

مبادئ المالية السلوكية كحلّ لإنعاش السوق المالي الجزائري

The Principles of Behavioral Finance as a Solution to Reviving the Algerian Financial Market

عفاف تنيو		
المدرسة العليا للمحاسبة والمالية - قسنطينة - الجزائر ateniou@escf-constantine.dz		
تاريخ النشر: 2022/06/02	تاريخ القبول: 2022/05/06	تاريخ الاستلام: 2022/03/22

ملخص

تحلل هذه الورقة البحثية العلاقة بين العوامل السلوكية للمستثمرين الأفراد من جهة، والشركات العائلية من جهة أخرى. حيث نحاول معرفة كيفية تأثير التحيزات المعرفية التي تنص عليها النظرية الاحتمالية على قرارات الاستثمار في السوق المالي الجزائري، وهذا بعد تحديد جملة السلوكيات اللاعقلانية للمستثمرين في هذا السوق. لتحقيق هدفنا، استخدمنا وصفا تحليليا يفصل تصرفات المتعاملين في سوق الأوراق المالية، ثم قاربنا بينها وبين تحيزات معرفية تفسر هاته السلوكيات. وقد أشارت النتائج إلى أن سلوك المستثمرين الجزائريين يخضع لتحيزات تجنب المخاطر، والنفور من الخسارة، وتحيز النقطة المرجعية؛ بينما ترتبط الشركات العائلية وسلوكياتهم ارتباطاً وثيقاً بالتحيز للمألوف وسلوك القطيع. ويمكن من خلال فهم هذه التصرفات أن نوجه السلوك المالي نحو المزيد من القرارات الاستثمارية، وكذا مردودية هذه الاستثمارات. كلمات مفتاحية: مالية سلوكية، تحيزات معرفية، نظرية احتمالية، سوق مالي.

تصنيف JEL: G10, G14, G19

Abstract

This research analyzes the relationship between the behavioral factors of the individual investors on one hand, and of the family businesses on the other. We try to determine how the cognitive biases introduced by the prospect theory affect the investment decisions in the Algerian financial market, after having identified a set of investors irrational behaviors within it. To achieve our purpose, we used a descriptive analysis, which detailed the behavior of the stock-market investors, and compared them to the cognitive biases that might explain these behaviors. The results indicated that the behavior of the Algerian investors was subject to risk aversion bias, loss aversion bias, and reference dependence bias. In addition, Family businesses with their behavior, were closely related to familiarity bias and herding behavior. By understanding these attitudes, we can steer financial behavior towards more investments, as well as improve investments returns.

Keywords: Behavioral Finance, Cognitive Biases, Prospect Theory, Financial Market.**JEL Classification:** G10, G14, G19.

تحظى الملاحظات التجريبية والسلوكية في إطار البحوث والدراسات المالية باهتمام متزايد. فعلى عكس نظرية التمويل القياسية التي تهتم بشكل أساسي بالسلوك الأمثل؛ تأخذ المالية السلوكية بعين الاعتبار الملاحظات التجريبية، وتهدف إلى دمجها في النظرية المالية. وبالتالي، فإن المالية السلوكية تتطور كبديل للنظرية القياسية (Kahneman & Tversky, 1979)، مع التركيز على الأدلة السلوكية والنظر في أن المستثمرين هم ضحايا العديد من التحيزات المعرفية (Biais Cognitifs)، التي تؤثر على تفكيرهم المنطقي. على وجه الخصوص، يعتمد هذا النهج الجديد بشكل كبير على علم النفس والعوامل المعرفية في الأدبيات لفحص سبب انحراف صنع القرار الفردي عن الخيارات العقلانية، وهذا بطرق منهجية.

وقد ركزت الأبحاث السابقة حول قضايا المالية السلوكية على استدلالات (Heuristique) المستثمر، والتحيزات المعرفية، وتأثير التأطير (Effet de Cadrage). على سبيل المثال، تظهر أعمال De Bondt و Thaler (1985)، أن المستثمر غير عقلاني، وهذا السلوك له تأثيرات كبيرة على تكوين الأسعار في السوق المالي. بالإضافة إلى ذلك، فإن العديد من الباحثين الأكاديميين في مجال المالية (Odean, 2002; Odean, 1999; Baily, Kumar, & Ng, 2011) يميلون للتخلي عن فرضية العقلانية الكاملة، وبالتالي، يحاولون التعرف على تأثير بعض التحيزات المعرفية على قرارات المستثمرين وردود أفعالهم.

أما على المستوى المحلي، فرغم غياب الدراسات التي تتناول سلوك الفرد المستثمر كمنطلق لدراسة بورصة الجزائر، إلا أننا نجد جل الأبحاث تشير إلى ضعف أداء السوق المالي الجزائري على جميع الأصعدة، وكذا غياب ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية لدى المستثمرين المحليين (فراحي و سعيدي، 2021). كما أنّ قلة عدد الشركات المدرجة في البورصة أدى إلى انخفاض كفاءة السوق (محي الدين، 2021). وقد أشارت دراسة أخرى إلى ضرورة تنشيط سوق الإصدار وتشجيع المؤسسات على استخدام التمويل باللائحة (بودريوة، 2019).

لإثراء ما سبق، يمكننا صياغة تساؤلنا الرئيسي على النحو التالي: كيف يمكن استغلال التحيزات المعرفية للمستثمرين في السوق المالي الجزائري من أجل التأثير على قراراتهم؟ هذا

السؤال ينقسم إلى سؤالين فرعيين أولهما: هل قرارات المستثمرين في السوق المالي الجزائري هي قرارات عقلانية؟ أما ثاني سؤال فهو: كيف يمكن التأثير على سلوكيات المستثمرين بما يتلاءم وأهداف السوق المالي الجزائري؟ للإجابة على هذه التساؤلات، يمكننا صياغة الفرضيتين التاليتين: 1. يخضع سلوك المستثمرين في السوق المالي الجزائري لتحيزات معرفية تحدُّ من عقلانية قراراتهم. 2. استغلال مبادئ النظرية الاحتمالية يساعد على تغيير سلوك المستثمرين في السوق المالي الجزائري.

إنَّ الهدف من هذه الدراسة هو تقديم تفسير لسلوك المستثمرين غير العقلاني في السوق المالي الجزائري، انطلاقاً من التحيزات النفسية التي تحدد السلوك التجاري للمستثمر، وكذلك العوامل المسببة لتلك التحيزات. كل هذا، انطلاقاً من النظرية الاحتمالية (La Théorie Des Perspectives). لهذا الغرض، قمنا بتضمين مجموعة من التحيزات السلوكية أثبتت الأبحاث الأكاديمية وجودها. ومعظم الدراسات التي سبق ذكرها تعاملت فقط مع تحيز واحد على حدّ، مما يعزز حقيقة أن الكشف عن التحيز اللاعقلاني للمستثمرين هو ممارسة صعبة. لهذا، سنسلط الضوء على تحديد التحيزات التي من شأنها التأثير على ممارسات السوق المالي الجزائري في ظل المشاكل التي يواجهها هذا الأخير.

وتكمن أهمية هذه الدراسة في حتمية اللجوء إلى السوق المالي، الذي يمثل بديلاً فعالاً في ظل تناقص السيولة البنكية المستمر منذ سنوات، مما زاد من تكلفة الانتماء. هذه التغيرات في مؤشرات القروض البنكية تمثل فرصة للسوق المالي اليوم. لذلك، من الضروري تحديد وتبني الممارسات ذات الجدوى في نمو وزيادة وتيرة المعاملات المالية فيه. وعلاوة على مشكلة التمويل، تستطيع المؤسسات التي تفتح رأسمالها بفضل تقييمها الدائم، مقارنة أداءها بمنافسيها بشكل فوري. إضافة إلى هذا، فإنه يفرض على المؤسسات الممولة بهذه الطريقة واجب إعلام الجمهور، وتوفير قدر كبير من الشفافية، مما قد يحفز المدخرين الأفراد على التعامل في هذه الأسواق.

لكن هذا الوضع الذي من المفترض أن يدفع برواد الأعمال إلى سوق الأوراق المالية، لم يؤدي إلى النتائج المرجحة حسب النظريات الكلاسيكية. وقد أعزى مدير البورصة الجزائرية بن موهوب (2017) هذا إلى سببين أساسيين أولهما، الطلب المحدود، والذي يحد بدوره من عدد

المبيعات والعمليات بصفة عامة. وثانياً، كون عدد كبير من الشركات المؤهلة لدخول السوق المالي هي شركات عائلية ترفض فكرة فتح رأسمالها. مما يحد بدوره من العرض المتوفر للأوراق المالية، خاصة وأن بعض المتعاملين يفضلون الاحتفاظ لمدة أطول باستثماراتهم.

أما عن منهجية الدراسة، فقد اتبعنا مقاربة تارة وصفية، وتارة تحليلية. وقد اخترنا المقاربة الأولى كون البحث الوصفي طريقة علمية لمراقبة ووصف سلوك الموضوع دون التأثير عليه. فدراسة حالة الفرد تتطلب تصميم بحث وصفي يسمح بالملاحظة دون التأثير على سلوكه الطبيعي. هذا المنهج مفيدٌ أيضاً كون اختبار وقياس عدد كبير من العينات اللازمة من أجل دراسة كمية غير ممكن في ظل محدودية العمليات التي تتم في بورصة الجزائر، وكذا غياب مؤشرات قياس أسعار الأسهم. أما عن المنهج التحليلي، فاستخدمناه لفعاليته في تحديد العلاقة الخطية بين السبب والنتيجة، حيث حاولنا تحديد العلاقة بين قرار معين للمستثمر والتحيز المعرفي الذي أدى إليه.

تم تنظيم هذه الورقة البحثية بطريقة تسمح لكل قسم بتقديم ملخص للأدبيات التقليدية والحديثة، وشرح التحيزات المعرفية المفترض ارتباطها بالمشكلتين المذكورتين أعلاه، والتي يواجهها السوق المالي، وكذا كيفية استغلالها لمواجهة وحل إشكالية إنعاش السوق المالي الجزائري. لهذا يفصل القسم الأول التحيزات المعرفية التي بإمكانها تفسير تصرفات المستثمرين الأفراد. بينما يتناول القسم الثاني التحيزات المعرفية التي من شأنها تشجيع المؤسسات العائلية على فتح رأسمالها. ويقدم القسم الأخير توضيحاً للاستغلالات الممكنة للنظرية الاحتمالية في مجملها من أجل تحسين الممارسات المالية لمتعاملي بورصة الجزائر. وتنتهي دراستنا بملاحظات ختامية وكذا توجيهات للأبحاث المستقبلية.

1. المستثمرين الأفراد وفخ التحيزات المعرفية

من أجل فهم سلوك المستثمرين الأفراد، لا بد أولاً من التعرف عليهم. إنهم الأفراد المدّخرين، والذين غالباً ما نجدهم في البنوك. ومن أجل إقناعهم بالاستثمار في السوق المالي، يجب فهم أسباب عزوفهم عن هذا الأخير. ويعزي السيد بن موهوب (2022) هذا إلى نقص ثقافة السوق المالي لديهم. لكن ملاحظة بسيطة لتصرفاتهم (إما عدم المغامرة ما يفسر الطلبات المحدودة، أو

شراء الورقة المالية والحفاظ عليها طويلا دون إعادة بيعها) يجعلنا نتساءل عن درجة الخطر التي يكون هذا المدخر مستعدًا لتحملها. ويمكن معالجة هذه المشاكل من خلال التفسيرات التي تقدمها النظرية السلوكية بما في ذلك تجنب المخاطر، النفور من الخسارة، وتحيز النقطة المرجعية.

1.1. تجنب المخاطر (Aversion au Risque)

تشير النظرية الاحتمالية إلى أنه، إذا كانت درجة الخطر محدودة نوعا ما، فإن الأفراد المستثمرين يظهرون نفورا من المخاطرة إذا ما كانت البيئة العامة إيجابية، بينما هم مستعدون لتحمل المخاطر في بيئة سلبية. وبالتالي، فإن المعادلة الرياضية للقيمة يجب أن تكون مقعرة في الظروف الإيجابية، ومحدبة في الظروف السلبية، عكس ما تنص عليه نظرية المنفعة. هذه القراءة الحديثة نوعا ما، تجعلنا نراجع توقعاتنا فيما يخص تصرفات المتعاملين في السوق المالي، وتعطي تفسيراً يتواءم والسلوكيات الملاحظة في السوق المالي الجزائري. ويجدر بنا الإشارة هنا إلى أنه يجب التمييز بين النفور من المخاطرة والنفور من الخسارة، حيث أن النفور من المخاطر يكون أضعف بكثير مما يحدث عندما يتوقع الأفراد الخسارة.

2.1. النفور من الخسارة (Aversion pour la perte)

النفور من الخسارة هو مبدأ من مبادئ علم الاقتصاد السلوكي، مفاده أن ليس حقيقة الخسارة هو المهمة، بل مدى إدراكها. يبدو أن شعور الفرد بخسارة قيمة مالية معينة أكبر من شعوره باكتساب قيمة مطلقة مكافئة. تعتبر فكرة النفور من الخسارة أساسية في النظرية الاحتمالية، وقد تم توضيحها من طرف (Tversky & Kahneman, 1992) من خلال التجربة التالية: ما هي قيمة x التي تجعلك غير مبال بين الاحتمالات التالية: (أ) ربح صفري و (ب) فرصة بنسبة 50٪ لاكتساب x و 50٪ لخسارة 25 وحدة نقدية. يمثل الخيار الأول الوضع الراهن، بينما أوضحت التجربة أن ربحاً قدره 61 وحدة نقدية على الأقل سيجعل الشخص العادي لا يبالي بين قبول أو رفض المجازفة. نستنتج من هذا أن التوجه نحو المخاطرة بخسارة ما يتطلب ربحاً يفوق ضعف القيمة المطلقة لهذه الأخيرة من أجل الوصول إلى لامبالاة بين الخيارات.

إنّ هذا السلوك يفسر عزوف المتعاملين الأفراد عن إعادة بيع الأوراق المالية المشتراة. فرغم إمكانية تحقيق ربح، إلا أن الطلب المحدود على هذه الأوراق يدفع بهؤلاء المستثمرين إلى تصور المردود على أنه خسارة، وعلى أن الخسائر التي تلوح في الأفق أكبر من المكاسب، ما يكبح رغبتهم في زيادة عدد عملياتهم. ويمكن مواجهة هذا التحيز من خلال إعداد إرشادات لهؤلاء المتعاملين الأفراد تتضمن قواعد موضوعية لشراء وبيع الأوراق المالية، وحثهم على وضع أهداف مالية وربحية مسبقة وواقعية، مبنية على أسس علمية. الحلّ الثاني هو اطلاع المستثمرين على اتجاهات السوق على المدى الطويل، مما قد يحدّ من تأثرهم بالأداء على المدى القصير، وتخوفاتهم من التقلبات قصيرة المدى الطبيعية.

3.1. تحيُّز النقطة المرجعية (Bias de la Dépendance de Référence)

تعتمد تقييمات الأفراد لآفاق المكاسب والخسائر على مقارنة مع نقطة مرجعية. قد تكون هذه النقطة المرجعية هي الوضع الراهن أو سعر الشراء الأول. فأمّام اختيار بين جملة من البدائل حيث تكون النتيجة النهائية هي نفسها في جميع الخيارات البديلة، ولكن نقطة البداية تختلف، سيقمّ الأشخاص البدائل بشكل مختلف لأن هذه البدائل لن يُنظر إليها على أنها تحمل مكاسب / خسائر مكافئة. مشكلة القرار التالية هي مثال على التحيز المعرفي، درسه كل من (Tversky & Kahneman, 1986)، حيث تساءل كيف يختار الفرد في المشكلة التالية:

- **القرار 1:** افترض أنك أكثر ثراءً بمقدار 300 وحدة نقدية مما أنت عليه اليوم، ثم

اختر من بين أ) كسب 100 وحدة نقدية بالتأكيد، ب) فرصة بنسبة 50٪ لاكتساب 200 وحدة نقدية؛

- **القرار 2:** افترض أنك أكثر ثراءً بمقدار 500 وحدة نقدية مما أنت عليه اليوم، ثم

اختر من بين أ) خسارة 100 وحدة نقدية بالتأكيد، ب) فرصة بنسبة 50٪ لفقدان 200 وحدة نقدية.

على الرغم من أن الخيارين الأولين متماثلان فعليًا في كلا القرارين من حيث الثروة النهائية، إلا أنّ معظم الأفراد يختارون الخيار الأول في القرار الأول، بينما يرجحون الخيار الثاني في القرار الثاني. توضح هذه المشكلة أن المستثمرين يقيمون النتيجة بناءً على الربح أو الخسارة مقارنة مع

نقطة مرجعية، في هذه الحالة الثروة المبدئية. بنفس الأساس المنطقي، يقارن المستثمرون الأفراد سعر البيع مع سعر شراءهم للورقة المالية، في حين أن هذا الأخير نادرا ما يعتبر مرجعا، خاصة عندما يتم شراءه من السوق الثانوي، ما يدفعهم إلى الاحتفاظ بالأوراق المالية لمدة أطول. كما يمكن أن يكون هذا التمسك مرتبطا بعاملٍ آخر، ستنطرق إليه في القسم التالي.

2. دخول الشركات العائلية إلى السوق المالي

يشير مدير بورصة الجزائر (2022) إلى صعوبة اقناع أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. تتفق كل من الأدبيات التي تبحث في الإدارة، وتلك التي تبحث في المالية على أنه لا يوجد تعريف واحد للشركة العائلية (Harms, 2014). واستنادًا إلى Cowling و Westhead (1998)، و Diéguez-Sot وآخرون (2015)، يمكن تصنيف التعريفات إلى مجموعات متنوعة بالطرق التالية:

- ملكية الأسرة على أساس حصة التصويت و / أو حقوق التدفق النقدي التي يملكها أفراد العائلة. ووفقًا لـ (Pindado & Requejo, 2015)، هذا هو التعريف الأكثر شيوعًا المستخدم في أدبيات الشركات العائلية؛
- مدى مشاركة العائلة في إدارة الشركة: بالنسبة إلى (Fahlenbrach, 2009)، تعتبر الشركة عائلية إذا كان الرئيس التنفيذي هو المؤسس أو المؤسس المشارك؛
- انتقال الملكية بين الأجيال: عرّف (Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez, & Wolfenzon, 2007) الشركة على أنها مملوكة لعائلة عندما يربط الرئيس التنفيذي الجديد والرئيس التنفيذي المنتهية عهده علاقة دم أو نسب؛
- مشاركة أفراد مرتبطين عاطفيا (صداقة مثلا) في عمل يُنظر إليه على أنه شركة عائلية: بالنسبة إلى (Carsrud, 1994)، يعتبر الرئيس التنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة أن شركته عائلية إذا ما كان مديري الشركة مرتبطين ببعضهم البعض -ولكن ليس بالضرورة برابط عائلي- كافٍ لتعريف الشركة على أنها شركة عائلية.

توضح هذه النظرة العامة للتعريفات الرئيسية المستخدمة في الأعمال الأكاديمية أن هناك العديد من الدراسات حول هذا الموضوع. فالشركات العائلية هي بالفعل مجموعة فريدة من نوعها، لكنها أيضًا تختلف كثيرًا داخل تلك المجموعة. ووفقًا لـ (Anderson, Mansi, & Reeb, 2003, p. 267) لديهم (الشركات العائلية): "هياكل تحفيزية فريدة من نوعها، صوت قوي في الشركة، ودوافع قوية لإدارة شركة معينة". إنهم يختلفون عن المساهمين الآخرين في ثلاثة جوانب على الأقل: لديهم محفظة استثمارية غير متنوعة، ويسعون إلى استمرارية الشركة على المدى الطويل، ويواجهون مخاوف أكبر حول سمعهم. هذه الخصائص مرتبطة بشدة بالعائق التي تواجهها بورصة الجزائر خلال محاولاتها لإقناع الشركات العائلية بالانضمام إليها.

لقد أثبتت الدراسات أنه يتم استثمار غالبية ثروة أفراد العائلة في شركاتهم، وتولد هذه المحفظة ضعيفة التنوع حوافز قوية للأسرة لمراقبة الشركة (Anderson, Mansi, & Reeb, 2003)، مما يزيد من قيمة الشركة، ويخلق لدى العائلات آفاق استثمار أطول من المساهمين الآخرين (Cheng, 2014). كما أن العائلات المؤسّسة تنظر إلى شركاتها على أنها أصول يتم نقلها إلى الجيل التالي بدلاً من ثروة للاستهلاك خلال حياتهم، مما يشير إلى أن الشركات العائلية تستثمر بشكل أكثر كفاءة من الشركات غير العائلية (James, 1999). بالإضافة إلى ذلك، تواجه العائلات مخاوف تتعلق بسمعها كونها تساهم في إنشاء هوية الشركة العائلية (Deephhouse & Jaskiewicz, 2013)، وسيعتبر أفراد العائلة الشركة امتدادًا لأنفسهم. جملة هذه العوامل مرتبطة بنوعين من التحيزات المعرفية.

1.2. التحيز للمألوف

التحيز للمألوف (Biais de Familiarité) هو اختصار آخر يستخدمه العقل لتصفية المعلومات واتخاذ القرارات التي تتمثل في الميل إلى الإيمان بالأشياء المألوفة لدينا وتفضيلها. إنه ليس قرارًا واعيًا. يعتقد الناس أن الشركة المألوفة هي في الواقع أفضل وأن الاستثمار في الشركة المألوفة ينطوي على مخاطر أقل و/أو عوائد أعلى. وهذا ما يفسر انحياز البلد الأصلي المدروس على نطاق واسع والذي يؤثر على سلوك معظم المستثمرين (Abreu, Mendes, & Santos, 2011). يفسر التحيز للمألوف أيضًا سبب استثمار الكثير من الأشخاص بكثافة في الشركات التي يعملون بها، على الرغم من أن هذا يمثل عمومًا استراتيجية استثمار محفوفة بالمخاطر. في

الواقع، إذا كانت الوظيفة والأصول المالية مرتبطة بشركة واحدة، فإن هذا يمثل ربط جميع العوائد المستقبلية بنجاح شركة واحدة (Coval & Moskowitz, 1999).

من بين الفرضيات التي تقوم على أساسها المالية السلوكية أنه ليس كل المستثمرين لديهم ردود أفعال عقلانية، حيث تتأثر قراراتهم بمشاعرهم وما يعتقدون أنهم يعرفونه عن السوق، وليس بالعناصر الموضوعية والعقلانية فيما يتعلق بأساسيات الأوراق المالية التي يتكون منها. وتجدر الإشارة إلى أن ثلاث حالات محددة من التحيز المألوف لفتت انتباه الباحثين: التحيز الوطني، أي تفضيل المستثمرين لسوقهم الداخلي وتوقعهم لأداء أحسن فيه؛ التحيز المحلي، أين يتوقع المستثمرون أداء أفضل للشركات القريبة منهم جهويا؛ وأخيرا انحياز صاحب العمل. ويتميز هذا الأخير بتخصيص جزء كبير من محفظة المستثمرين لأسهم الشركة التي توظفهم.

لقد انتبه مسيرو بورصة الجزائر لهذا السلوك، وطوروا عرضا يتلاءم ومخاوف أصحاب الشركات العائلية، حيث وضعوا شروطا تحفيزية تشجع على استثمار العاملين وأفراد الأسرة الآخرين، مع الحد من رأس المال الذي يطرح للبيع في السوق المالي (Benmouhoub, 2022). لكن من الناحية الاقتصادية، تعتبر هذه الممارسة عائقا أمام تحقيق الأرباح الممكنة من الاستثمار في السوق المالي. وقد قدرت Meulbroek (2002) أن نقص التنوع في المنتجات المالية، والناجم عن الاستثمار المفرط في أسهم صاحب العمل يولد ما يعادل خسارة في العائد بنسبة 42٪ من المحافظ الاستثمارية لمدخرات التقاعد.

نستنتج إذن أن المشكلة الرئيسية في التحيز للمألوف، والذي قد يبدو للوهلة الأولى أنه حل مناسب لمواجهة تحفظات أصحاب الشركات العائلية، هي أنه يؤدي إلى الحد من الأرباح والزيادة في المخاطر. الأمر الذي ينافي المبدأ العام للادخار، والذي ينص على زيادة الأرباح المتوقعة كلما زادت درجة الخطر التي يتحملها المستثمر. لكن هذا لا يمنع وجود انحياز معرفي آخر قد يجدي نفعاً في هذا الحالة، ألا وهو سلوك القطيع. ويمكن استغلال هذا الأخير كون الأدبيات التي درست العلاقة بين ملكية الأسرة للشركة والأداء المحقق توصلت إلى عدد من الاستنتاجات المتقاربة فيما يتعلق بالصلة بينهما. نذكر من بينها دراساتي Adams وآخرون (2009)،

و(Fahlenbrach, 2009)، اللتين أثبتتا أنه عندما يكون مؤسس الشركة هو الرئيس التنفيذي أيضًا، تميل الشركات إلى أن يكون لها أداء أفضل من الشركات الأخرى.

2.2. سلوك القطيع

يُعرّف سلوك القطيع، الذي يُطلق عليه أحيانًا "سلوك التقليد"، على أنه "مجموعة من السلوكيات الفردية المترابطة. لكن، قد يشتري العديد من المستثمرين نفس الأوراق المالية لأنهم، ورغم تصرفهم بشكل مستقل عن بعضهم البعض، تلقوا معلومات مترابطة. وبالتالي، فإن فكرة التقليد تفترض اتخاذ مجموعة من الأفراد قرارًا جماعيًا خاطئًا" (Jondeau, 2001, p. 86). ويميز هذا الأخير بين ثلاثة أسباب تدفع المستثمرين إلى تبني هذا النوع من السلوك. أولاً، قد يكون لدى بعض الأفراد معلومات داخلية حول الورقة المالية، أي أن تقليدهم يجعل من الممكن الاستفادة من معلوماتهم مجانًا. ثانيًا، يمكن تحفيز مسيري صناديق الاستثمار (Gestionnaires de Fonds D'investissement) لتقليد الآخرين إذا كان تعويضهم يتم وفقًا لمعيار مشترك لهم. أخيرًا، يميل بعض المتعاملين إلى التوافق مع الرأي العام تلقائيًا.

يجب التمييز بين نوعين من سلوك التقليد: "التقليد الكاذب" و "التقليد المتعمد". الأول يحدث عندما يتخذ المتعاملين قرارات متشابهة ولكن بشكل مستقل، وهذا لأنهم يمتلكون نفس المعلومات التي ستؤثر على قرار جميع المستثمرين بنفس الطريقة. على سبيل المثال، ارتفاع أسعار الفائدة سيؤدي إلى تجدد الاهتمام بالسندات على حساب الأسهم. أمّا التقليد المتعمد، فيحدث عندما يقلد المتعاملين عن قصد سلوك المستثمرين الآخرين. وقد وجد Wermers (2002) دليلًا على هذا التقليد من جانب مسيري الصناديق عندما تكون هناك معلومات محدودة حول الأوراق المالية التي يتم التعامل بها، مما يدفعهم إلى "نسخ" استراتيجيتهم عن الآخرين نظرًا لندرة المعلومات اللازمة من أجل اتخاذ قرار فردي مستقل.

لقد حلّل Kho، Choe، وStulz (1999) تصرفات سوق الكويت للأوراق المالية، حيث أثبتوا أنّ سلوك التقليد يظهر بوضوح في الأسواق الناشئة. يمكن تفسير ذلك من خلال ندرة المعلومات عن هذه الأسواق. لذلك، من الأرجح أن يقوم الآخرون بتقليد المعلومات التي حصل عليها البعض. هذا يبرهن أنه يجب إدارة هذا السلوك بشكل جيد في السوق المالي الجزائري، لا سيما

فيما يخص مسيري الشركات المؤهلة لدخول البورصة، والتي بإمكانها ممارسة تأثيرًا حقيقيًا على وتيرة وحجم العمليات المالية. ومع ذلك، تجدر الإشارة إلى أن اكتشاف سلوك التقليد ليس بالأمر السهل وأن الدراسات المختلفة حول هذا الموضوع لا تجعل من الممكن دائمًا التمييز بين التقليد المضلل والمتعمد.

3. تحييز الثقة المفرطة

بعض التحيزات تظهر نتيجة مجموعة متنوعة من العوامل وليس فقط بسبب حدس واحد. الثقة المفرطة وتأثيرها هو أمر راسخ، وربما أكثر تحيز سلوكي مدروس على نطاق واسع. إنه ميل الناس إلى المبالغة في تقدير معارفهم وقدراتهم ودقة معلوماتهم، فضلاً عن قدرتهم على تقدير الأحداث المستقبلية، وعلى التحكم فيها. تتجلى الثقة المفرطة في أشكال مختلفة، فقد تكون خطأ في التقدير، أو وهم التفوق، أو وهم السيطرة والتفاؤل المفرط.

1.3. خطأ في التقدير

التقدير الخاطئ هو تحيز تكون فيه الثقة الذاتية لشخص ما في أحكامه أكبر بشكل موثوق من دقته الموضوعية، خاصة عندما تكون ثقته عالية نسبيًا. تتجلى الثقة المفرطة من خلال سوء تقدير الاحتمالات الذاتية. بتعبير أدق، إذا طُلب من شخص ما تحديد نسبة $x\%$ لعدد الإجابات الصحيحة على مجموعة من الأسئلة، فإن التقييم الصحيح يعني أن حوالي $x\%$ من المرات تكون فيها الإجابات صحيحة. تظهر الاختبارات التجريبية أن مساحة الثقة التي يقدمها الأفراد عادة ما تكون ضيقة للغاية، مما يؤدي إلى وجود إجابات صحيحة ضمن هذه المساحة أقل مما قد يوحي به الاستنتاج المنطقي لحدود الفرد. في الدراسة التي قام بها Fischhoff وآخرون (1977)، النتائج التي يعتقد الأفراد أنه من المؤكد حدوثها تحدث في الواقع حوالي 80% فقط من الوقت، بينما الأحداث التي يعتبرها الناس مستحيلة الحدوث تحدث حوالي 20% من الوقت.

2.3. وهم التفوق

بالإضافة إلى الدقة الخاطئة، قد تظهر الثقة المفرطة أيضًا من خلال ميل الناس غير الواقعي للاعتقاد بأن إمكاناتهم ومعرفتهم وقدراتهم الإجمالية على تحليل المعلومات المتاحة أفضل من المتوسط. وأول دراسة أشارت إلى هذا التحيز هي اكتشاف Svenson (1981) أن 93% من

السائقين الأمريكيين يصنفون أنفسهم على أنهم أفضل من المتوسط. ومن المرجح أن يكون وهم التفوق مرتبطاً بالآليات التحفيزية والمعرفية. فعلى الصعيد التحفيزي، فإن التفكير في أنفسنا بأننا أفضل من المتوسط يعزز احترام الذات. أما من الجانب المعرفي، فغالباً ما تكون معايير الأداء التي تنبأ به الذهن بسهولة هي تلك التي نكون فيها الأفضل.

3.3. وهم السيطرة

وهو السيطرة هو ميل الناس إلى المبالغة في تقدير قدرتهم على التحكم في الأحداث، للشعور بأنهم يتحكمون في النتائج التي من الواضح أنهم ليس لديهم تأثير عليها. بعبارة أخرى، فإن وهم السيطرة هو المبالغة في تقدير دور المهارة مقارنة بدور الحظ في تحديد النتائج. وفقاً لهذا، يصف تأثير وهم السيطرة ميل الناس إلى التصرف كما لو كان لديهم بعض السيطرة على الأحداث أو النتائج بينما هم في الواقع لا يملكون أيّاً من هذا. إلى جانب انحياز التفاؤل، فإن وهم السيطرة هو أحد الأوهام الإيجابية.

قدّمت Thompson (1999) شرحاً كاملاً لسبب حدوث وهم السيطرة، حيث تعتبر أن الناس يستخدمون استدلال سيطرة (Heuristique de Contrôle) للحكم على درجة تأثيرهم على النتيجة. بتعبير أدق، يستخدم الأشخاص قاعدة بسيطة من عنصرين، للوصول إلى تقدير لسيطرة الفرد على تحقيق نتيجة: نية المرء لتحقيق النتيجة، والعلاقة المتصورة بين عمل الفرد والنتيجة المرجوة. إذا كان الفرد ينوي الوصول إلى نتيجة ما، ويدرك وجود علاقة بين نشاطه والنتيجة المرجوة، فإن درج إدراك هذا الفرد لتحكمه في الموقف يكون مرتفعاً. مثل معظم الاستدلالات، غالباً ما تؤدي هذه القاعدة البسيطة إلى أحكام دقيقة ولكنها قد تؤدي أيضاً إلى المبالغة في تقدير السيطرة لأن النية والعلاقة يمكن أن يحدثا في مواقف لا يتحكم فيها الشخص.

4.3. الثقة المفرطة وعملية اتخاذ القرار المالي

إنّ النتيجة الأكثر شيوعاً للثقة المفرطة هي أنها تؤدي إلى زيادة حجم التداولات في الأسواق المالية. المستثمرون الواثقون بشكل مفرط، إما لأنهم يبالغون في ثقتهم بدقة المعلومات التي لديهم، أو لأنهم يعتقدون أن لديهم مهارات استثمارية تفوق المتوسط، يتداولون أكثر من المستثمرين العقلانيين. Stateman وآخرون (2006) قدموا دراسة حول السوق المالي للولايات

المتحدة الأمريكية، أين أثبتوا أن حجم التداول أعلى بشكل خاص بعد ارتفاع العوائد، حيث يزيد نجاح الاستثمار السابقة من درجة الثقة بنسبة قد تجعلها تصل إلى تحيز سلوكي.

من ناحية أخرى، قد يصبح المستثمرون أكثر ثقة فيما يتعلق بمهاراتهم الاستثمارية، وخاصة المستثمرين ذوي الأداء العالي. يتمثل الحدس الكامن وراء هذه الحجة في أن تراكم استثمارات السوق الناجحة يجعل المستثمرين مفرطين في الثقة بشكل متزايد، وبالتالي يجعلهم يتداولون أكثر. نظرًا لانحياز الإسناد الذاتي، يعتقد المستثمرون أنهم أعلى من المتوسط فيما يتعلق بمهاراتهم الاستثمارية (تحيز وهم التفوق). تتوافق هذه النتيجة مع الفرضية القائلة بأن الدرجة العالية من الثقة المفرطة تؤدي إلى زيادة حجم التداول إذا قبلنا أن العوائد المرتفعة الماضية ترتبط ارتباطًا إيجابيًا بالثقة المفرطة.

تمت دراسة هذا التحيز بشكل تجريبي مما وفر دليلًا على توجه أعلى نحو التداول من قبل المستثمرين الواثقين من أنفسهم لدرجة اعتقادهم أنهم يتفوقون على غيرهم من حيث مهارات الاستثمار أو الأداء السابق. إلى جانب تأثير التداول هذا، ارتبطت الثقة المفرطة أيضًا بالمخاطرة المفرطة. فقد أشارت عدة دراسات (Nosic & Weber, 2010) (Dorn & Huberman, 2005) إلى أن المستثمرين المفرطين في الثقة هم أكثر عرضة لتحمل المخاطر التي لا يوجد لها فائدة واضحة في العائد.

من خلال مجمل هذه الدراسات، نجد أن أسباب وتيرة الاستثمارات في السوق المالي الجزائري تتجلى بوضوح. فعدد الشركات المتواجدة في البورصة محدود جدا، ويعتبر أغلب المتعاملين ذو معارف مالية واستثمارية وخبرة محدودة. إضافة إلى هذا، فرغم توفر المعلومات ومجانيتها ومصادقيتها (جلّ المعلومات اللازمة متواجدة في موقع البورصة الإلكتروني)، إلا أن قنوات إيصال هذه المعلومات تبقى محدودة جدا، خصوصا بالنسبة للمستثمرين الأفراد، ما يجعلهم أقل عرضة لهذا التحيز. وقد أكدت دراسة Kirchler (2010) أن الثقة المفرطة ليست من أسباب ضعف أداء المستثمرين غير المطلعين جيدا على معلومات السوق.

4. نتائج الدراسة

من خلال ملاحظتنا لتصرفات المستثمرين الجزائريين، أو في بعض الأحيان غياب هذه التصرفات، وتحليلها باستخدام التفسيرات التي تقدمها النظرية الاحتمالية في ظلّ التناقض الملحوظ بين ما يحصل في السوق وما تفترضه نظرية كفاءة الأسواق، يمكننا التأكيد بأن قرارات المستثمر الجزائري غير عقلانية، ما يثبت فرضيتنا الأولى. هذا الفرد المستثمر يتصرف بناءً على تحيّزات معرفية تمتد من ردّات فعل متناقضة أمام احتمال الخطر والخسارة، إلى مقارنات مبنية على أساس توقعات غير موضوعية، وممارسات تنم عن غياب المعلومات اللازمة من أجل اتخاذ قرارات مالية ناجعة.

إضافة إلى هذا، فإن أغلب المؤسسات مازالت تقاوم فتح رأسمالها، رغم كون هذا القرار النتيجة البديهية لكل الدراسات القياسية التي أثبتت الآثار المالية الإيجابية لدخول المؤسسات إلى البورصة. ونلاحظ من خلال شروط فتح رأس المال أن مسيري السوق المالي يحاولون جذب المؤسسات من خلال مخاطبة هذه المخاوف والخصائص ذات الطابع غير المالي واستخدامها من أجل تغيير سلوكهم والنظر إلى البورصة بطريقة جديدة، ما يثبت فرضيتنا الثانية. ومن بين القرارات التي تحاول الحدّ من مخاوف المستثمرين نجد:

- فتح 20 بالمائة من رأس المال بالنسبة للسوق الأولي، و 10 بالمائة فقط من رأس المال بالنسبة لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- تشجيع المؤسسات على بيع أسهم الشركة لأفراد الأسرة أو العاملين في المؤسسة؛
- نشر جميع المعلومات التي تخص التداولات والأسعار بصفة يومية ومجانية في موقع بورصة الجزائر؛
- منح امتيازات جبائية؛
- العمل على تنويع المنتجات وطرح منتجات جديدة تتلاءم مع مبادئ المالية الإسلامية.

ورغم محدودية النتائج حتى الآن، إلا أننا نلاحظ تحسنا طفيفا في وتيرة نشاط السوق المالي، الذي وصل إلى 13.000 مستثمر، وبمردودية للأسهم تتراوح بين 6,06 بالمائة و 10,71 بالمائة، مع ارتفاع عدد حصص التداول إلى ثلاث حصص أسبوعيا.

خاتمة

هناك تيارين رئيسيين، وهما نظرية كفاءة الأسواق، التي تفترض وجود مستثمرين عقلانيين، والمالية السلوكية، التي ظهرت لاحقاً، وتتعارض مع هذه النظرية من خلال تسليط الضوء على بعض الحالات الخاصة التي لم تستطع نظرية كفاءة السوق أن تفسرها. لقد استطاع التمويل السلوكي منذ ظهوره التشكيك في المبادئ الرئيسية للسوق المالي. لهذا السبب، حاولنا في مقالنا التطرق للأدبيات الموجودة حول تأثير التحيزات السلوكية على القرارات المالية، مع إبراز المساهمات الرئيسية التي تستطيع المالية السلوكية تقديمها في إطار ممارسات المتعاملين والمستثمرين في السوق المالي الجزائري. وقد توصلنا إلى وجوب تكوين الافراد وتعميم مفاهيم وممارسات الاستثمار ونقاط اختلافها مع الادخار البنكي؛ إضافة إلى ضرورة تحسيس أصحاب الشركات بإيجابيات فتح رأسمالهم. أخيراً، يمكننا في دراسات لاحقة الاستعانة بنماذج رياضية تدرس بيانات المستثمرين بشكل يسمح بتحديد الخصائص الفردية والمالية التي تؤثر على قرارات الاستثمار للأفراد والمؤسسات، ما يساعد على التأثير على وتيرة واتجاه الاستثمارات المستقبلية في بورصة الجزائر.

المراجع

- Amos Tversky و Daniel Kahneman. (1986). Rational Choice and the Framing of Decisions. *The Journal of Business*. 278-251 (4)59 ،
- Anderson, R., Mansi, S., & Reeb, D. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), Pages 263-285. doi:https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00067-9
- Baruch Fischhoff، Paul Slovic و Sarah Lichtenstein. (1977). Knowing With Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance* ، (3)4 ، 564-552doi:https://doi.org/10.1037/0096-1523.3.4.552
- Benmouhoub, Y. (2017, Avril 2). *TSA Algérie*. Récupéré sur <https://www.tsa-algerie.com>: <http://www.tsa-algerie.com/20170402/bourse-dalger-cane-fonctionne/>
- Benmouhoub, Y. (2022, Janvier 17). Rôle de la Bourse d'Alger dans le Nouveau Modèle de l'Economie Algérienne. ESCF Constantine.

- Bennedsen, M., Nielsen, K., Perez-Gonzalez, F., & Wolfenzon, D. (2007). Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance. *The Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 647-691.
- Carsrud, A. (1994). Meanderings of a Resurrected Psychologist or, Lessons Learned in Creating a Family Business Program. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 19(1), 39-48.
doi:https://doi.org/10.1177/104225879401900103
- Cho, H., Kho, B.-C., & Stulz, R. (1999). Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997. *Journal of Financial Economics*, 54(2), ages 227-264. doi:https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00037-9
- Daniel Dorn و Gur Huberman .(2005) .Talk and Action: What Individual Investors Say and What They Do .*Review of Finance*.481-437 ،(4)9 ،
- David Deephouse و Peter Jaskiewicz .(2013) .Do Family Firms Have Better Reputations Than Non-Family Firms? An Integration of Socioemotional Wealth and Social Identity Theories .*Journal of Management Studies* ، 360-337 ،(3)50doi: https://doi.org/10.1111/joms.12015
- Diéguez-Soto, J., Lopez-Delgado, P., & Rojo Ramirez, A. (2015). Identifying and Classifying Family Businesses. *Review of Managerial Science*, 9(3), 603-634. doi:10.1007/s11846-014-0128-6
- Fahlenbrach, R. (2009). Shareholder Rights, Boards, and CEO Compensation. *Review of Finance*, 13(1), 81-113.
- Harms, H. (2014). Review of Family Business Definitions: Cluster Approach and Implications of Heterogeneous Application for Family Business Research. *International Journal of Financial Studies*, 3(2), 280-314. doi:https://doi.org/10.3390/ijfs2030280
- Harvey James .(1999) .Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm .*International Journal of the Economics of Business* .55-41 ،(1)6 ، doi:https://doi.org/10.1080/13571519984304
- Jondeau, E. (2001). *Le Comportement Mimétique sur les Marchés de Capitaux*. Bulletin de la Banque de France. Récupéré sur https://www.banque-france.fr/bdf_bm_95_etu_4

- Joshua Coval و Tobias Moskowitz .(1999) .Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios .*The Journal of Finance* ، (6)54 ، 2073-2045doi:https://doi.org/10.1111/0022-1082.00181
- Julio Pindado و Ignacio Requejo .(2015) .Family Business Performance from a Governance Perspective: A Review of Empirical Research .*International Journal of Management Reviews* .311-279 ، (3)17 ، doi:https://doi.org/10.1111/ijmr.12040
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292. doi:https://doi.org/10.2307/1914185
- Margarida Abreu ،Victor Mendes و Joao Santos .(2011) .Home Country Bias: Does Domestic Experience Help Investors Enter Foreign Markets ? *Journal of Banking & Finance* .2340-2330 ، (9)35 ، doi:https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.01.032
- Meir Statman ،Steven Thorley و Keith Vorkink .(2006) .Investor Overconfidence and Trading Volume .*The Review of Financial Studies* ، 1565-1531 ، (4)19doi:https://doi.org/10.1093/rfs/hhj032
- Meulbroek, L. (2002). The Promise and Challenge of Integrated Risk Management. *Risk Management and Insurranc Review*, 5(1), 55-66. doi:https://doi.org/10.1111/1098-1616.00006
- Michael Kirshler .(2010) .Partial Knowledge Is a Dangerous Thing – On the Value of Asymmetric Fundamental Information in Asset Markets . *Journal of Economic Psychology* .658-643 ، (4)31 ، doi:https://doi.org/10.1016/j.joep.2010.04.005
- Nosic, A., & Weber, M. (2010). How Risky Do I Invest: The Role of Risk Attitudes, Risk Perceptions, and Overconfidence. *Decision Analysis*, 7(3), 282-301. doi:https://doi.org/10.1287/deca.1100.0178
- Odean, T. (2002). Are Investors Reluctant to Realize their Losses? *Journal of Finance*, 53(5), 1775-1798. doi:https://doi.org/10.1111/0022-1082.00072
- Ola Svenson .(1981) .Are We All Less Risky and More Skillful than our Fellow Drivers ?*Acta Psychologica* .148-143 ، (2)4 ، doi:https://doi.org/10.1016/0001-6918(81)90005-6

- Paul Westhead و Marc Cowling .(1998) .Family Firm Research: The need for a Methodological Rethink .*Entrepreneurship Theory and Practice* ،(1)23 ، .56-31doi:https://doi.org/10.1177/104225879802300102
- Qiang Cheng .(2014) .Family Firm Research - A Review .*China Journal of Accounting Research* .163-249 ،(3)7 ، doi:https://doi.org/10.1016/j.cjar.2014.03.002
- Renée Adams ،Heitor Almeida و Daniel Ferreira .(2009) .Understanding the Relationship Between Founder—CEOs and Firm Performance .*Journal of Empirical Finance* .150-136 ،(1)16 ، doi:https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2008.05.002
- Russ Wermers .(2002) .Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices . *The Journal of Finance* .622-581 ،(2)54 ،doi: https://doi.org/10.1111/0022-1082.00118
- Suzanne Thompson .(1999) .Illusions of Control: How We Overestimate Our Personal Influence .*Current Directions in Psychological Science* ،(6)8 ، .190-187doi:https://doi.org/10.1111/1467-8721.00044
- Terrance Odean .(1999) .Do Investors Trade too Much ?*American Economic Review* .1298-1279 ،(5)89 ،doi:10.1257/aer.89.5.1279
- Thaler, R., & De Bondt, W. (1985). Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, 40(3), 793-805. doi:https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1992). Advances in Prospect Theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), 297-323. doi:http://dx.doi.org/10.1007/BF00122574
- Warren Baily ،Alok Kumar و David Ng .(2011) .Behavioral Biases of Mutual Fund Investors .*Journal of Financial Economics* .27-1 ،(1)102 ، doi:10.1016/j.jfineco.2011.05.002
- أمينة بودريوة. (2019). واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري. *المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي*، 7(1)، 191-206.
- بلال فراحي، و فاطمة الزهراء سعدي. (2021). آليات تنشيط وتطوير بورصة الجزائر (الأداء، المعوقات والحلول). *مجلة آفاق علمية*، 13(3)، 659-678.
- سمير محي الدين. (2021). معضلة البورصة في الجزائر بين مظاهر الجمود وآليات التفعيل. *مجلة نماء للاقتصاد والتجارة*، 5(1)، 83-101.