

نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية

د. بن زاير مبارك

أ. بن زاير عبد الوهاب

جامعة طاهري محمد - بشار - الجزائر

جامعة طاهري محمد - بشار - الجزائر

benzairmebarek@yahoo.fr

wahab.apolyoss@yahoo.fr

ملخص

الهدف من هذا المقال هو توضيح نظرية كفاءة الأسواق المالية من خلال استعراض أهم افتراضاتها الأساسية وتوضيح قصورها في تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية، وبالتالي التحول نحو علم المالية السلوكية الذي يعتمد في أساسه على تفسير سلوكيات المتعاملين في السوق المالي ومدى انعكاسها على أسعار الأصول المالية. وتكمن أهمية هذا المقال في تسليط الضوء على مبادئ نظرية المالية السلوكية وافتراضاتها الأساسية لتفسير سلوكيات الأفراد و انعكاسها على عمليات التداول في السوق المالي.

وتوصلنا إلى نتيجة مفادها أن النظرية التقليدية أصبحت غير قادرة على تفسير التشوهات السعرية في الأسواق المالية نظرا لعدم تطابق فرضياتها الأساسية مع ما هو موجود في الواقع. كلمات مفتاحية: ، عقلانية، مالية سلوكية، تشوهات سعرية ، علم النفس المعرفي، كفاءة الأسواق المالية.

تصنيف JEL: G14.

Abstract

The aim of this article is to illustrate the theory of efficient financial markets through a review of the most basic assumptions, and clarify its limitations in the interpretation of the price distortions financial assets, in another words, its consists to highlight the principles of behavioral finance theory and the basic assumptions to interpret the behavior of individuals and its reflection on trading in the financial market.

And the main conclusion is that the traditional theory is unable to explain the price changes in the financial markets for the mismatch basic hypotheses with reality.

Keywords: Behavioral finance, Cognitive Psychology, Efficient markets, Price anomalies, Rationality.

JEL Classification: G 14.

مقدمة

إنّ تتابع و توالي الأزمات والإختلالات التي شهدتها الأسواق المالية خاصة في السنوات الأخيرة وفي معظم الدول التي تعتمد وبشكل كبير في عملية تمويل الاستثمارات على تلك الأسواق، جعل المهتمين والمتابعين لها يشكك في مدى تطابق نظرية كفاءة الأسواق المالية، بين جانبها النظري و جانبها التطبيقي، ممّا أثار جدلاً كبيراً وسط الباحثين والأكاديميين الذين حاولوا من خلال أبحاثهم إعادة النظر في مدى إمكانية تطبيق و تجسيد نظرية الكفاءة، خاصة ما تعلق بفرضياتها الأساسية التي بُنيت عليها النظرية، و التي من أهمها: عقلانية المستثمرين، أي تمتعهم بالرشد و السلوك العقلاني في عمليات اتخاذهم للقرارات الاستثمارية في الأصول المالية، و عدم الاعتماد على الحظ و التخمين والانسحاق وراء الآخرين (ما يعرف بسلوك القطيع)، والعشوائية في السلوك الخاص بقرارات الشراء أو البيع، والتوقيت الملائم لذلك، ممّا يؤدي إلى ظهور تشوهات و انحرافات في هذه الأسواق المالية.

وبذلك و كنتيجة لكل ذلك أفرزت الدراسات و الأبحاث الأكاديمية الحديثة ما يعرف بالنظرية المالية السلوكية، والتي تعتمد في جوهرها على البعد النفسي والسيكولوجي للمستثمر، في اتخاذ قراراته الاستثمارية واختيار بدائله من الأصول المالية المتداولة، ممّا جعل من سلوك المستثمرين لا يتمتع بالرشادة والعقلانية، و التي تعتبر من أهم افتراضات النظرية التقليدية (نظرية الكفاءة)، وهذا الاتجاه الجديد في علم المالية سعى إلى تفسير حالات الشذوذ والتشوهات الملاحظة في الأسواق المالية.

حيث اعتُبر علم النفس المعرفي الخاص بسلوك الأفراد، الركيزة الأساسية التي يقوم عليها علم المالية السلوكية في تفسير الظواهر والتصرفات داخل الأسواق المالية، ممّا جعل من القرارات الاستثمارية ليست بقرارات عقلانية رشيدة قائمة على تحليل العوامل الأساسية، لتهدف في الأخير إلى تعظيم المنفعة، وإتماماً لتنطوي في حقيقة الأمر على جزء كبير من عدم الرشاد، ويتجلى ذلك في الكثير من التصرفات والسلوكيات الخاصة بالمستثمرين أثناء عمليات التداول داخل الأسواق المالية.

إشكالية الدراسة: من خلال هذا المقال سنحاول معالجة الإشكالية التالية:

ما هو تأثير تصرفات وسلوكيات المستثمرين على كفاءة السوق المالي، وكيف يمكن تفسير التشوهات السعرية؟
وللإجابة على هذه الإشكالية سنطرح السؤال الفرعي التالي: **كيف تفسر النظرية السلوكية التشوهات السعرية في السوق المالي؟**

ولمعالجة الإشكالية المطروحة للنقاش والإجابة على الأسئلة الفرعية سنتبع المنهج الوصفي عند التطرق للجانب النظري، والمنهج التحليلي عند التطرق لافتراضات نظرية المالية السلوكية و تحليلها و تفسيرها للتشوهات السعرية في السوق المالي.

أولاً: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية:

1- مفهوم السوق الكفاء:

إن نظرية السوق الكفاء في بدايتها كانت بسيطة، و لكن مع التطورات أصبحت معقدة، لهذا فإن تعريف الكفاءة ليس محدد، فهو يتطور مع تطور الزمن والأحداث.

ويعتبر Fama أول من عرّف كفاءة السوق المالي في 1965 بقوله: "يكون السوق المالي كفاء إذا كانت كل المعلومات المتعلقة بأي أصل مالي موجود في هذا السوق متوفرة، و تعكس سعر هذا الأصل".¹ كما يمكن تعريف السوق الكفاء بأنه: ذلك السوق الذي يكون فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما يعكس كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية، أو في معلومات تثبتها وسائل الإعلام، أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام و الأسابيع و السنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم.² ولقد قدم Fama الصيغة الرياضية لنظرية الكفاءة في سنة 1970 في المعادلة التالية:³

$$E \left(P_{j,t+1} / \varphi_t \right) = P_{j,t} \left[1 + E \left(R_{j,t+1} / \varphi_t \right) \right]$$

حيث:

φ : المعلومات المتوفرة في الفترة (t) .

$P_{j,t+1}$: القيمة المتوقعة للسهم (j) في الفترة $(t+1)$.

$E(x)$: الأمل الرياضي للمتغير العشوائي (x) .

R_j : مرد ودية السهم (j) .

فإذا كان سعر السهم يعكس كل المعلومات المتوفرة، و إذا تحققت المعادلة السابقة بالنسبة لكل الأسهم (j) المتداولة في السوق فعندها يكون السوق كفاء.

2- شروط تحقيق الكفاءة

لكي يكون السوق كفاء يجب أن تتحقق فيه الشروط التالية:

1-2 عقلانية المستثمرين: من بين شروط تحقق كفاءة السوق المالي، و جود مستثمرين عقلانيين في هذا السوق،

وهذا ما يتضمن فرضيتين لتبيان مدى عقلانية المستثمرين:

- الأولى: أن الأعوان الاقتصاديين يتصرفون وفق المعلومات الواردة إلى السوق، فإذا كانت المعلومات الواردة إلى السوق حول أصل مالي ما حسنة فإن المتعاملين يقبلون على شراء هذا الأصل.

أما إذا كان العكس أي أن المعلومات الواردة للسوق غير جيدة حول أصل مالي فإن ذلك يدفع بالمعاملين إلى اتخاذ قرار بيع هذا الأصل.

- الثانية: أنَّ المستثمرين يبحثون من خلال شراء و بيع الأصول المالية عن تعظيم أرباحهم، و تقليل الخطر الناتج عن عمليات الشراء و البيع.⁴

2-2- حرية انتقال المعلومات: يقتضي هذا الشرط توفُّر المعلومات في السوق، و حرية انتقالها، و وصولها لكل المتعاملين دون تمييز، و ذلك ليكون السعر يعكس كافة المعلومات المتوفرة، و لذلك لا بد من:⁵

- وصول المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين في نفس اللحظة، أي أنَّه لا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومات لأحد المتعاملين الاقتصاديين، و بين وصولها لمعامل آخر.

- تحليل المعلومات من طرف المتعاملين الاقتصاديين يختلف حسب خبرة و حنكة كل متعامل، إذا ليس من الضروري أن يتوصَّل كل المتعاملين الاقتصاديين إلى نفس النتائج، و اتخذهم نفس القرارات من تحليلهم للمعلومات الواردة إلى السوق، و إنما يتوقف ذلك على كيفية تعامل كل مستثمر مع المعلومات، و كيفية تحليلها، و مدى خبرته للتعامل مع هذه المعلومات.

وتوفير المعلومات يكون من طرف شركات متخصصة في ذلك، مثلا في باريس تقوم بتوفير المعلومات كل من شبكة Reuters، والوكالة الفرنسية للصحافة L'Agence France Presse.

2-3- مجانية المعلومات: بحيث يحصل كل الأعوان الاقتصاديين على المعلومات من دون تحمل تكاليف إضافية، فإذا كانت المعلومات لا تمنح للمتعاملين دون مقابل، فإن المتعاملين سوف يتحججون بكون أن تكون تكلفة المعلومات، و الحصول عليها أكبر من الخسارة المحتملة عند عدم حصولهم على هذه المعلومات.⁶

2-4- عدم وجود تكاليف للصفقات: و يقتضي هذا الشرط عدم وجود أي قيود على التعامل في السوق المالي، و المتمثلة في تكاليف المعاملات، و ضرائب و رسوم البورصة، كما ينص على أن المستثمر يمكنه شراء أو بيع الأصول المالية مهما كان حجمها بكل سهولة و يُسر، دون تحمل تكاليف هذه الصفقة، أو أي رسوم أو ضرائب، كما ينص على عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق بالنسبة للمتعاملين، أو أي قيود من أي نوع تعيق عقد الصفقات بين المتعاملين.⁷

2-5- تعدُّد المستثمرين و توفُّر السيولة: يجب أن يكون هناك عدد كبير من المستثمرين في السوق، و بالمقابل توفُّر السيولة اللازمة لقيامهم بالصفقات، فمع تعدد المستثمرين و غياب السيولة فإن ذلك ينعكس سلباً على الصفقات المتعددة في السوق مما ينقص من كفاءة هذا السوق.⁸

3- أشكال و صيغ الكفاءة

بناء على نوعية هذه المعلومات التي يمكن تقسيمها إلى ثلاث مجموعات، يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الكفاءة:

- فالمجموعة الأولى من المعلومات تمثل المعلومات التاريخية حول الأسعار مثل: سعر الفائدة، سعر الصرف، معدل نمو المؤسسة... الخ.

- أما المجموعة الثانية من المعلومات فتتضم بالإضافة إلى المعلومات الماضية حول الأسعار التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات المتاحة للجمهور، والمتعلقة بالشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية للدولة، وكذا التقارير المالية والتحليلات التي يمكن للجمهور الاطلاع عليها، والمتعلقة بإستراتيجية، ومستقبل المؤسسات.

- أما المجموعة الثالثة من المعلومات فتتضم بالإضافة إلى المعلومات المتاحة للعمامة والخاصة، المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة مثل إدارة المؤسسة، وكبار العاملين فيها أو تلك التي يمكن أن يتوصل إليها مكاتب الفحص والاستشارة، بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالأرباح ورقم الأعمال المستقبليين.

وانطلاقاً من أعمال Robert (1967)، و Fama (1970-1978) يمكن تقسيم الكفاءة إلى ثلاثة صيغ اعتماداً على نوعية المعلومات المتاحة في السوق للمتعاملين.⁹

3-1- الصيغة الضعيفة للكفاءة: تقتضي الصيغة الضعيفة للكفاءة أن السعر الحالي للأصل المالي مستقل كلياً عن مجموعة المعلومات الماضية المحددة لسعره في الماضي، و عليه و حسب الصيغة الضعيفة للكفاءة فإنه لا يمكن أن نستعمل المعلومات الماضية حول الأصول المالية، مثل: النتيجة، الأرباح الموزعة، تطور رقم الأعمال، تطور الطلبات، المعلومات الماكرو اقتصادية... الخ، لتحديد السعر الحالي، أو التطور الحاصل في السعر.¹⁰

3-2- الصيغة المتوسطة للكفاءة: تقتضي الصيغة المتوسطة للكفاءة أن أسعار الأسهم في لحظة معينة لا تعكس فقط التغيرات السابقة التي طرأت على أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كافة المعلومات المتاحة للجمهور، أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات، سواء تمثلت تلك المعلومات فيما نشر عن الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المؤسسة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور. إذا في ظل الصيغة المتوسطة للكفاءة فإن الأسعار الحالية تعكس كل المعلومات المتاحة والمتعلقة بالأسعار الماضية.¹¹

و بناء على ما سبق فإن توفر الصيغة المتوسطة للكفاءة في السوق المالي يترتب عليه:¹²

- أن سعر كل أصل مالي متوفر في هذا السوق يعكس قيمته الحقيقية: أي عدم وجود أي فارق بين قيمة الأصل وسعره نظراً لأن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.

- عدم وجود أي فرصة للمضاربة: عندما تكون الأسعار تعكس كافة المعلومات الواردة إلى السوق فإن أي مستثمر لا يمكنه تحقيق أرباح نتيجة عمليات المضاربة.

- التوقعات المتعلقة بالحوادث المستقبلية يمكن أن توضح المعلومات المتعلقة بالأصل المالي.

3-3- الصيغة القوية للكفاءة: تقتضي الصيغة القوية للكفاءة بأن تكون المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة و المتوفرة للعامّة و الخاصة، أي المعلومات المنشورة و المتاحة للجمهور، إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة مثل أعضاء مجلس إدارة المؤسسة أو كبار العاملين فيها، إضافة إلى المعلومات التي يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال أدوات التحليل.¹³

وهذا ما يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة صفرًا، لأن الأسعار السائدة في السوق للأوراق المالية المتداولة فيه تكون في مثل هذه الأحوال معادلة تمامًا لقيمتها.¹⁴

ثانياً: الإطار النظري للمالية السلوكية

1- مفهوم النظرية المالية السلوكية

إنّ الاستثمار لا يمثل عملية ناتجة عن قرار يتسم بالعقلانية التامة، تستند على تحليل الأمور الأساسية فقط، كالمعدلات، الأرباح، أو تطورات السوق. لهذا فالمحللون الماليون يقرّون بوجود عوامل غير عقلانية تؤثر على العملية الاستثمارية، مثل الإفراط في الثقة، المحاكاة و التقليد، التصورات الخاطئة، و غيرها من العوامل الأخرى غير العقلانية، ممّا يؤثر في النهاية على تشكل الأسعار في السوق المالي، لأجل ذلك ظهرت المالية السلوكية لدراسة عدم الرشاد في عملية اتخاذ قرار الاستثمار.¹⁵

وتمثل المالية السلوكية في ذلك الاتجاه الجديد في علم المالية و الذي يحاول إعطاء تفسير لحالات التشوه الملاحظ في الأسواق المالية، و ذلك عند ملاحظة أن أسعار الأصول المالية في السوق تتحدد بعيداً عن افتراضات النظرية المالية التقليدية (نظرية كفاءة الأسواق المالية)، وذلك نتيجة ممارسات وسلوكيات الأفراد في الأسواق المالية والمنشآت المصدرة للأصول المالية على حد سواء.¹⁶

كما يُعرف التمويل السلوكي على أنه ذلك النوع من التمويل الذي يحاول شرح وزيادة فهم أنماط التفكير لدى المستثمرين، بما في ذلك الجوانب العاطفية ودرجة تأثيرها على اتخاذ القرارات، وبذلك فإن النظرية المالية السلوكية تحاول فهم: ماذا و لماذا وكيف يتم الاستثمار المالي من منظور إنساني.¹⁷

ويقوم التمويل السلوكي تحديداً على علم النفس المعرفي والذي يشير إلى كيفية تفكير الأفراد، وعلى الثقة المفرطة بالنفس من طرف المتعاملين نتيجة ما يعتقدون أنهم يتمتعون به من خبرة في مجال الاستثمار المالي، وبالتالي فالتمويل السلوكي يعتبر الأفراد غير عقلانيين بشكل تام بسبب تفضيلاتهم ومعتقداتهم الخاطئة.¹⁸

ويمكن تلخيص مفهوم المالية السلوكية في النقاط التالية:¹⁹

- **ماذا؟:** حيث يشمل التمويل السلوكي العمليات المعرفية و الديناميكيات العاطفية فيما يتعلق بعملية اتخاذ القرارات من طرف المستثمرين، وهو فرع لديه أسس متينة في مختلف التخصصات العلمية الاقتصادية و الاجتماعية التي تقدم العديد من الاقتراحات في مجال التمويل و الاستثمار.

- **لماذا؟:** حيث جاء التمويل السلوكي بنقاط بديلة يراها الباحثين الأكاديميين و المستثمرين المحترفين ضرورية، حيث لم تقدم المالية التقليدية إجابات و تفسيرات عنها.

- **كيف؟:** قامت العديد من الدراسات الأكاديمية باستخدام حقل واسع من الأساليب البحثية المرتبطة بفروع علم النفس و التمويل، من خلال استثمار سلوك الأفراد و الجماعات و المنظمات و الأسواق.

- **متى؟:** على السنوات الخمس و العشرين الماضية بدأت أبحاث تزدهر أبحاث علم النفس و الاقتصاد السلوكي.

- **من؟:** من طرف الباحثين الأكاديميين و المستثمرين المحترفين خاصة في وول ستريت.

- **أين؟:** من خلال بحوث واسعة النطاق ظهرت في المجالات الأكاديمية، أطروحات علمية، الكتب، الدوريات الخاصة بالاستثمار، و في مقالات نظرية منشورة في المجلات و الصحف المحلية.

وبذلك فإن التمويل السلوكي يمثل دمج بين التمويل و العلوم الاجتماعية الأخرى لأجل التعمق أكثر في فهم وتفسير ما يحدث في الأسواق المالية، من خلال تطبيق معايير علمية صحيحة تعمل على تصحيح الحالات الشاذة والتشوهات السعرية للأصول المالية.²⁰

2- الافتراضات الأساسية للنظرية المالية السلوكية

تقوم النظرية المالية السلوكية على فرضيتين أساسيتين تتمثلان في:²¹

1-2- عدم تمتع المستثمرين بالعقلانية (الرشاد): تسعى نظرية المالية السلوكية إلى تفسير و شرح الحالات الشاذة الملاحظة في الأسواق المالية و ذلك على أساس دراسة السلوك البشري للأفراد المتعاملين فيه، و ملاحظة درجة الترابط المعقد بينهم، مما يبرز نوع من اللاعقلانية في تصرفات هؤلاء الأفراد من خلال تعاملهم مع المعلومات الواردة للسوق. هذه الخصائص الديناميكية الجماعية للأسواق المالية لم يتم معالجتها من طرف النظرية المالية التقليدية (نظرية كفاءة الأسواق المالية)، حيث اعتبرت نظرية الكفاءة أن جميع المستثمرين يتمتعون بالعقلانية و الرشادة.

إلا أنَّ العديد من الكتاب الأكثر راديكالية يؤكدون على أنه لا يوجد مستثمر عقلائي بنسبة كاملة، بل يبقى الأمر نسبي بين المستثمرين، ومنهم من هو غير عقلائي تماماً، ممَّا يجعل صعوبة تحديد القيمة الأساسية للأصول المالية. وبذلك جاءت النظرية المالية السلوكية لتوضح التفاعل القائم بين فئتين في الأسواق المالية، فئة المستثمرين العقلانيين وفئة المستثمرين غير العقلانيين، هذه الأخيرة يمكن تعريفها بأنها ذلك النوع من المستثمرين الذين يقومون ببناء توقعاتهم المستقبلية بطريقة غير عقلانية، من خلال استخدامهم لنماذج خاطئة و إتباع استراتيجيات غير رشيدة، بحيث يقومون بالشراء عندما تكون أسعار الأصول المالية في السوق في اتجاه صعودي، و يبيعون عندما تكون الأسعار في اتجاه نزولي، و هو ما يعرف بأتباع الاتجاه، حيث يبنون استثماراتهم على ما يسمى استقراء الاتجاهات الماضية أو إستراتيجية التداول على حسب ردود الفعل الايجابية. و بذلك فهم لا يتعاملون بطريقة جيدة مع المعلومات المتوفرة في السوق، الأمر الذي لا يسمح لهم من تحقيق أرباح، نتيجة تعاملهم السيئ مع المعلومات المتوفرة في السوق، أي اتخاذ قرارات شراء و بيع في غير محلها.

فالنظرية المالية التقليدية لم توضح علاقة الارتباط بين فئتي المستثمرين العقلانيين و غير العقلانيين، لذلك جاءت النظرية المالية السلوكية للبحث في درجة العلاقة الترابطية بين الفئتين لتوضيح درجة تأثير فئة غير العقلانيين على فئة العقلانيين، هذا التأثير ناتج عن التفاعل بين الفئتين في السوق المالي حيث أن ترابط سلوكيات الأفراد يجعلها تتجمع في نفس الاتجاه نتيجة التقليد و المحاكاة فيما بينهم، مكونة بذلك اتجاهاً سريعاً، و هو ما يعرف بسلوك القطيع، بحيث وفي كثير من الأحيان يفضل بعض الأفراد تقليد الجماعة و إتباع سلوكياتها و تصرفاتها لتفادي الإقصاء والاستبعاد، إلا أنَّه غالباً ما يكون تفكير الجماعة غير عقلائي، و بالتالي فإن احتمال ظهور تصرفات و سلوكيات غير عقلانية وارد بشكل كبير جداً.

2-2- محدودية التحكيم: تعتبر النظرية المالية التقليدية أنَّ التحكيم قادر على تصحيح الانحرافات الناتجة عن تصرفات الأفراد غير العقلانيين و إرجاع الأسعار إلى قيمها الحقيقية، غير أنَّ ارتباط سلوكيات الأفراد وتقليد ومحاكاة تصرفات بعضهم البعض كما وضحته النظرية المالية السلوكية، يؤدي إلى إلغاء عملية التحكيم في الأسواق المالية، وبالتالي ابتعاد السعر عن قيمته الحقيقية، كما أنَّ استخدام نفس الاستراتيجيات من طرف الأفراد، والتوصل إلى نفس الحكم بشأن بعض الأوراق المالية، يجعل من التحكيم عملية غير قادرة على إرجاع السوق إلى نقطة التوازن وتقدير الأصول بقيمتها الحقيقية، أضف إلى ذلك فإن عملية التحكيم تنطوي على مجموعة من المخاطر نذكر منها:

- إذا افترضنا أن سعر ورقة مالية مبالغ فيه نسبة إلى قيمته الحقيقية، فإن التحكيم وفق مفهوم النظرية الكلاسيكية، يقود المستثمر إلى بيع هذه الأوراق المالية بالأجل على أن يشتريها فيما بعد، لذلك يجب أن تكون هذه الأوراق المالية قابلة للاستبدال بشكل تام، و هذا ما لا يمكن توفره تطبيقياً على أرض الواقع، و بذلك فإن التحكيم لا يوفر إمكانية

بيع الأوراق المالية بالأجل و شرائها في موعد لاحق نظراً لإمكانية عدم انفجار الفقاعة السعرية للورقة المالية و بالتالي عدم حدوث الانخفاض المتوقع للسعر خلال الفترة الفاصلة بين عملية البيع و عملية الشراء، ممّا يتسبب في تحمل مخاطر إضافية بالنسبة للمستثمر.

- كذلك من بين المخاطر الناتجة عن عملية التحكيم نجد خطر المنافسة، و الذي ينشأ نتيجة اعتماد إستراتيجية البيع عند ارتفاع أسعار الأوراق المالية عن قيمتها الحقيقية على أمل انفجار الفقاعة السعرية و انخفاض الأسعار ليعاود المستثمر الشراء، و لكن في بعض الأحيان لا تنخفض الأسعار و يبقى على المستثمر الانتظار لفترة أخرى على أمل انخفاضها، ممّا يجعله يتحمل خسائر إضافية.

- كما يعتبر خطر السيولة من بين المخاطر الناتجة عن عملية التحكيم، بحيث لا يتمكن المحكمون من الحصول على البديل الأمثل من الأوراق المالية و ذلك لعدم توفر السيولة بحوزتهم، ممّا يجبرهم على الاقتراض من الأفراد الآخرين، ما يجعلهم عرضة لتصفية مراكزهم و الانسحاب من السوق نتيجة مطالبة المقرضين بأموالهم قبل موعد استحقاقها، و قبل تحقيق المحكم لعوائد من جزاء هذا الاستثمار.

- كما يمكن لعملية التحكيم أن تؤدي إلى اختلال توازن السوق المالي بدل العمل على توازنه، و ذلك نتيجة عدم تمتع المحكمون في حذ ذاتهم بالعقلانية وعدم تقديرهم للقيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة في السوق، وبالتالي عدم معرفة سبب تغير الأسعار، كما أنه في بعض الأحيان يكون من العقلانية أن يتبع المحكمون نفس سلوك وتصرفات أغلبية الأفراد على اعتبار أن التطورات التي تحدث في المستقبل ما هي في الحقيقة إلا تكرار لما حدث في الماضي، وبالتالي فإنه من الأفضل للمحكمين أن يتبعوا سلوك و تصرفات الأغلبية على أن يتم بيع تلك الأوراق في الوقت الذي يستمر فيه الأفراد الآخرين في عملية الشراء، و بذلك فإنّ عملية التحكيم في هذه الحالة تؤدي إلى ظهور اتجاه سعري نتيجة عمليات الشراء الكبيرة التي يقوم بها المحكمون، ثم الاستفادة من انعكاس السعر من خلال عمليات البيع، و عليه يكون أثر التحكيم محدود و ينطوي على مخاطر كبيرة.

خاتمة

تمثل الأسواق المالية قناة تمويلية مكاملة للقناة التقليدية المتمثلة في الجهاز المصرفي، حيث تعمل تلك الأسواق على توفير الإطار التنظيمي الذي ينساب من خلاله المال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز وهذا الانتقال للأموال بين الطرفين يكون من خلال الأصول المالية، والتي تمثل السلعة المتداولة في الأسواق المالية، وتنوع تلك الأصول من حيث الشكل والطبيعة، وتعتبر الأدوات الرئيسية التي يتم التعامل بها داخل الأسواق المالية بين المستثمرين بعبء و شراءً، ولتحديد قيمة هذه الأصول المالية تحديداً دقيقاً، يجب أن يكون سعرها السوقي أقرب ما يمكن من سعرها الحقيقي، أي يجب أن يتحدد السعر بناءً على ما هو متوفر من معلومات وتقارير حول تلك الأصول والمشآت المصدرة لها أو بعبارة أخرى يجب أن يكون السوق الذي تُتداول فيه تلك الأصول المالية، يتمتع بنوع من الكفاءة إلا أنَّ توالي الأزمات و ظهور الإختلالات في الأسواق المالية في السنوات الأخيرة جعل الباحثين و الأكاديميين يشككون في مدى تطابق فروض نظرية كفاءة الأسواق مع واقع عمل الأسواق المالية، حيث أنَّ التشوهات الملاحظة في جل البورصات العالمية الناتجة عن تصرفات و سلوكيات الأفراد، جعلت من نظرية الكفاءة غير قادرة على تفسير ما يحدث. ممَّا استوجب ضرورة إيجاد تفسير علمي ومنطقي للتشوهات والانحرافات الملاحظة في الأسواق المالية، ومع تعدد الدراسات و الأبحاث ظهر نهج جديد في علم المالية يسمى بالمالية السلوكية، حيث يقوم في تحليله و دراسته للمعاملات المالية على ما يعرف بعلم النفس التصرفي، والذي يبحث في جوهر المعاملات التي يقوم بها الأفراد بناءً على ما يصدر منهم من سلوكيات و تصرفات، وهذا ما حاولنا توضيحه من خلال هذا المقال حيث توصلنا إلى النتائج التالية:

- يعتبر السوق المالي سوق كفاء إذا كانت أسعار الأصول المتداولة فيه تعكس كافة المعلومات المتاحة عن تلك الأصول، والمنشآت المصدرة لها.
- تقوم نظرية كفاءة الأسواق المالية على مجموعة من الافتراضات التي لا تتطابق و الواقع العملي في الأسواق المالية.
- تعتبر تصرفات و سلوكيات المستثمرين متغيرات هامة لها تأثيرها الكبير على أسعار الأصول المالية.
- تعتبر نظرية كفاءة الأسواق المالية نظرية تقليدية غير قادرة من خلال افتراضاتها على تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية في السوق.
- يعتبر علم النفس السلوكي علم حديث جاء لتحديد و تفسير السلوك الإنساني و تأثيره على عمليات تداول الأصول المالية.
- تعتبر نظرية المالية السلوكية نظرية أقرب للواقع العملي في تفسيرها لما يحدث من اختلالات و تشوهات في الأسواق المالية

الهوامش

- ¹ - Gillet. P. (1999), *L'efficience des marches financières*, Édition economica, P 11.
- ² - هندي. منير إبراهيم، *الفكر الحديث في مجال الاستثمار*، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996، ص 37.
- ³ - Fama, E. F. (May, 1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, P 384.
- ⁴ - بن زايد مبارك، (2016)، *تأثير المالية السلوكية على كفاءة الأسواق المالية _دراسة قياسية باستخدام نظرية chaos*، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: تحليل اقتصادي، جامعة تلمسان، ص 92.
- ⁵ - نفس المرجع، ص 95.
- ⁶ - Gillet. P., *Op_Cit*, P 18.
- ⁷ - بن زايد مبارك، *مرجع سبق ذكره*، ص 96.
- ⁸ - نفس المرجع، ص 97.
- ⁹ - Gillet. B.C et Berg. V. D. (2004), *Gestion de portefeuille*, Edition de Boeck.4^{eme} Edition, P 255.
- ¹⁰ - Gillet. P., *Op_Cit*, P 37.
- ¹¹ - Baililie. R et McMahan. P, (1997), *Le marché des changes*, édition ESKA, P 49.
- ¹² - Gillet. P., *Op_Cit*, P 64.
- ¹³ - هندي. منير إبراهيم، (1999)، *الأوراق المالية وأسواق رأس المال*، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص 511.
- ¹⁴ - مطر. محمد، (1999)، *إدارة الاستثمارات*، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، ص 145.
- ¹⁵ - De Brouwer. P, (2001), *La Finance Comportementale Ou La Psychologie De L'investisseur*, Finances vecteur, septembre, P 14.
- ¹⁶ - Rainelli.H. Le Montagnerk, *La finance en débat*, Groupe de REcherche en Gestion des Organisations, Cahier n° 2005-05, IAE de Paris - Université Paris 1, (Panthéon-Sorbonne), P 4.
- ¹⁷ - Ricciardi. V, Simon Helen .K, (2000), *What Is Behavioral Finance ?*, The Business, Education And Technology Journal, Vol. 2, No. 1, P. 27.
- ¹⁸ - Jay R. Ritter, (September 2003), *Behavioral finance*, Pacific-Basin Finance Journal, Vol .11, No. 4, PP 429-430.
- ¹⁹ - 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.

²⁰ - Robert J. Shiller, (2003), *From Efficient Market Theory To Behavioral Finance*, Journal Of Economic Perspectives, Vol. 17, Number 1, Winter , P 101.

²¹ - voire:

- Wetzer. C., (2008-2009), *La Finance Comportementale*, Master II DJCE Juriste d'Affaires, Université Paris II Pantheon Assas, PP 24-30.

- Orléan. A., *Efficiency, Finance Comportementale Et Convention : Une Synthèse Théorique*, Les Crises Financières, Conseil D'analyse Economique, PP 242-250.

- AKTAS. N., (2004), *La finance Comportementale : un état des lieux*, Reflets et Perspectives, XLIII, Février , P 32.