأدوات المالية (غياب كلي للسندات بكل أنواعها).
- عدم الاعتماد على المشتقات المالية الهادفة إلى التأثير على المالية السلوكية للأفراد عن طريق التقليل من مخاطر الاستثمار في السوق المالي (عقود الآجلة، المستقبلات، عقود الخيار و عقود المبادلات).

الخاتمة:

يعتبر السوق المالي في الجزائر من أضعف الأسواق العربية و العالمية بسبب محدودية المؤسسات المدرجة و التي لا تتعدى 05 مؤسسات هي (أليانس للتأمينات ، م.ت.ف الاوراسي ، صيدال ، بيوفارم و أخيرا مؤسسة أوم انفس⁴ التي يتم تداولها في سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة) و ضعف الوساطة المالية التي تقوم بتوجيه الفائض المالي لاقتناء بعض المنتجات المالية هذا من جهة ، و من جهة أخرى أيضا المالية السلوكية لها تأثير سلبي على نسب الطلب على الأدوات المالية بسبب ارتفاع نسبة المخاطرة الناتجة عن الاستثمار في هذا النوع من الأسواق المالية (مخاطر عدم ثبات القيم السوقية للأدوات المالية، مخاطر ارتفاع معدلات التضخم، مخاطر عدم ثبات أسعار الصرف في حالة الاكتتاب بالعملية الصعبة أو النقد الأجنبي).

¹ هواري السنوسي، "تقييم المؤسسة و دورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2007/2008، ص 316.

² https://www.sgbv.dz/ar/index.php_consulter le 22/01/2022.

³ https://www.sgbv.dz/ar/?page=detail_creance consulter le 23/01/2022.

⁴ <https://www.sgbv.dz/ar/?page=pme> consulter le 23/01/2022.

نتائج اختبار الفرضيات:

- الفرضية الأولى محققة لان أسس نظرية كفاءة الأسواق المالية المتمثلة في عقلانية المستثمرين و مجانية المعلومات يمثلان أهم الانتقادات الموجهة لها و هو سبب ظهور المالية السلوكية.
 - الفرضية الثانية غير محققة لان تراجع نسبة الإقبال على الأدوات المالية في بورصة الجزائر راجع لتراكم مجموعة من المشكلة منها سلوكية الأفراد و محدودية عدد المؤسسات المدرجة و غياب الوساطة المالية.
- يمكننا تقديم التوصيات التالية :
- تكوين مختلف المتعاملين الاقتصاديين بأسس و مزايا اللجوء إلى السوق المالي الوطني كأداة لتمويل الأنشطة الاستثمارية.
 - التقليل من مخاطر الاستثمار في السوق المالي عن طريق الاعتماد على المشتقات المالية بكل أنواعها (عقود الآجلة، المستقبلات، عقود الخيار و عقود المبادلات) مما سيؤثر بالإيجاب على سلوكيات المستثمرين.
 - تحفيز المؤسسات الاقتصادية ذات الوضعية المالية السليمة لدخول للبورصة عن طريق تقديم بعض المزايا الجبائية.
 - تحفيز المؤسسات الصغيرة و المتوسطة للدخول إلى السوق المالي الوطني و استعمال عقارها الصناعي كتغطية للإصدارات المالية.
 - تقديم اعتمادات لبعض البنوك للعب دور الوساطة المالية مما سيؤثر بالإيجاب على نسب التداول و عدد الصفقات المبرمة.

المراجع:

الكتب:

- 1- حمزة محمود زبيدي. (2004)، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 2- محمد داود عثمان. (2014)، المالية السلوكية (علم النفس، صناعة القرار والأسواق)، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 3- محمود محمد الداغر (2007)، "الأسواق المالية: مؤسسات-أوراق-بورصات"، دار الشروق للنشر و التوزيع.
- 4- سهيل مقابلة (2013)، "كيف نستثمر بسوق الأسهم؟ حالة سلطنة عمان"، دار الزايرة للنشر و التوزيع.

الأطروحات والرسائل:

- 1- صفية صديقي. (2012)، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل نظرية المالية السلوكية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
- 2- سرين خالد الحموي. (2016)، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة دمشق، سورية.
- 3- محمد محمد أحمد رمضان. (2018)، أثر التحيزات السلوكية على السلوك الاستثماري للمستثمر وكفاءة سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة دمياط، مصر.
- 4- برامة ريم. (2019)، أثر المالية السلوكية، على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.

المقالات:

- 1- سميرة لطرش. (2009)، العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال، مجلة العلوم الإنسانية، مجلد أ، العدد 32.
- 2- سحنون مريم، رشاش عباسية. (2015)، فعالية استخدام نموذج العوائد المتعددة في تفسير سلوك الأسواق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 1.
- 3- بن الضب علي، بلقاسم حليمة. (2015)، نموذج توازن الأصول الرأسمالية بين نظرية المالية السلوكية وكفاءة أسواق رأس المال، مجلة الأبحاث الاقتصادية والإدارية، العدد 18.
- 4- سحنون مريم. (2016)، اختبار وجود الأثر المؤتمني في أسواق المال الأوروبية، مجلة المالية والأسواق، العدد 4.

- 5- عبد الرحمان سانية، صلاح الدين نعاس، علي بن الضب. (2017)، الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارية، المجلد 1، العدد 2.
 - 6- جميل النجار. (2017)، العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحفظة الاستثمارية، مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، المجلد 3، العدد 2.
 - 7- حاج صحراوي حمودي، برامة ريمة. (2017)، محاولة قياس أثر التشوهات الموسمية على مردودية الأسهم في إطار نظرية المالية السلوكية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 8، العدد 2.
 - 8- موسى بن منصور، سهام مانع. (2017)، مدخل المالية السلوكية في إدارة المحفظة المالية، مجلة دفاتر البحوث العلمية، العدد 11.
 - 9- بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب. (2017)، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 3، العدد 1.
 - 10- أحمد بن عبد الله الزهراني، أحمد محمد حمدي. (2017)، التحيزات السلوكية لدى المستثمرين، المجلة العربية للإدارة، المجلد 37، العدد 3.
 - 11- فخاري فاروق، زيري نورة. (2019)، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 3، العدد 2.
 - 12- مفتاح صالح، معارفي فريدة. (2007) "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد 07.
 - 13- محمد بن بوزيان، بن أعمر بن حاسين، لحسن جديدين. (2013) "كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس و المغرب"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02.
- المواقع الالكترونية :**
- 1- المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر في 23 ماي 1993م.

- 2- <http://www.sgbv.dz/ar/?page=document&doc=5>.
- 3- https://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc
- 4- <https://www.sgbv.dz/ar/index.php>.
- 5- https://www.sgbv.dz/ar/?page=detail_creance
- 6- <https://www.sgbv.dz/ar/?page=pme>