

العوامل والتحيزات السلوكية المؤثرة على القرارات المالية للمستثمرين

Factors and behavioral biases affecting financial decisions of investors

بوعجمي عبد القادر¹، بوجرفة بناصر²، غالمي الطيب³BOUADJEMI Abdelkader¹, BOUDJERFA Benasser², GHALMI Tayeb³¹ المركز الجامعي غليزان (الجزائر)، bouadjemi@cu-relizane.dz² جامعة معسكر (الجزائر)، benasser@gmail.com³ جامعة معسكر (الجزائر)، ghalmitayeb@gmail.com

تاريخ الاستلام: 2019/09/03 تاريخ القبول: 2019/09/20 تاريخ النشر: 2019/09/30

ملخص:

تهدف هذه الدراسة الى تسليط الضوء على العوامل والتحيزات السلوكية المؤثرة على القرارات المالية للمستثمرين في مجموعة من الأسواق المالية وذلك بالتطرق الى عدد من الأوراق البحثية على مستوى هذه الأسواق.

تظهر النتائج المتوصل إليها بأن مختلف العوامل والتحيزات المدروسة تؤثر في عملية اتخاذ القرارات المالية للمستثمرين، إلا أن عامل القطيع وتحيز الثقة المفرطة من نظرية الاستدلال يتصدران قائمة العوامل والتحيزات السلوكية المؤثرة في مختلف الأسواق المالية.

كلمات مفتاحية: الأسواق المالية، المستثمرين، القرارات المالية، العوامل السلوكية، التحيزات السلوكية.

تصنيفات JEL: G11, G1

Abstract:

This study aims to highlight the behavioral factors and biases affecting the financial decisions of investors in a range of financial markets by addressing a number of research paper sat the level of these markets.

The results show that the various factors and biases studied affect the financial decision-making process of investors. However, the herd factor and over confidence bias are at the top of the list of behavioral factors and biases affecting the different financial markets.

Keywords: financial markets; investors; financial decisions; behavioral factors; behavioral biases.

JEL Classification Codes: G1, G11

المؤلف المرسل: بوعجمي عبد القادر، الإيميل: bouadjemi@cu-relizane.dz

مقدمة:

إن لاعتقالية المستثمرين هي حقيقة لا مفر منها طالما أن الأسواق نفسها موجودة. ولعل أول دليل مسجل له هو تشارلز ماكاي (1841). يذكر في كتابه "مذكرات الأوهام الشعبية غير العادية" و "جنون الحشود" ثلاث حالات تسلط الضوء على السلوك العشوائي للحشود. تتمثل في الفقاعة الهولندية (1630)، فقاعة شركة بحر الجنوب (1711-1720) وفقاعة شركة ميسيسيبي (1719-1720) (Jaya M, Sujata, & Jhumur, 2015). لفترة طويلة اعتقد الجميع أن نظرية التمويل التقليدية دقيقة لأنها تذكر أن المستثمرين يفكرون بعقلانية ويتخذون قرارات متعمدة، بناء على تقديرات مختلفة أو استخدام نماذج اقتصادية. لكن بعد عدد من التحقيقات، لوحظ أن القرارات البشرية تعتمد في كثير من الأحيان على الحدس والعادات والتحييزات المعرفية أو العاطفية المخفية بعمق في مؤخرة العقل (Daiva & Kristina, 2012).

لطالما افترض التمويل التقليدي أن المستثمرين عقلانيين في عملية صنع القرار في سوق الأوراق المالية حول مقايضات عوائد المخاطرة وتعظيم المنفعة. ومع ذلك، كشفت دراسات التمويل السلوكي أن البشر لا يتصرفون بعقلانية كما يفترض الاقتصاديون لأن قراراتهم تتأثر في بعض الأحيان بمشاعرهم النفسية (Suzaida & Amelia, 2016). صاغ ثالير (1994) مصطلح "شبه عقلائي" لـ "أقل من عقلانية بالكامل"، بينما وصفها سيمون (1957) بأنها "العقلانية المحدودة".

في جوهره، يحاول التمويل السلوكي فهم وشرح سلوك المستثمر والسلوك الفعلي. تختلف هذه الفكرة عن التمويل التقليدي (أو القياسي)، والذي يستند إلى افتراضات حول كيفية تصرف المستثمرين والأسواق. وكما يقول الفيكتور ستاتمان، فإن الأشخاص العاديين في التمويل يُنظَرُوا على أنهم

"عقلانيون"، في حين أنه في نموذج التمويل السلوكي يتم تصنيفهم على أنهم "طبيعيون" (Pompian, M. M., 2012).

أساسا التمويل السلوكي هو كل شيء عن كيفية تأثير القرارات المالية للأفراد والمؤسسات من قبل علم النفس في الأوضاع المالية المختلفة (Nofsinger, 2001). لذلك فإن التمويل السلوكي يعمل على تلك العوامل النفسية التي تؤثر على الأفراد أو المجموعات أثناء عملهم كمستثمرين أو مديري المحافظ أو محللين (Brown & Reilly, 2004).

سلوك المستثمرين هو جزء من الانضباط الأكاديمي المعروف باسم "التمويل السلوكي" والذي يشرح كيف تؤثر العواطف والأخطاء المعرفية على المستثمرين وعملية صنع القرار. لطالما كان سلوك المستثمرين الفرديين هو اهتمام الأكاديميين ومديري المحافظ، ولكن ليس المستثمرين أنفسهم لأن عقلية القطيع تهيمن أحياناً على الأسباب (Maheran & Muhammad, 2009).

يعتمد التمويل السلوكي في تفسيره لسلوك المستثمرين على عوامل تضم مجموعة من التحيزات التي تؤثر على عقلية المستثمر وتتدخل في عملية صنع القرار. من خلال هذا المقال نحاول معالجة الاشكالية التالية:

ماهي العوامل والتحيزات السلوكية التي تؤثر على القرارات المالية للمستثمرين وما مدى تأثيرها؟

ولمعالجة الاشكالية المطروحة نتطرق الى مجموعة من البحوث والدراسات التي أجريت خلال العقد

المنصرم في مجال التمويل السلوكي لتحديد العوامل والتحيزات السلوكية المؤثرة على سلوك المستثمرين أثناء عملية اتخاذ القرار ومدى تأثيرها على القرارات المالية والأداء.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة في تناولها لسلوك المستثمرين وأثره على القرارات المالية، حيث يعتبر من أهم

موضوعات المالية السلوكية. وبما أن البحوث والدراسات في هذا المجال باللغة العربية قليلة جداً، نرجوا أن

تكون هذه الورقة إضافة متواضعة للأوراق البحثية في ميدان المالية السلوكية.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على العوامل والتحيزات السلوكية المؤثرة في عملية اتخاذ القرارات المالية للمستثمرين في مجموعة من الأسواق المالية، إضافة إلى تحديد العوامل والتحيزات الأكثر تأثيراً بين المستثمرين في مختلف الأسواق.

المنهج المستخدم في الدراسة:

اعتمدنا في هذه الورقة البحثية على المنهج الوصفي لأنه مناسب لدراسة خصائص العوامل السلوكية بالاعتماد على جمع الحقائق وتحليلها لاستخلاص الدلائل وذلك بإجراء مسح اجتماعي لعدد من البحوث والدراسات في هذا المجال.

مخطط الدراسة:

تم تقسيم هذه الدراسة الى قسمين، الأول جاء بعنوان التمويل السلوكي مقابل التمويل القياسي حيث يعتني بتوضيح تطور نظريات التمويل من النهج القياسي الى النهج السلوكي. أما القسم الثاني فمعنون بسلوك المستثمرين والقرارات المالية، قمنا فيه بدراسة العوامل والتحيزات السلوكية المؤثرة على اتخاذ القرارات إضافة الى الأدلة من الأبحاث السابقة على السلوك غير العقلاني للمستثمرين.

1. التمويل السلوكي مقابل التمويل القياسي:

لا يعد التمويل السلوكي بديلاً لنماذج التمويل القياسي، بل هو حل بديل لتفسير عدم كفاءة السوق والسلوك غير العقلاني للمستثمر (Raman & Anu, 2015).

يمكن أن تتأثر أسواق رأس المال بالعوامل النفسية والاجتماعية، لذلك يمكننا أن نقول على سوق رأس المال أنها ليست فعالة بالضرورة (Tona Aurora Lubis, 2017). إن الفرضية القائلة بأن المستثمرين عقلانيين بشكل كامل والتي تعالج المعلومات بشكل فوري وصحيح غير واقعية. من الصعب تفسير ذلك لأن السلوك البشري غالباً لا يمكن التنبؤ به. لذلك فإنه من الصعب للغاية رؤية واقع سوق رأس المال الفعال لأن اتخاذ القرارات للمستثمرين غالباً ما يتأثر بالعوامل النفسية (Tona Aurora Lubis, 2017).

نظرية التمويل القياسية معيارية لأنها تشير إلى كيفية اتخاذ المستثمرين للقرارات. على النقيض من ذلك ، فإن منهج التمويل السلوكي هو فهم سبب اتخاذ المستثمرين للقرار المرصود (Baker & Nofsinger, 2010).

1.1 التمويل القياسي Traditional Finance:

التمويل القياسي له هيمنة في السوق وهو يفترض أن مفهوم فرضية السوق الفعالة، يعني أن الأسواق تتسم بالكفاءة بمعنى أن المستثمرين عقلانيين وأن الأوراق المالية يتم تقييمها بعقلانية (Suryawanshi & Anand, 2016).

تم تصميم نظرية التمويل القياسية لتوفير تفسيرات أنيقة من الناحية الرياضية للمسائل المالية التي، عندما يتم طرحها في الحياة الحقيقية، هي معقدة. يعتمد نهج التمويل القياسي على مجموعة من الافتراضات التي تبسط الواقعية. على سبيل المثال، يعتبر مفهوم "Homo Economicus" أو الرجل الاقتصادي العقلاني جزءاً لا يتجزأ من التمويل القياسي. وهو ينص على أن البشر يتخذون قرارات اقتصادية عقلانية في جميع الأوقات (Pompian M. , Behavioral Finance and Wealth Management, 2006).

نفترض التمويل القياسي عند تأسيسه أن المشاركين الماليين والمؤسسات وحتى الأسواق عقلانية. في المتوسط يتخذ هؤلاء الأشخاص قرارات غير متحيزة ويعظمون مصالحهم الخاصة. أي فرد يتخذ قرارات دون المستوى يمكن أن يعاقب من خلال النتائج السيئة. بمرور الوقت سيتعلم الناس إما اتخاذ قرارات أفضل أو مغادرة السوق. أي أخطاء تحدث للمشاركين في السوق لا ترتبط مع بعضها البعض، وبالتالي فإن الأخطاء لا تملك القوة للتأثير على أسعار السوق. (Baker & Nofsinger, 2010).

على الرغم من أن النهج القياسي يوفر العديد من الأفكار المفيدة، إلا أن هناك ما يبدو مفقوداً. على سبيل المثال، يعاني الأشخاص باستمرار من تحيزات سلوكية معينة ولا تقدم النماذج القياسية السائدة أي توضيحات مرضية. بمعنى آخر، لا تستطيع النماذج وصف السلوك الفعلي والملاحظ. بالطبع قد تفشل

هذه النماذج القياسية لأن الناس غير عقلانيين أو لأن النماذج تركز على افتراضات خاطئة (Baker & Nofsinger, 2010).

2.1 التمويل السلوكي Behavioural finance:

التمويل السلوكي (BF) هو نظام ناشئ يمثل مجموعة من الأساليب البديلة لصقل تعريف التمويل القياسي للعقلانية الاقتصادية. على وجه الخصوص، التمويل السلوكي يعتمد على علم الاجتماع وعلم النفس المعرفي لبحث لماذا صنع القرارات الفردية في كثير من الأحيان ينحرف عن الخيارات العقلانية بطرق منهجية (Inga, Michael, & Barry, 2008). كما يحاول التمويل السلوكي شرح السلوكيات البشرية في الأسواق، واستيراد نظريات السلوك البشري من العلوم الاجتماعية. (Shiller, 1998)

يستخدم التمويل السلوكي رؤى من العلوم الأخرى لفهم القرارات التي يتخذها المستثمرون. يدرس علماء النفس وعلماء الاجتماع السلوك البشري منذ فترة طويلة وقد جمعوا أدلة كثيرة حول كيفية اتخاذ الناس للقرارات. (BAKER & RICCIARDI, 2014)

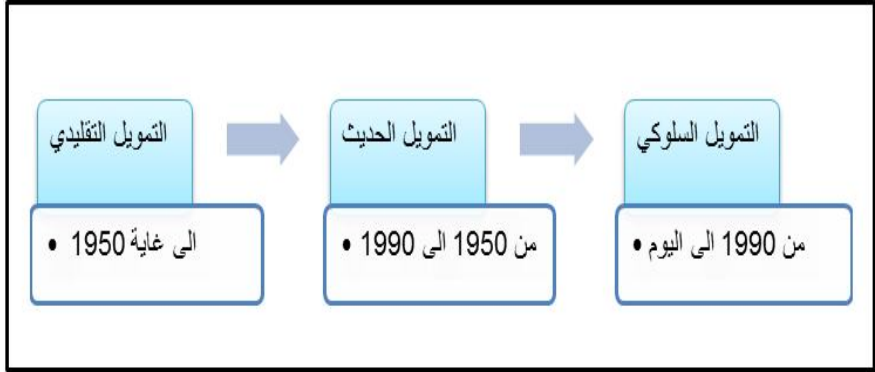
يُعرّف التمويل السلوكي عمومًا على أنه تطبيق علم النفس على التمويل ولُصِّح موضوعًا ساخنًا للغاية، مما ساهم في الحصول على المصداقية هو تمزق فقاعة أسهم التكنولوجيا في مارس 2000 وانحيار الأسواق المالية في 2008-2009 (Pompian M. , Behavioral Finance and Wealth Management, 2006).

التمويل السلوكي هو دراسة للأسواق تعتمد على علم النفس، وتلقي المزيد من الضوء على السبب الذي يجعل الناس يشترون أو يبيعون الأسهم، وحتى لماذا لا يشترون الأسهم على الإطلاق. يساعد هذا البحث عن سلوك المستثمر في شرح "الشذوذات السوقية" المختلفة التي تتحدى النظرية القياسية. لأن هذا الشذوذ مستمر. لذلك هذا السلوك موجود (Maheran & Muhammad, 2009).

3.1 تطور نظريات التمويل:

عرفت نظريات التمويل تطوراً كبيراً خلال القرن الماضي، حيث عرفت على غرار القرون التي سبقتها ثلاث مراحل للتمويل. يشمل التمويل القياسي مرحلتين التمويل التقليدي والحديث إلى غاية 1990، تليهم مرحلة التمويل السلوكي التي تمتد من 1990 إلى يومنا. يعرف التمويل السلوكي اهتمام كبير من طرف الباحثين في ميادين علم النفس المعرفي وعلوم الاجتماع إضافة إلى الاقتصاد والمالية.

الشكل (1): مراحل تطور نظريات التمويل



المصدر: (Pimenta & FAMA, 2014)

1.3.1 مراحل التمويل القياسي:

يمتلك التمويل القياسي جانبين: التمويل التقليدي والتمويل الحديث. يشرح التمويل التقليدي عقلانية المستثمرين ويستند صنع القرار إلى فرضية الرجل الاقتصادي الرشيد "*homo economicus*" (Neumann & John Stuart Mill, 1844) وإلى فرضية المنفعة المتوقعة " (Morgenstern, 1944). أما في حالة التمويل الحديث، فإن المفهوم الأساسي هو تعظيم وظيفة المنفعة للثروة استناداً إلى الكفاءة غير الرسمية للسوق. تم تشكيل النظريات التالية للتمويل العقلاني: نظرية المحفظة الحديثة " (Harry Markowitz, 1952)، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية " (Treyner, 1962, 1964, Sharpe and Lintner 1962), فرضية السوق الفعالة (EMH) " (Eugene Fama 1970). الافتراض الأساسي لجميع هذه النظريات هو أن أنشطة الإنسان الاقتصادية عقلانية وهدفه الرئيسي هو تحقيق أقصى قدر من الربح (Raman & Anu, 2015).

الجدول (1): نظريات التمويل القياسي

المرحلة	العمل	السنة	الكاتب
التمويل التقليدي	قدم مفهوم الرجل الاقتصادي " <i>homo economicus</i> "	1844	John Stuart Mill
	نظرية المنفعة المتوقعة	1738، 1954	Bernoulli
		1944	Von Neumann and Morgenstern
التمويل الحديث	نظرية المحفظة الحديثة	1952	Harry Markowitz
	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	1962، 1964، 1965	Treynor, Sharpe and Lintner
		1966	Jan Mossin
	فرضية السوق الفعالة	1970	Eugene Fama

المصدر: (Jaya M, Sujata, & Jhumur, 2015).

تستند هذه النظريات إلى افتراض أن المستثمر عقلاني ويسعى دائماً إلى تعظيم المنفعة والثروة بالنظر في كل الفرص والمعلومات المتاحة مع المراجعة بين العائد والمخاطرة، ويستخدم منحني المنفعة ليحقق أقصى قدر من الرفاهية.

2.3.1 مرحلة التمويل السلوكي:

تقيم فرضية السوق الفعالة (EMH) ونظرية المحفظة الحديثة (MPT) على تحليل الأسواق المالية، وعلى الرغم من ذلك تم تطوير نظريات في التمويل السلوكي، والتي تفترض اللاعقلانية وتأثير المستثمر بالعوامل النفسية والادراكية المختلفة.

الجدول (2): نظريات التمويل السلوكي

العمل	السنة	الكاتب
نموذج العقلانية المحدودة	1955	Herbert Simon
نظرية التناافر المعرفي	1956	Festinger, Riecken and Schachter

Tversky and Kahneman	1973، 1974	قدموا تحيزات الاستدلال: الاتاحة، التمثيل، الترسيع والتعديل
Kahneman and Tversky	1979	نظرية الاحتمالات، قدموا تحيز النفور من الخسارة
Tversky and Kahneman	1981	قدموا تحيز التأطير
Richard Thaler	1985	قدموا تحيز المحاسبة العقلية
De Bondt and Thaler	1985	نظرية رد الفعل المبالغ في أسواق الأسهم
Barberis, Shleifer and Vishny	1998	نموذج معنويات المستثمر لرد الفعل المفرط لأسعار الأسهم.
Meir Statman	1999	نظرية تسعير الأصول السلوكية ونظرية المحفظة السلوكية

المصدر: (Jaya M, Sujata, & Jhumur, 2015).

يستخدم التمويل السلوكي رؤى العلوم الأخرى لفهم القرارات التي يتخذها المستثمرون. يدرس علماء النفس وعلماء الاجتماع السلوك البشري منذ فترة طويلة وقد جمعوا أدلة كثيرة حول كيفية اتخاذ الناس للقرارات بدلاً من التركيز على النتيجة، يركز العلماء في هذه التخصصات على كيفية وصول صانعي القرار إلى النتائج. نظرية التمويل التقليدية معيارية لأنها تشير إلى كيفية اتخاذ المستثمرين للقرارات. على النقيض من ذلك، فإن منهج التمويل السلوكي هو فهم سبب اتخاذ المستثمرين للقرار المرصود (BAKER & RICCIARDI, 2014). يشرح هذا المفهوم الجديد للتمويل السلوك الفردي والسلوك الجماعي من خلال دمج مجالات علم الاجتماع وعلم النفس وغير ذلك من العلوم السلوكية (Raman & Anu, 2015).

2. العوامل السلوكية المؤثرة على اتخاذ القرارات المالية:

يبين التمويل السلوكي أن المستثمرين يتأثرون بعوامل وتحيزات سلوكية خلال عملية اتخاذ القرار. يمكن اجمالها في أربعة عوامل حسب ما توصلت إليه الدراسات في هذا المجال خاصة الاستقصائية منها، وتشمل هذه العوامل نظرية الاستدلال ونظرية التوقع إضافة الى عاملي القطيع والسوق، كما أن هذه العوامل تدرس بعض التحيزات حسب الجدول التالي:

الجدول (3): العوامل والتحيزات السلوكية المؤثرة على اتخاذ القرارات المالية

العوامل	التحيزات
نظرية الاستدلال	القابلية للتمثيل، الثقة المفرطة، الترسخ أو التثبيت، مغالطة المقامر، تحيز الإتاحة
نظرية التوقع	النفور من الخسارة، النفور من الندم، المحاسبة العقلية
عامل السوق	تقلبات الأسعار، معلومات السوق، توجهات أسعار الأسهم في الماضي، أساسيات الأسهم الممتازة، التركيز على الأسهم الشعبية، الدورات الموسمية للأسعار، تفضيلات العملاء، المغاللات في رد الفعل تجاه الأسعار
عامل القطيع	قرارات الشراء، قرارات البيع، إختيار الأسهم للتداول، مدة الاحتفاظ بالأسهم، حجم الأسهم المتداولة

المصدر: اعتمادا على دراسة (Waweru, Munyoki, & Uliana, 2008)

1.2 الاستدلال Heuristic:

الاستدلال، غالبا ما يشار إليها باسم قواعد الإبهام، هي وسيلة للحد من الموارد المعرفية اللازمة لإيجاد حل لمشكلة ما. فهي عبارة عن اختصارات عقلية تعمل على تبسيط الطرق المعقدة المطلوبة عادة لإصدار الأحكام. غالبا ما يواجه صانعو القرار مجموعة من الخيارات مع عدم اليقين الشاسع والقدرة المحدودة على تحديد احتمالية النتائج (Baker & Nofsinger, 2010).

الاستدلال يجعل عملية اتخاذ القرار أسهل لأنها تستند إلى قاعدة أساسية. لكن الاستدلال يمكن أن يؤدي أيضًا إلى التحيزات المختلفة عند تغيير المواقف. (Anum & Ameer, 2017)

إن أحد الأمثلة الجيدة على الاستدلال الذي يؤثر عادة في صنع القرار هو النظر في "الأداء السابق هو أفضل مؤشر لأداء المستقبل". لقد أدرج الباحثون أكثر من 50 تحيزًا مثل التمثيلية والاتاحة والترسيخ والتكيف والألفة والثقة الزائدة والوضع الراهن والمحافظة (Raman & Anu, 2015).

1.1.2 القابلية للتمثيل Representativeness:

القابلية للتمثيل هي تحيز معرفي يقود متخذي القرار إلى تقييم الاحتمالات والأحداث بأخرى مشابهة لها وقعت في الماضي القريب.

تؤدي قابلية التمثيل إلى التحيز في عملية اتخاذ القرار لأن الناس بسبب قابلية التمثيل يحاولون تقدير الأحداث الأخيرة وتجاهل الأحداث طويلة المدى (Ritter, 2003). كما يشير التمثيل إلى الأحكام القائمة على الإفراط في الاعتماد على الصور النمطية، وهي جزء من التحيز المعرفي (Raman & Anu, 2015). في الأسواق المالية، يمكن أن تظهر قابلية التمثيل عندما يسعى المستثمرون لشراء الأسهم "الساخنة" وتجنب الأسهم التي كان أداؤها سيئًا في الآونة الأخيرة (Waweru, Munyoki, & Uliana, 2008).

1.1.1.2 الآثار المترتبة على تحيز التمثيل:

يقيم المستثمر المتأثر بهذا التحيز الاستثمارات بناءً على استثمارات أخرى مشابهة لها وقعت حديثًا، قد تكون الاستثمارات متشابهة إلا أنها غير متطابقة فليس بالضرورة أن تشبه العينة المجتمع المسحوب منه وبهذا يضعف احتمال وقوع نتائج متشابهة.

يقيم المستثمر أيضًا الاستثمارات والشركات بناءً على الإدارة والعائدات الأخيرة، هذا ما ينجم عنه نظرة ضيقة وتجاهل تحليل الخصائص الأساسية للإستثمار. يمكن أن تكون هذه العائدات وليدة فرصة أو رواج مؤقت أو تعثر لأحد المنافسين.

2.1.2 الثقة المفرطة Overconfidence:

تحيز المفرط في الثقة هو تحيز يظهر فيه الناس إيماناً غير مبرر في منطقهم وأحكامهم و / أو قدراتهم المعرفية. قد تكون هذه الثقة المفرطة نتيجة المبالغة في تقدير مستويات المعرفة والقدرات والوصول إلى المعلومات (Raman & Anu, 2015). في أبسط طريقة يمكن تعريفها على أنها اعتقاد غير مناسب نحو التفكير المنطقي والحكم وقدرات الشخص المعرفية. لتحيز الثقة المفرطة دور مهم في تجارة الأسهم. نماذج الثقة المفرطة قد غطت معظم الدراسات النفسية (Rasoul, Hassan, Mohammad, Aryan, & Fattaneh, 2010). كما تظهر الثقة المفرطة في العديد من الطرق، مثل التنويع الضئيل للغاية بسبب حقيقة أن المستثمر يستثمر أمواله في ما هو أو هي أكثر دراية به (Barber & Odean, 2001).

اكتسبت الثقة المفرطة اهتماماً خاصاً لأن الباحثين أظهروا هذا التحيز ليكون له تأثير مهم على القرارات المالية لكل من المستثمرين والمديرين (BAKER & RICCIARDI, 2014).

1.2.1.2 الآثار المترتبة عن تحيز الثقة المفرطة:

يبالغ المفرط في الثقة في تقدير مهاراته وقدراته وبالتالي يؤثر على أحكامه حيث لا يقبل النصيحة ولا يستمع إلا لنفسه وقد يتجاهل المعلومات التي تتعارض مع حكمه.

يتفاعل في تقدير عائداته كما يقلل من شأن المخاطرة بسبب اعتقاده أنه يتحكم في مجريات الأمور وأحداث الفرصة.

أثبتت الدراسات بأن المفرط بالثقة يتاجر بشكل مفرط وهذا ما يؤدي إلى عوائد نقول عنها متذبذبة في أحسن تقدير.

يملك محفظة مركزة حيث يتداول فيما هو أكثر دراية به وهذا ما ينافي مبدأ التنويع.

3.1.2 الترسيع (التثبيت) Anchoring:

هو قيام المستثمر في حالة نقص المعطيات بوضع نقاط مرجعية "مراسي" يستند إليها في عملية صنع القرار، وغالباً ما تكون الاتجاهات الأخيرة للأسعار.

الترسيع هو ظاهرة في ظل غياب معلومات أفضل، يفترض المستثمرون أن الأسعار الحالية صحيحة. في سوق صاعدة، على سبيل المثال، كل ارتفاع جديد هو "راسخ" بسبب قربه من السجل الأخير، ويصبح التاريخ البعيد أكثر فأكثر غير ذي صلة. يميل الناس إلى إعطاء الكثير من الوزن للتجربة الحديثة، واستقراء الاتجاهات الحديثة التي غالباً ما تكون متعارضة مع المتوسطات والاحتمالات طويلة المدى (Maheran & Muhammad, 2009).

الترسيع هو استدلال نفسي يؤثر على طريقة إحساس الناس بالاحتمالات. وهو يشير إلى عملية صنع القرار حيث يتطلب التقييم الكمي وقد تتأثر هذه التقييمات بالافتراضات. سيقوم المستثمرون بإصلاح بعض النقاط المرجعية (المراسي)، على سبيل المثال أسعار الأسهم السابقة (Raman & Anu, 2015).

1.3.1.2 الآثار المترتبة عن تحيز الترسيع:

يتسبب تحيز الترسيع في إصرار المستثمرين على نقاطهم المرجعية، فعلى سبيل المثال إذا كانت توقعات المستثمر في نمو العائدات بنسبة 10% وواجه بعض المشاكل خلال السنة فإنه يصر على توقعاته ولا يقوم بتغيير خططه بناءً على المعطيات الجديدة.

يمكن أن يقع الترسيع على شركة أو نشاط معين فترسخ في ذهن المستثمر فكرة أن هذه الشركة أو النشاط سيبقى رائداً لفترة طويلة. في حين أن اتجاهات الأسعار غاباً لا يمكن التنبؤ بها على المدى الطويل.

4.1.2 مغالطة المقامر Gambler's fallacy:

تنشأ مغالطة المقامر غالباً عند افتراض المستثمر استقلال حدث ما وعدم تأثره بأحداث أخرى، فيدفعه هذا الفهم إلى توقع نهاية الفترة وتغير اتجاه الأسعار.

مغالطة المقامرين هو التحيز السلوكي الذي يحدث عندما يعتقد الفرد أن العينة تشبه المجتمع الأصلي الذي يتم سحبها منه (Statman, 1999). تنشأ مغالطة المقامر عندما يتنبأ الناس بشكل غير مناسب بأن الاتجاه سوف ينعكس. وقد يؤدي هذا إلى دفع المستثمرين إلى توقع نهاية فترة عوائد السوق الجيدة (أو السيئة) (Waweru, Munyoki, & Uliana, 2008).

1.4.1.2 الآثار المترتبة عن تحيز مغالطة المقامر:

يفترض المستثمر في تحيز مغالطة المقامر أنه يستطيع توقع تغير اتجاه الأسعار وأحداث السوق، هذا ما يدفعه إلى تحمل درجة كبيرة من المخاطرة عند التنبؤ بتغير الاتجاه نحو الأحسن ونهاية فترة كساد فيقوم بشراء أصول ضعيفة الأداء.

في حالة توقع المستثمر نهاية فترة رواج قد يسارع إلى التنازل عن استثمارات مربحة ويضيع عوائد مجزية.

5.1.2 تحيز الإتاحة Availabilitybias:

يمثل تحيز الإتاحة قاعدة عاملاً مختصراً ذهنياً لا يتيح للناس تخمين احتمالية الحصول على نتيجة وما هي النسبة المئوية التي قد تظهر في حياتهم اليومية. أولئك الذين يرتكبون مثل هذا التحيز يعتبرون الأحداث التي يسهل استرجاعها أكثر احتمالاً من تلك التي بالكاد يمكنهم تخيلها أو إدراكها (Rasoul, Hassan, Mohammad, Aryan, & Fattaneh, 2010).

الإتاحة هو استدلال حكمي ينشأ عندما يتصور الناس بسهولة نتيجة ما في أحكامهم على الاحتمالات. قد يؤدي هذا التحيز إلى تجاهل (أو تخفيف) المخاطر التي لا يمكن تخيلها أو المبالغة في تقدير المخاطر التي يمكن تخيلها بوضوح شديد (Raman & Anu, 2015). تحيز الإتاحة هو ميل الشخص نحو اتخاذ القرار والتحيز بناءً على البيانات المتاحة والتي يمكن الوصول إليها بسهولة (Rasoul, Hassan, Mohammad, Aryan, & Fattaneh, 2010).

1.5.1.2 الآثار المترتبة عن تحيز الإتاحة:

حدد (Pompian M. , 2012) أربعة آثار أو أخطاء تنتج عن تحيز الإتاحة كما يلي:

يختار المستثمرون الاستثمارات بناءً على المعلومات المتاحة لهم (الإعلان ، اقتراحات من المستشارين، الأصدقاء، وما إلى ذلك) ولن يشاركوا في أبحاث منضبطة أو العناية الواجبة للتحقق من أن الاستثمار المحدد جيد.

يقوم المستثمرون باختيار الاستثمارات بناءً على القوائم الفتوية المتوفرة لديهم في ذاكرتهم. في أذهانهم لن يتم تذكر الفئات الأخرى بسهولة ، وبالتالي سيتم تجاهلها.

يختار المستثمرون الاستثمارات التي تناسب النطاق الضيق من تجارب حياتهم، مثل الصناعة التي يعملون فيها والمنطقة التي يعيشون فيها والأشخاص الذين يرتبطون بهم. على سبيل المثال، قد يعتقد المستثمرون الذين يعملون في صناعة التكنولوجيا أن استثمارات التكنولوجيا فقط هي المربحة. يختار المستثمرون الاستثمارات التي يتردد صداها وتتوافق مع شخصيتهم أو التي لها خصائص يمكن ترتبط بسلوكهم الخاص. وبالمقابل يتجاهل المستثمرون الاستثمارات الجيدة المحتملة نظراً لعدم قدرتهم على الاتصال بخصائص تلك الاستثمارات.

2.2 نظرية التوقع Prospect theory:

تعتبر نظرية التوقع البديل الأكثر قبولاً على نطاق واسع لنظرية المنفعة المتوقعة (BAKER & RICCIARDI, 2014).

نظرية التوقع ونظرية المنفعة المتوقعة (EUT) هي المقاربات الهامة الرئيسية في عملية صنع القرار لدى المستثمرين من منظورين مختلفين (Anum & Ameer, 2017). لقد طور الاقتصاديون المليون نظرية المنفعة المتوقعة كنموذج معياري لوصف كيف يجب أن يتصرف الناس، في حين أن السلوك الفعلي يوفر الأساس لنظرية التوقعات (BAKER & RICCIARDI, 2014).

تقترح نظرية التوقع التي قدمها (Tversky & Kahneman, 1979, 1981, 1986) أن الناس يستجيبون بشكل مختلف للحالات المكافئة اعتماداً على ما إذا كان يتم تقديمه في سياق الخسارة أو الربح. عادة ما يتضرر المستثمرون من احتمال الخسارة ويسعدتهم تحقيق مكاسب محتملة حتى لو واجهت مكاسب مؤكدة، فإن معظم المستثمرين يكرهون المجازفة، لكنهم عندما يواجهون خسائر مؤكدة، فهم يتحملون المخاطرة (Maheran & Muhammad, 2009). تُظهر نظرية الاحتمالات سلوك الناس في تلك المواقف عندما يواجهون عدم اليقين والمخاطر (Anum & Ameer, 2017).

1.2.2 النفور من الخسارة Loss aversion:

النفور من الخسارة هي تفضيل المستثمر تجنب الخسارة على حساب تحقيق الأرباح، أي أن المستثمر يسعى إلى جني الأرباح عن طريق بيع الأصول الناجحة خوفاً من الخسارة.

يشار في الأساس إلى النفور من الخسارة على أنها ميل الأفراد لتفادي الخسائر مقارنة بالمكاسب. كلما تم تأطير أي مشكلة بطريقة سلبية، فإن النفور من الخسارة سيكون أكثر حدة، لذلك فإن الفرد سيذهب إلى قرار مختلف عندما يواجه مشكلة ذات إطار سلبي (Anum & Ameer, 2017). تعتبر الخسائر التي تحدث بعد المكاسب أقل إيلاما من الخسائر التي تحدث بعد الخسائر السابقة (Barberis, 2001).

1.1.2.2 الآثار المترتبة عن النفور من الخسارة:

يؤدي النفور من الخسارة إلى الاحتفاظ باستثمارات خاسرة وبيع أخرى ناجحة قبل الأوان، هذان السلوكان يؤديان إلى خفض العوائد وتآكل رأس المال على المدى الطويل. يرفع النفور من الخسارة درجة المخاطرة كما يتسبب في حيازة محفظة سيئة عن طريق الاحتفاظ باستثمارات خاسرة وعدم استبدالها وبيع أخرى رابحة، مما يؤدي إلى اختلال التوازن بين العائد والمخاطرة.

2.2.2 Regret aversion: الندم من النفور

النفور من الندم هو ميل بشري للشعور بالأسف بسبب ارتكاب أخطاء، حتى الأخطاء الصغيرة. الندم هو عاطفة تختبرها عند عدم اتخاذ القرار الصحيح. إذا كان المرء يرغب في تجنب ألم الندم، فقد يغير هذا سلوكه بطرق قد تكون غير عقلانية في بعض الحالات (Nair & Antony, 2015). سبب هذا التحيز هو أن الأفراد في الغالب لا يعترفون بأخطائهم. في هذه الحالة يحاولون تجنب اتخاذ القرار بسبب الخوف من أن أي قرار سيتخذه سيكون دون المستوى الأمثل (Anum & Ameer, 2017). بالإضافة إلى آلام الخسارة المالية، فإنه يشمل أيضاً الأسف على القرارات السيئة، والتي تم رفع الخسارة من خلالها. بسبب النفور من الندم يحاول المستثمرون الاحتفاظ بأصول ضعيفة الأداء. النفور من الندم يؤثر أيضاً على القرارات المتعلقة بالاستثمارات الجديدة (Anum & Ameer, 2017). قد يتم تفسير لظاهرة على أنها تعني ضمناً أن المستثمرين يتجنبون بيع الأسهم التي انخفضت حتى لا يتم تأكيد الخطأ الذي يقومون به، وبهذا الشكل يتجنبون الشعور بالندم. إنهم يبيعون الأسهم التي ارتفعت حتى لا يشعروا بالأسف لعدم القيام بذلك قبل أن يسقط السهم في وقت لاحق (Raman & Anu, 2015).

1.2.2.2 الآثار المترتبة عن النفور من الندم:

يتسبب تحيز النفور من الندم في إحجام المستثمرين عن المشاريع الجديدة لأنها تمثل بالنسبة لهم قرارات جريئة وبالتالي مسؤولية ذاتية أكبر.

مثل النفور من الخسارة يؤدي النفور من الندم الى التمسك بالاستثمارات الخاسرة وبيع الرباحة مما يضعف العوائد ويهدد الثروة.

يؤثر النفور من الخسارة في عملية صنع القرار، فهو يجعل المستثمر أكثر تحفظاً ونفوراً من المخاطرة خاصة بعد قرار سيء قام به مؤخراً، مما يؤدي الى ضعف الأداء وتدني العوائد.

3.2.2 المحاسبة العقلية Mental accounting:

المحاسبة العقلية هي وضع مختلف الأصول والمعاملات في حسابات عقلية مختلفة كمصادر الأموال واستثماراتها، على سبيل المثال إذا كان مبلغ معين مقترض فلا بد من تجنب المخاطرة، أما إذا كان هذا المبلغ من الأرباح فيمكن المخاطرة به.

يشار إلى العملية التي يحلل بها الأفراد وقيمون المعاملات المتعلقة بقراراتهم المالية كمحاسبة عقلية (Barberis, 2001). وهي ميل الأفراد لتنظيم عالمهم في حسابات عقلية منفصلة (Waweru, Munyoki, & Uliana, 2008).

تصف المحاسبة العقلية ميل الناس إلى تقسيم وتقييم النتائج الاقتصادية من خلال تجميع أصولهم في عدد من الحسابات العقلية المألوفة (Raman & Anu, 2015).

1.3.2.2 الآثار المترتبة عن المحاسبة العقلية:

يمكن أن تؤدي المحاسبة العقلية إلى تحمل مخاطر كبيرة إذا تعلق الأمر باستثمار أموال مورثة أو أرباح إستثنائية.

تؤدي المحاسبة العقلية إلى فصل المستثمر بين عائدات الدخل أو الأرباح والعائدات المتأتية من رفع رأس المال أو تعظيم الثروة، فيفضل الاستثمار في أصول توفر تدفقات نقدية وأرباح مجزية في حين أنها قد تؤدي إلى تآكل رأس المال.

3.2 عامل القطيع Herd Factor:

سلوك القطيع هو ميل الفرد إلى اتباع إجراءات الآخرين في سوق الأوراق المالية. يعتني المحللون بتأثير القطيع لأن المستثمر يحاول الاعتماد بشكل أكبر على المعلومات الجماعية بدلاً من المعلومات الخاصة، وينتج عن ذلك انحراف في أسعار الأسهم عن قيمتها الأساسية (Anum & Ameer, 2017). سلوك القطيع يشير إلى عقلية "اتباع الزعيم". ومن ميل الفرد إلى اتباع الحشد لأن القرارات التي تتخذها الأغلبية يفترض أنها صحيحة دائماً (Suzaida & Amelia, 2016). ويمكن أن يؤدي عامل القطيع إلى تحيزات مختلفة. يذهب المستثمرون عموماً إلى القطيع لأنهم يعتقدون أنه سيساعدهم في الحصول على معلومات مفيدة (Anum & Ameer, 2017).

يتم تحديد تأثير القطيع في السوق المالية على أنه اتجاه سلوكيات المستثمرين لاتباع إجراءات الآخرين. عادة ما يفكر الممارسون بحذر في وجود عامل القطيع، وذلك بسبب حقيقة أن المستثمرين يعتمدون على المعلومات الجماعية أكثر من المعلومات الخاصة يمكن أن يؤدي إلى انحراف في الأسعار للأوراق المالية من القيمة الأساسية، لذلك، يمكن أن تتأثر العديد من الفرص الجيدة للاستثمار في الوقت الحاضر (Lingesiya & Navaneethakrishnan, 2014).

في منظور المالية السلوكية، يمكن أن يسبب عامل القطيع بعض التحيزات العاطفية، بما في ذلك المطابقة والتوافق والصراع المعرفي والقييل والقال. قد يفضل المستثمرون عامل القطيع إذا كانوا يعتقدون أن القطيع يمكن أن يساعدهم على استخراج المعلومات المفيدة والموثوقة. وحيث إن أداء المهنيين الماليين، على سبيل المثال مديري الصناديق أو المحللين الماليين عادة ما يتم تقييمهم من خلال تقييم دوري ذاتي على أساس نسبي والمقارنة مع أقرانهم (Lingesiya & Navaneethakrishnan, 2014).

يتجاهل المستثمرون المطلعون على المعلومات والعقلانيون عادة تدفق الجماهير، وهذا ما يحدث كفاءة السوق. في المقابل عامل القطيع يتسبب في حالة من عدم كفاءة السوق، والتي عادة ما تعرف بالفقاعات المضاربة (Lingesiya & Navaneethakrishnan, 2014).

4.2 عامل السوق Market Factor:

يعتبر التمويل القياسي أن أخطاء المستثمرين لن تؤثر على أسعار السوق لأنه عندما تنحرف الأسعار عن القيمة الأساسية، فإن التجار العقلانيين سوف يستغلون سوء التسعير لتحقيق أرباحهم الخاصة. ولكن من هم هؤلاء المراجعين الذين يحافظون على كفاءة الأسواق؟ المؤسسات الاستثمارية هم أفضل المرشحين للحفاظ على كفاءة الأسواق لأن لديهم المعرفة والثروة اللازمة. ومع ذلك، غالباً ما يكون لديهم حوافز للتداول مع الاتجاه الذي يؤدي إلى سوء التسعير. وبالتالي غالباً ما تؤدي المؤسسات الاستثمارية إلى تفاقم عدم الكفاءة (Baker & Nofsinger, 2010).

إذا كانت وجهات نظر التمويل السلوكي صحيحة، فيعتقد أن المستثمرين قد يكون لديهم رد فعل مفرط أو أقل لتغير الأسعار أو الأخبار، استقراء الاتجاهات السابقة في المستقبل، عدم الاهتمام بالأساسيات التي تقوم عليها الأسهم، التركيز على الأسهم الشعبية ودورات الأسعار الموسمية. هذه العوامل في السوق، بدورها، تؤثر على صنع القرار للمستثمرين في سوق الأوراق المالية (Lingesiya & Navaneethakrishnan, 2014).

صنع القرار هو عملية اختيار بديل استثماري محدد من سلة البدائل. تتم عملية "المفاضلة" بعد تقييم جميع البدائل. يفترض التمويل السلوكي أن المستثمرين غير عقلانيين في عملية "المفاضلة واختيار" استثماراتهم. سوف يتفاعلون وفقاً للمعلومات الجديدة. في هذه الظروف، قد يخضع قرارهم لسوء التسعير بسبب محدودية المراجعة. سيؤثر هذا على سعر السوق ليحيد عن القيم الأساسية. وقد حدد العديد من الباحثين أن الانحراف عن القيم الأساسية هو الشذوذ التجريبي الرئيسي الذي يؤدي إلى إعادة تقييم فرضية السوق الفعالة (Raman & Anu, 2015).

3. أدلة عن السلوك غير العقلاني:

أظهرت كل الأبحاث والدراسات الاستقصائية التي أجريت في مجال التمويل السلوكي أدلة على تأثير المستثمرين بالعوامل والتحييزات السلوكية، كما أثبتت ووثقت السلوك غير العقلاني عند اتخاذ القرارات المالية. فيما يلي نتطرق على سبيل الذكر لا الحصر الى مجموعة من الدراسات التي أجريت في مجموعة من الأسواق المالية خلال العقد المنصرم.

قامت (Waweru, Munyoki, & Uliana, 2008) ببحث دور التمويل السلوكي وعلم نفس المستثمر في صنع القرار الاستثماري ببورصة نيروبي، أوضحت الدراسة أن التحيزات السلوكية مثل القابلية للتمثيل، الثقة المفرطة، الترسيع ومغالطة المقامر، الإتاحة، النفور من الخسارة والنفور من الندم والمحاسبة العقلية أثرت على قرارات المستثمرين، علاوة على ذلك أظهروا سلوك القطيع في عملية صنع قراراتهم الاستثمارية.

في دراسة أجراها (Maheran & Muhammad, 2009) توصلوا إلى أن العديد من المستثمرين يبالغون في الثقة. يعتقد غالبية المستثمرين أنهم قادرون على التغلب على السوق، على الرغم من أن الأدلة التاريخية تدل على عكس ذلك.

أجرى (Babajide & Adetiloye, 2012) دراسة تجريبية حول التحيزات السلوكية للمستثمرين في سوق الأوراق المالية النيجيري. ووجدت الدراسة أدلة قوية على أن الثقة المفرطة، والنفور من الخسارة، والتأطير، والتحيز القائم على الوضع الراهن موجودة بين المستثمرين النيجيريين. كما يتم تأسيس علاقة سلبية ضعيفة بين التحيز وأداء سوق الأسهم.

قام (Qureshi, Rehman, & Hunjra, 2012) بالتحقيق في تأثيرات العوامل السلوكية مثل (الاستدلال، التمثيلية، مغالطة المقامر، الترسيع، الثقة المفرطة، وتحيز الإتاحة، والنفور من المخاطرة) في عملية اتخاذ القرار لمديري صناديق الأسهم في باكستان. أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية وهامة بين العوامل السلوكية وصنع القرار الاستثماري.

قام (Mbaluka, Muthama, & Kalunda, 2012) بفحص العوامل السلوكية وهي تأثيرات التأطير وتأثير الخسارة على عملية اتخاذ القرار لدى المستثمرين في بورصة نيروبي للأوراق المالية في كينيا. وجدت الدراسة أن المستثمرين يعتمدون على التأطير ويكرهون الخسارة.

أجرى (Qadri, 2014) دراسة تجريبية للتحقيق في تأثير الثقة المفرطة ووهم السيطرة على صناعة القرار لدى المستثمرين في بورصة إسلام آباد. وأظهرت النتائج التي توصلوا إليها أن الإفراط في الثقة ووهم السيطرة لهما تأثير إيجابي كبير على قرارات المستثمرين.

توصلت (Camelia, 2014) في دراسة أجرتها على أسواق المال الناشئة (رومانيا والبرازيل) الى أن الناس يشعرون بالأمان في الحشد (سلوك القطيع)، إذا فعل الآخرون نفس الشيء، فهذا يؤكد حكمة قرارهم.

استكشف (Lingesiya & Navaneethakrishnan, 2014) العوامل السلوكية التي تؤثر على قرارات المستثمرين الأفراد في بورصة كولومبو بسريلانكا وعلاقتها بالأداء الاستثماري. أظهرت النتائج التي تحصل عليها أن هناك عوامل سلوكية تؤثر على قرارات الاستثمار وهي عامل القطيع والاستدلال والتوقع وعامل السوق، كما وجدت أن معظم التحيزات من جميع العوامل لها تأثيرات معتدلة في حين تحيز الترسخ له تأثير كبير.

قام (Luu, 2014) بفحص أنماط سلوك المستثمرين الأفراد في سوق الأسهم في هوشي منه. وقد تبين أن الثقة المفرطة، الترسخ، القطيع، والنفور من الخسارة، والنفور من الندم لهم تأثيرات معتدلة على المستثمرين، في حين أن عوامل السوق لها التأثير الأكبر بين الجميع على اتخاذ قرارات المستثمرين.

خاتمة:

أظهرت النتائج أن التداول يتأثر بسلوك المستثمرين غير العقلاني. وهذا يعني أن فرضية العقلانية يمكن رفضها لكل من أسواق رأس المال، كما أثبتت الدراسات النظرية في التمويل السلوكي أن العاطفة تؤثر على قرارات الاستثمار. وهذا يعني أن التداول يتأثر بسلوك المستثمرين غير العقلاني (Tona Aurora, Lubis, 2017).

على الرغم من أن الباحثين، والمؤسسات الاستثمارية والمستثمرين قد يستمرون في مناقشة فعالية الأسواق وعقلانية المستثمرين، فخلال العقود القليلة الماضية أثبت التمويل السلوكي أهميته في فهم السلوك المرصود. حيث كان التشكيك في كفاءة أسعار السوق شبيها بالهرطقة. اليوم يجب أن يدرك الباحثون أن الانحرافات المستمرة عن التنبؤات النظرية تفيد في شرح العوامل المؤثرة عند اتخاذ الناس للقرارات.

أثبتت الدراسات التي أجراها عدد من الباحثين أن العوامل السلوكية وتحيزاتها مثل نظرية الاستدلال (التمثيل، الثقة المفرطة، الترسخ، مغالطة المقامر، الاتاحة) ونظرية التوقع (النفور من الخسارة، النفور من

الندم، المحاسبة العقلية)، إضافة الى عامل السوق وعامل القطيع لها تأثير كبير على اتخاذ القرارات المالية خاصة عامل القطيع وتحيز الثقة المفرطة، فهما يعتبران من أولى الدلائل على التحيز السلوكي. عملية اتخاذ القرارات في الواقع العملي هي معقدة وتخضع للعديد من العوامل والمؤثرات، إن فهم العوامل والتحيزات النفسية التي تؤثر على صنع القرار من شأنه مساعدة المستثمرين، المستشارين الماليين ومختلف الممارسين من تحسين قراراتهم وتقبل النصائح والنظر في مختلف البدائل بموضوعية وحيادية. يعتبر التمويل السلوكي من المجالات الرائدة اليوم خاصة في البحوث الأكاديمية. إلا أن المراجع في هذا المجال قليلة جدا باللغة العربية، ننصح الباحثين والأكاديميين بالاهتمام بهذا الموضوع ووضع برامج بيذاغوجية في هذا المجال على مستوى الجامعات الجزائرية خاصة والعربية عموما. في الختام، التحيزات السلوكية (الثقة المفرطة، الترسيع، النفور من الخسارة، النفور من الندم، المحاسبة العقلية، سلوك القطيع،الخ) تثبت تأثيرها على عملية صنع القرار وعلى سلوك المستثمر. إن حدوث هذه التحيزات لعدد كبير من المستثمرين يمكن يؤثر على الأسعار وبالتالي نقص كفاءة السوق، بالنسبة للمستثمر العقلاني ماهي إلا فرصة لتحقيق أرباح خاصة والتفوق على السوق.

المراجع:

- Anum, & Ameer, B. (2017). Behavioral Factors and their Impact on Individual Investors' Decision Making and Investment Performance: Empirical Investigation from Pakistani Stock Market. *Global Journals Inc. (USA)*, 61-70.
- Babajide, A. A., & Adetiloye, K. A. (2012). Investors' Behavioral Biases and the Security Market: An Empirical Study of the Nigerian Security Market. *Accounting and Finance Research*, 219-229.
- Baker, H. K., & Nofsinger, J. (2010). *Behavioral Finance Investors Corporations and Markets*. JohnWiley & Sons, Inc.
- BAKER, H., & RICCIARDI, V. (2014). *Investor Behavior*. John Wiley & Sons, Inc.

- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Journal of Economics*, 261-292.
- Barberis, N. &. (2001). Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns. *The Journal of Finance*, 1247–1292.
- Brown, C. K., & Reilly, F. (2004). *Analysis of Investment and Management of Portfolio*. Cengage Learning.
- Camelia, O. (2014). Effects of Behavioural Factors on Human Financial Decisions. *Procedia Economics and Finance*, 458 – 463.
- Daiva, J., & Kristina, J. (2012). The Impact of Individuals' Financial Behaviour on Investment Decisions. (pp. 242-250). Electronic International Interdisciplinary Conference.
- Inga, C., Michael, A., & Barry, T. (2008). Behavioral Bias Within The Decision Making Process. *Journal of Business & Economics Research*, 11-20.
- Jaya M, P., Sujata, K., & Jhumur, S. (2015). Theory of Behavioral Finance. *Handbook of Research on Behavioral Finance and Investment Strategies*, 1-24.
- Lingesiya, K., & Navaneethakrishnan, K. (2014). The Influence of Behavioral Factors in Making Investment Decisions and Performance: Study on Investors of Colombo Stock Exchange Sri Lanka. *Asian Journal of Finance & Accounting*.
- Luu, T. B. (2014). Behavior Pattern of Individual Investors in Stock Market. *International Journal of Business and Management*, 1-16.
- Maheran, N., & Muhammad, N. (2009). BEHAVIORAL FINANCE vs TRADITIONAL FINANCE. *Advance Management Journal*, 1-10.
- Mbaluka, P., Muthama, C., & Kalunda, E. (2012). Prospect Theory: Test on Framing and Loss Aversion Effects on Investors Decision-Making

Process at the Nairobi Securities Exchange, Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 31-41.

- Nair, R., & Antony, A. (2015). Evolutions and Challenges of Behavioral Finance. *International Journal of Science and Research (IJSR)*, 1055-1059.
- Nofsinger, J. R. (2001). *Investment madness: how psychology affects your investing – and what to do about it*. USA: Pearson Education.
- Pimenta, A., & FAMA, R. (2014). BEHAVIORAL FINANCE: A BIBLIOMETRIC MAPPING OF ACADEMIC PUBLICATIONS IN USA SINCE 1993.
- Pompian, M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management*. USA: John Wiley & Sons.
- Pompian, M. (2012). *Behavioral Finance and Investor Types: Managing Behavior to Make Better Investment Decisions*. USA: John Wiley & Sons.
- Pompian, M. M. (2012). *Behavioral Finance and Investor Types: Managing Behavior to Make Better Investment Decisions*. USA: John Wiley & Sons.
- Qadri, S. U. (2014). An Empirical Study of Overconfidence and Illusion of Control Biases, Impact on Investor's Decision Making: An Evidence from ISE. *European Journal of Business and Management*, 38-44.
- Qureshi, S. A., Rehman, K., & Hunjra, A. I. (2012). Factors Affecting Investment Decision Making of Equity Fund Managers. *Wulfenia Journal*, 280-291.
- Raman, N., & Anu, A. (2015). Evolutions and Challenges of Behavioral Finance. *International Journal of Science and Research (IJSR)*, 1055-1059.

- Rasoul, S., Hassan, G. A., Mohammad, R. R., Aryan, G., & Fattaneh, G. (2010). Behavioral Finance: The Explanation of Investors' Personality and Perceptual Biases Effects on Financial Decisions. *International Journal of Economics and Finance*, 234-241.
- Ritter, J. R. (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 429-437.
- Shiller, R. (1998). Human Behaviour and the Efficiency of the Financial System. Washington DC: Working Paper, National Bureau of Economic Research.
- Statman, M. (1999). Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements. *Association for Investment Management and Research, Financial Analyst Journal*, 18-27.
- Suryawanshi, P. B., & Anand, G. (2016). Comparison of Behavioral Finance and Traditional Finance: For Investment Decisions. *International Journal of Commerce, Business and Management (IJCBM)*, 81-85.
- Suzaida, B., & Amelia, N. (2016). The Impact of Psychological Factors on Investors' Decision Making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang. *Procedia Economics and Finance*, 319 – 328.
- Tona Aurora Lubis, B. S. (2017). BEHAVIORAL FINANCE PERSPECTIVES ON INVESTOR FINANCIAL DECISIONS. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 671-680.
- Waweru, N. M., Munyoki, E., & Uliana, E. (2008). The effects of behavioral factors in investment decision-making: a survey of institutional investors operating at the Nairobi Stock Exchange. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 24-41.