

المنهج السلوكي في القرارات المالية

The Behavioral Approach in Financial Economics

علي بن ساحة

جامعة غرداية

bensahaali@gmail.com

لمين شرع

مخبر التطبيقات الكمية والنوعية ، جامعة غرداية.

Chara.lamine@univ-ghardaia.dz

تاريخ القبول: 2023/06/ 02

تاريخ الاستلام: 2023/05/ 24

ملخص:

هدفت الدراسة إلى إلقاء نظرة مستفيضة على مفهوم المالية التقليدية من خلال استعراض مجموعة متنوعة من افتراضاتها وجوانب قصورها، وتقديم المالية السلوكية كبديل مبتكر يعتمد على الدمج والمزاوجة بين المالية وعلم النفس، تضمنت الدراسة عرض أهم مكونات المالية السلوكية و افتراضاتها وكذا إبراز دور إسهامات الباحثين في تطويرها. توصلت الدراسة إلى أن نظرية المالية السلوكية نجحت إلى حد ما في تفسير وشرح بعض التشوهات والظواهر المالية التي بقيت النظرية التقليدية عاجزة عن تفسيرها.

كلمات مفتاحية: مالية تقليدية، كفاءة الأسواق المالية، تشوهات سعرية، مالية سلوكية، سلوك المستثمر.

Abstract:

The study aimed to provide an in-depth examination of traditional finance by reviewing a diverse range of its assumptions and limitation, and introducing behavioral finance as an innovative alternative that combines and integrates finance with psychology. This was done by presenting the Key components and assumptions of behavioral finance, as well as highlighting the role of researcher's contributions in it's development. The study concluded that the theory of behavioral finance has partially succeeded in explaining and elucidating some of the distortions and financial phenomena that remained beyond the scope of traditional theory.

Keywords: Traditional finance, Efficiency of capital markets, price anomalies, Behavioral Finance, Investor behavior.

1. مقدمة:

بالرغم من كثرة الأدلة التي تؤيد نظرية كفاءة السوق، إلا أنها لم تستطع شرح و تفسير أحداث كثيرة و مختلفة ميزت بيئة الأسواق المالية ، كالارتفاع الكبير في أسعار الأسهم في أواخر التسعينات و ما لحقه من انفجار في فقاعة التكنولوجيا، بالإضافة إلى بعض التشوهات المتكررة و الملاحظة عند تطبيق هذه النظرية على أرض الواقع. وهو ما دفع بالباحثين لمحاولة فهم سلوك المستثمر الذي يتخذ القرار، بدل الاكتفاء بدراسة سلوك وعوائد الورقة المالية.

تم تطوير هذا التوجه النظري الذي يعتبر تكملة للنماذج الاقتصادية التقليدية كفرع من الاقتصاد السلوكي باعتباره نصح يدرس سلوك الأفراد عند اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية، بناء على الاعتبارات النفسية والاجتماعية، بدلا من الافتراض الكلاسيكي الذي يعتبر أن الأفراد المستثمرين يتصرفون بطريقة عقلانية معتمدين في اتخاذ قراراتهم على التوقع و التقويم و تحليل المؤشرات الاقتصادية، مستعملين جميع المعلومات التي تكون متاحة لهم عند اتخاذ أي قرار. و استنادا لما تم تقديمه، نطرح الإشكالية التالية:

ما انعكاس إدماج سلوك المستثمرين الأفراد في تحليل القرارات المالية؟

أهمية الدراسة: تتمثل أهمية الدراسة في:

- تسليط الضوء على موضوع المالية السلوكية كنموذج بديل للمالية التقليدية.
- تمهيد الطريق لإجراء المزيد من الدراسات حول إسهامات المالية السلوكية في تفسير سلوكيات المستثمرين.

أهداف الدراسة: تكمن أهمية الدراسة في النقاط التالية:

- التطرق إلى أهم التحديات التي واجهت المالية التقليدية في تسييرها للأسواق المالية.
- عرض الأسباب التي ساهمت في نشأة وتطور المالية السلوكية.
- عرض مختلف المفاهيم الأكاديمية و الفرضيات التي تقوم عليها المالية السلوكية.
- عرض بعض التفسيرات للتشوهات من منظور المالية السلوكية.

2. الإطار النظري للمالية التقليدية:

ظهر علم التمويل في بدايات خمسينيات القرن الماضي، حيث كان محصور على مستوى تحليل القوائم المالية و الادعاءات المالية، ففي تلك الفترة و تحديدا في سنة 1952 قدم "ماركوفيتز" (Markowitz, 1952) نظرية المحفظة المالية، والتي من خلالها حاز على جائزة نوبل للاقتصاد، حيث ركز فيها عن مخاطر و عائد المحفظة المالية، ثم بعدها ظهرت نظرية المراجعة عن طريق "موديليانى وسكولس" (Modigliani & Scholes, 1959)، ثم جاء نموذج آخر يدعى نموذج تسعير الأصول المالية بواسطة (Sharp, 1964) الذي اعتمد على عامل واحد وهو عامل السوق كمؤشر على عائد الأوراق المالية، ومن أهم الانتقادات التي وجهت لهذا الأخير أن النموذج غير قادر على قياس المخاطر المنتظمة بالشكل الأمثل، ما دفع علماء المالية بالتوجه إلى محاولة إيجاد نماذج أخرى لقياس عوائد الورقة المالية ومحاولة تفسير هذه العوائد، ثم ظهرت نموذج السوق الكفاءة بقيادة (Fama, 1970)، متبوعة بنظرية تسعير الخيارات عن طريق "بلاك و سكولس" (Black & Scholes, 1973).

- تتشترك أغلب النظريات المالية التقليدية المذكورة في مجموعة من الافتراضات، نذكر منها (ميثم ربيع و علي أحمد، لم يذكر تاريخ النشر):
- يقوم المستثمرون في تحليل الأوراق المالية بنفس الطريقة، و يتشاركون في نفس النظرة الاقتصادية، أي أن لهم توقعات متجانسة و تخمينات متطابقة.
- يتسم المستثمرون بالعقلانية في اتخاذ قراراتهم: أي أن المستثمرون و الوكلاء يتخذون قراراتهم وفق المعلومات الواردة إلى السوق، وان المستثمرون يبحثون عن تعظيم أرباحهم وتقليل الخطر الناتج عن عملية البيع و الشراء.
- يسعى المستثمرون دائما إلى تعظيم المنفعة المتوقعة.
- يفضل المستثمرون العائد العالي مقابل مخاطرة منخفضة (أقل).
- بالإضافة إلى افتراضية كفاءة السوق (وهو ما سنركز عليه في ميدان المالية التقليدية).

1.2 مفهوم السوق الكفاء:

هي نظرية اقتصادية تفترض أن الأسواق المالية تكون فعالة وتعكس جميع المعلومات المتاحة في أسعار الأصول المالية، وأن الأسعار تتكيف بسرعة مع أي تغيير في هذه المعلومات، ويعتبر (Fama) أول من عرف كفاءة السوق المالي في سنة 1965 بقوله "يكون السوق المالي كفاء إذا كانت كل المعلومات المتعلقة بأي أصل مالي موجود في هذا السوق متوفرة، وتعكس سعر هذا الأصل وكلما كانت كفاءة السوق عالية كانت الأوراق المالية مسعرة بشكل صحيح (Gillet, 1999)، 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 تؤكدتها وسائل الإعلام، أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات 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 (بن زايد، 2016).

2.2 شروط تحقق كفاءة السوق:

من الناحية النظرية تقوم كفاءة السوق على ثلاث ركائز والمتمثلة في: عقلانية المستثمر، عدم ارتباط أخطاء المستثمرين، و المراجعة غير المحدودة، ولكي يعتبر أن السوق كفاء يكفي تحقق ركيزة واحدة من الركائز الثلاثة، وإذا فشلت جميعها في آن واحد يمكن التشكيك في فرضية كفاءة السوق (Deaves & Ackert, 2014).

✓ **عقلانية المستثمرين:** تقترح هذه النظرية أن الأسعار في الأسواق المالية تعكس بالفعل جميع المعلومات المتاحة وأنه لا يمكن لأحد المستثمرين الأفراد الاستفادة من أية معلومات إضافية لتحقيق عوائد استثمارية أعلى من المتوسط، وينظر النموذج إلى أن المستثمرين الأفراد يتسمون بالعقلانية الرشيدة في اتخاذ قراراتهم و يلتزمون بمبادئ نظرية المنفعة المتوقعة مستندين إلى المعلومات المتاحة والتحليل الصحيح (Raman & Anu, 2015).

✓ **أخطاء المستثمرين غير مترابطة ببعضها البعض.**

✓ **المراجحة غير المحدودة:** يعرف التحكيم على أنه " الشراء ثم البيع الفوري لأصول متماثلة بهدف الاستفادة من فارق السعر بين العمليتين " (Bodie & Merton, 1999) . ويرتكز التحكيم على قانون السعر الوحيد الذي ينص على أنه " في سوق تنافسي يكون لأصلين متماثلين نفس السعر"، كما يعرف على أنه الشراء و البيع المتزامن، لنفس الورقة المالية على مستوى سوقين مختلفين و بأكبر سعر ممكن (Thaler, 2005, p. 55). وعليه فإن وظيفة المحكمين هي العمل على إعادة السعر لمستواه الحقيقي عند انحرافه عن قيمته الحقيقية.

3.2. التشوهات السعرية الملاحظة في أسواق المال في ظل المالية التقليدية:

تعد التشوهات مؤشر للأسواق غير الكفوءة، حيث أنها تظهر أحيانا مرة واحدة وتختفي، وبعضها الآخر يحدث بشكل متكرر ومستمر، حيث عرفها (Tversky & Kahneman, 1960) بأنها الانحراف عن النماذج المقبولة حاليا، والتي لا يمكن التغاضي عنها وتجاهلها، ولا يمكن التعامل معها بأنها أخطاء عشوائية، وتعد جوهرية جدا لأخذها بعين الاعتبار (Madiha, Shanza, Mariam, & Samia, 2011). حيث حاولت العديد من الدراسات تقديم تفسيرات لهذه التشوهات، فمثلا (Fama) أرجعها إلى الصدفة، بينما أشار باحثون آخرون إلى أن التشوهات ظهرت نتيجة التحيز في فحص البيانات و النماذج (بن سانية، نعام، و بن الضب، 2017).

ولأن التفسيرات المقدمة لم تستطع شرح التشوهات الحاصلة في أسواق الأوراق المالية ولم ترقى إلى درجة الإقناع، ما دفع الباحثين الاقتصاديين للبحث عن نماذج بديلة لفرضية كفاءة السوق، يمكنها تقديم تفسيرات أكثر إقناع في شرح هذه التشوهات. وفيما يلي عرض لبعض التشوهات السعرية الملاحظة في أسواق رأس المال (صديقي، 2012) :

✓ **أثر نهاية الأسبوع:** تميل عوائد الأسهم إلى الانخفاض عند بداية الأسبوع (يوم الاثنين) وقد تكون حتى سالبة، وهذا مقارنة مع باقي أيام الأسبوع، في حين تميل إلى الارتفاع عند نهاية الأسبوع (يوم الجمعة).

- ✓ **أثر نهاية السنة (جانفي):** لوحظ ارتفاع العوائد في بداية السنة مقارنة مع عوائد باقي الأيام، حتى أصبح من المربح الشراء في أواخر ديسمبر و إعادة البيع في نهاية شهر جانفي.
 - ✓ **أثر رمضان:** لوحظ أن العوائد تميل إلى الانخفاض في شهر رمضان مقارنة ببقية الأشهر خاصة في الدول الإسلامية.
 - ✓ **آثار الشهور و الأيام:** تميل الأسعار إلى الارتفاع عشية أيام العطل وأيام الأربعاء، والأمر ذاته لوحظ بالنسبة للأشهر، إذ تكون الأسعار مرتفعة خلال النصف الأول من الشهر، وتنخفض في نصفه الثاني، وهو ما يسمى بأثر تغير الشهر.
 - ✓ **أثر القيمة:** لوحظ أن المؤسسات ذات مضاعف الربحية المنخفض (نسبة السعر إلى ربح السهم)، هي الأكثر ارتفاعا في العوائد مقارنة مع المؤسسات ذات مضاعف الربحية المرتفع.
 - ✓ **أثر الحجم:** لوحظ أن عوائد المؤسسات صغيرة الحجم تحقق عوائد يفوق المؤسسات كبيرة الحجم، وهذا ما يتناقض مع نظرية كفاءة السوق.
 - ✓ **أثر الزخم:** لوحظ أن الأسهم التي سجلت أسعارا مرتفعة مسبقا ستستمر في التفوق مستقبلا والأمر كذلك بالنسبة للأسهم ذات السعر المنخفض. و يعتبر هذا خرقا لنظرية كفاءة السوق، لأنه من المستحيل أن تتبع الأسعار نمطا محددًا كونها تسلك سيروية عشوائية.
- 3. نشأة التمويل السلوكي و إسهاماته:**

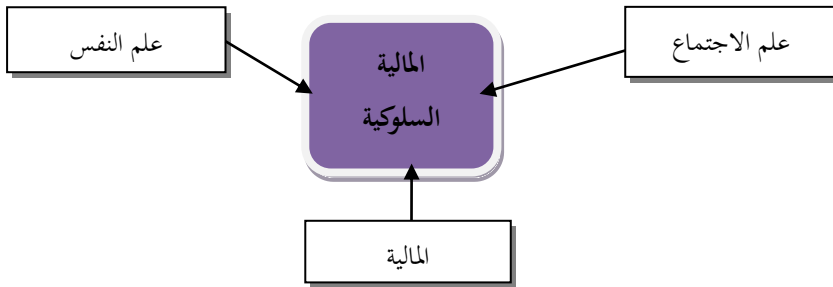
من بين الانتقادات التي وجهت إلى النماذج التقليدية في الاقتصاد و التمويل هو أن أنها تعتمد في صياغتها كما لو أن متخذ القرار النموذجي هو فرد ذو ذاكرة غير محدودة، وانه عند اتخاذه للقرارات، سيأخذ باعتباره كل المعلومات ذات الصلة و يأتي بأفضل خيار تحت الظروف في عملية تعرف باسم التعظيم المقيد الأمثل (Deaves & Ackert, 2014)، بالإضافة إلى اعتقادها أن المستثمرون يتسمون دوما بالعقلانية في اتخاذ قراراتهم. وعلى هذا الأساس يتساءل المختصين في هذا الشأن، هل فعلا المستثمرين الأفراد عقلانيين في اتخاذ قراراتهم؟ فالقرارات المالية يتخذها بشر حتى ولو اعتمدوا على أفضل التقنيات

الفنية والتحليلية في هذا المجال، فهم في النهاية من يتخذون هذه القرارات. وهم يختلفون في قراءات الأحداث لاختلاف القاعدة التي يستمدون من خلالها هذه القراءات، فمن المرجح أن تكون تلك القرارات مدفوعة بنوبات من المشاعر كالطمع في الحصول على أرباح، والخوف من الخسائر والتي يمكن أن تؤدي إلى قرارات سيئة، فسلوك الأفراد يختلف عما ترسمه النظريات المالية الحديثة للسلوكيات البشرية العقلانية.

يأتي التمويل السلوكي، إلى حيز الوجود من خلال التطورات السريعة التي ظهرت في نماذج التمويل ونتيجة التطورات الحاصلة في المجال المالي والسلوك الاقتصادي. ومن بين الأسباب الرئيسية التي ساهمت في ظهورها مايلي:

- الانتقادات الموجهة للنماذج التقليدية.
 - التطور الحاصل في العلوم السلوكية.
 - البحوث الأكاديمية والدراسات العملية
- وتتكون المالية السلوكية من العناصر التالية:

الشكل رقم (01): يوضح مكونات التمويل السلوكي:



المصدر : (Ricciardi & Simon, 2000)

و يمكن شرح مكونات المالية السلوكية حسب (Riccardi & K.Simon, 2000) في ما يلي:

- **علم الاجتماع:** هو الدراسة المنهجية للسلوك الاجتماعي البشري و الجماعات، يركز هذا المجال بشكل أساسي في تأثير العلاقات الاجتماعية على مواقف الناس و سلوكهم.
- **علم النفس:** هو الدراسة العلمية للسلوك و العمليات العقلية، إلى جانب كيفية تأثير هذه العمليات بالحالة الجسدية و العقلية للإنسان.

- **المالية:** هي تخصص معني بتحديد القيمة واتخاذ القرارات المالية، بما في ذلك الاستحواذ والاستثمار وإدارة الموارد.

وتنقسم النظرية المالية السلوكية إلى قسمين رئيسيين هما: علم المالية السلوكية الجزئية، وهو الذي يختص بدراسة مختلف التحيزات و سلوك المستثمرين الأفراد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وعلم المالية السلوكية الكلي، الذي يختص بفهم و تفسير التشوهات في أسواق رأس المال، ويمكنها الإجابة على هل الأسواق كفؤة؟ أم أنها تخضع لتأثيرات سلوكية؟ (بن سانية، نعا، و بن الضب، 2017).

1.3 مفاهيم حول التمويل السلوكي: تعددت المفاهيم التي تناولت المالية السلوكية، ومن خلال هذا نستعرض أهمها:

يعرّف التمويل السلوكي بأنه ذلك التمويل الذي يركز في اتخاذ قراراته على الجوانب العاطفية والسيكولوجية للمستثمرين و كذا أنماط تفكيرهم، كما يحاول الإجابة على أهداف و طرق التمويل من منظور إنساني (Riccardi & K.Simon, 2000).

في حين عرّفه (Thaler) على أنه " الانفتاح الفكري من أجل إيجاد حل لأي مشكلة مالية، فلا بد من التأكد من سلوك الأفراد المتضمن للاقتصاد و تصرفاتهم، فيما إذا كانت عقلانية أو غير عقلانية" (Thaler, 2005).

و تعرّف أيضا على أنها علم يسعى لتقديم تفسير وتحسين الرؤية لعملية اتخاذ القرارات وهذا يشمل التحيزات المعرفية والجوانب العاطفية له (Ricciardi, 2006, p. 7)

فيما ذكر أنها عبارة عن تطبيق علم النفس في التمويل، وما ساهم في مصداقيته هو تمزق فقاعة أسهم التكنولوجيا في مارس 2000 و انهيار الأسواق المالية سنة 2008-2009 (Pompian, 2006)، واعتبرها آخرون على أنها دراسة تأثير علم النفس في تحليل القرارات النفسية للمستثمرين و محاولة شرح الانحرافات الملاحظة أو المكتشفة في السوق مستندا على الحدس أو العاطفة في ذلك (CHAFFAI, 2014).

وببساطة يمكن اعتبار المالية السلوكية على أنها العقل المالي المفتوح ذو النظرة الواسعة، فالمالية السلوكية تقترح العديد من العوامل النفسية المعتمدة على عدد من النظريات، بهدف إيجاد تفسير للظواهر

أو المخالفات الشاذة المختلفة في الأسواق المالية، و مساعدة متخذي القرارات (Ackert, 2014) & Deaves).

وعليه فالمالية السلوكية هي ذلك التيار الجديد الذي اهتم بتفسير التشوهات الملاحظة في السوق المالي إضافة إلى تفسير سلوك المتعاملين، وهذا ما لم تتمكن نظرية الكفاءة من تفسيره، و ذلك من خلال المزاوجة بين علم النفس و المالية، وقد تم الاعتراف به كتيار جديد عندما تم منح جائزة نوبل للاقتصاد سنة 2002 لـ "دانييل كانمان" (Daniel Kahneman)، أحد مؤسسي هذا الاتجاه (برامة، 2019)

ويمكن تلخيص مفهوم المالية السلوكية من خلال الإجابة على التساؤلات التالية (Ricciardi, 2006, p. 09)

✓ **على ماذا تشمل المالية السلوكية؟** : تشمل المالية السلوكية على الجوانب المعرفية و العاطفية المتعلقة بصنع واتخاذ القرار، بحيث يتمتع هذا المجال بأساس متين من مختلف العلوم كالعلوم الاقتصادية والاجتماعية التي تقدم الإضافة في مجال التمويل و الاستثمار.

✓ **لماذا ظهرت المالية السلوكية؟**: ظهرت المالية السلوكية كبديل لتفسير بعض الظواهر التي لم تستطع المالية التقليدية الإجابة عنها و تفسيرها.

✓ **كيف ظهرت المالية السلوكية؟**: ظهرت بفضل العديد من الدراسات الأكاديمية، لمجموعة واسعة من الأبحاث المرتبطة بمجالات علم النفس والمالية التي تخصصت في دراسة سلوك الأفراد والجماعات والمنظمات.

✓ **متى ظهرت المالية السلوكية؟**: ظهرت منذ أربعين سنة تقريبا، بفضل أبحاث الأكاديميين و الباحثين من خلال ربط علم النفس وعلم الاجتماع بالاقتصاد.

✓ **من قام بإبرازها؟**: ظهرت على أيدي الباحثين والأكاديميين المتخصصين في علم الاقتصاد وعلم النفس وعلم الاجتماع في "وول ستريت".

✓ **أين ظهرت المالية السلوكية؟**: ظهرت بفضل الأبحاث و الدراسات على مستوى المجالات والأطروحات وكذلك الكتب والمقالات.

2.3 فرضيات المالية السلوكية:

خلافًا لما تفترضه المالية التقليدية من ناحية وجود فرص للتحكيم و كذا من ناحية عقلانية المستثمرين، فإن المالية السلوكية أعادت النظر في هاتين الفرضيتين (فرضية عقلانية المستثمرين، فرضية التحكيم)، بحيث تفترض أن المستثمرون يخضعون لتحيزات معرفية تغير معتقداتهم و تفضيلاتهم. كما ترى النظرية، انه يوجد العديد من المواقف التي يعجز فيها التحكيم من تصحيح الوضع وليست فقط مجرد حالة عابرة (بن منصور، 2017). كما جاءت النظرية بإضافة مبدأ جديد وهو علم النفس المعرفي الذي يساعد في فهم وتفسير الشذوذ الذي يحدث في الأسواق المالية. وبناءً على ذلك فإن المالية السلوكية تقوم على الافتراضات التالية:

■ عدم رشادة المستثمرين:

تفترض نظرية الكفاءة أن جميع المستثمرين يتمتعون بالعقلانية والرشادة في اتخاذ قراراتهم، في حين تفترض المالية السلوكية بوجود نوع من المستثمرين الجاهلين (Noise Traders) وهم المستثمرون الذين لا يستعملون العقلانية في بناء توقعاتهم سواء باستعمال إشارات ضعيفة أو حتى خاطئة أحياناً للتدخل، أو أولئك الذين يتبعون أسس إستراتيجية غير عقلانية مقارنة باتباع التحليل الفني (Orléan, 2004, p. 248)

■ محدودية التحكيم (المراجعة):

يفترض أنصار الكفاءة بوجود فئة المحكمين التي تلغي أثر المستثمرين غير العقلانيين التي تتسم بالعشوائية، من خلال تصحيح حالات التسعير الخاطئ للأوراق المالية، و بالمقابل، يفترض مضمون المالية السلوكية، أن المستثمرين يواجهون صدمات الطلب اللاعقلانية، الناتجة عن التحيزات السلوكية للمستثمرين غير العقلانيين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، و التي يمكن أن تدفع الأسعار بعيداً عن القيم الحقيقية مع صعوبة ترجيح سعرها، ما يؤدي إلى عجز عملية المراجعة في التسعير العادل للأوراق المالية (Gromb & Vayanos, 2010, p. 04)، إذ عوض أن تلغي أثر بعضها البعض كما كان يعتقد، نجد أنها تتراكم في نفس الاتجاه بفعل تبني سلوك القطيع (التقليد)، مكونة بذلك اتجاهها سريعاً.

كما نشير بأن عملية التحكيم تصاحبها في الواقع عدة أخطار تجعلها محدودة الأثر على غرار خطر السيولة، فقد لا يمتلك المحكمون السيولة اللازمة لشراء الأوراق المالية والعودة بالأسعار إلى مستواها

الحقيقي، بالإضافة إلى الخطر التنافسي الذي قد يرغم المحكم بتحمل عدة خسائر التي تصل لحدود إمكانية مغادرته للسوق، نتيجة معاكسته للاتجاه السعري في حين أن باقي المستثمرين الذين ساروا مع التيار يحققون أرباحاً (برام، 2019).

3.3 مراحل تطور التمويل السلوكي:

على الرغم من سيطرة المالية التقليدية على تحليل الأسواق المالية، إلا أن نظرية التمويل السلوكي عرفت تقدماً واضحاً بداية من دراسات "هيربرت سيمون" في خمسينيات القرن الماضي، والجدول الموالي يوضح أهم التطورات التي عرفها علم التمويل السلوكي.

جدول رقم (01): مراحل تطور التمويل السلوكي

الباحث	الفترة	العمل المقدم (نظرية، مفهوم، نموذج)
Herbert Simon	1955	نماذج العقلانية المحدودة (المقيدة)
Festinger, Riecken and Schachter	1956	نظرية التنافر المعرفي
Tversky and Kahneman	1974 - 1973	تم تقديم التحيزات الاستدلالية (التوافر، التمثيل، التثبيت، التعديل)
Kahneman and Tversky	1979	نظرية الاحتمالات (أدخلت تحيز النفور من الخسارة)
Tversky and Kahneman	1981	تحيز التأطير
Richaed Thaler	1985	تحيز المحاسبة العقلية
De Bondt and Thaler	1985	نظرية المبالغة في رد الفعل في أسواق الأسهم
Barberis, Shleifer and Vishny	1998	نموذج معنويات المستثمرين لرد الفعل المفرط لأسعار الأسهم
Meir Statman	1999	نظرية تسعير الأصول السلوكية و نظرية المحفظة السلوكية
Andrei Shleifer	2000	ربط التمويل السلوكي بفرضية كفاءة السوق
Barberis, Huang and Santos	2001	دمج نظرية الاحتمالات في تسعير الأصول
Grinblatt and Keloharju	2001	دور العوامل السلوكية في تحديد السلوك التجاري
Hubert Fromlet	2001	أهمية التمويل السلوكي في بناء نموذج أكثر واقعية
Barberis and Thaler	2003	دراسة مسحية (شاملة) حول المالية السلوكية
Coval and Shumway	2006	تأثير التحيزات السلوكية في أسعار الأسهم

Source : (Jaya, Sujata, & Jhumur, 2015)

4.3 العوامل والتحيزات السلوكية المؤثرة على اتخاذ القرارات المالية:

تُعرّف العوامل السلوكية في علم المال السلوكي بالتحيزات (أو الانحرافات) السلوكية التي يتركبها الفرد المستثمر بطريقة لا إرادية (غير شعورية) عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، بحيث ترتبط هذه التحيزات بالكثير من العواطف و العوامل النفسية التي تجعل منها قرارات غير عقلانية.

يشير مصطلح الانحراف (Bias) في علم النفس إلى الاختلاف بين طريقة التفكير التي من المفترض إتباعها كأفراد للوصول إلى أفضل نتيجة وبين الطريقة التي نفكر بها في الواقع. هذا الانحراف قد يكون بسبب وجود خطأ في طريقة تعامل الفرد مع المعلومات، و هو ما يعرف بالخطأ الإدراكي، وقد يكون الانحراف بسبب التقييم الخاطئ للمهارات و القدرات و المهارات الذاتية للأفراد، ما يجعل الفرد يظن أنه أفضل مما هو عليه بالفعل، وهو ما يسمى بالانحراف أو التحيز السلوكي (الزهراني و حمدي، 2017).

فمهما حاول رجل الاقتصاد أن يتجاهل علم النفس، فمن المستحيل أن يتجاهل الطبيعة البشرية، فالاقتصادي من الواجب أن يبني تصوره نحو المستثمر من خلال علم النفس ليحافظ على البقاء الاقتصادي، وأنه في حالة ما حاول تجاهل علم النفس، سيبنى الاقتصاد على أساس مثالي بعيدا عن الواقع (الحموي، 2016).

أما عن أصناف هذه التحيزات، فهناك من قسمها إلى تحيزات إدراكية وتحيزات انفعالية أو عاطفية، وهناك من يصنفها حسب موضوعها (الفرد أو الجماعة)، أما (Barbies & Thaler 2003) قاما بتقسيمها حسب نطاق تأثيرها (تأثيرات على توقعات المستثمرين و تأثيرات على تفضيلات المستثمرين). بينما هناك من قسمها إلى أربعة عوامل، وتشمل هذه العوامل نظرية الاستدلال، و نظرية التوقع إضافة إلى عاملي القطيع و السوق.

الجدول(02): العوامل و التحيزات السلوكية المؤثرة على اتخاذ القرارات المالية

نوع التحيز	العوامل
الثقة المفرطة، القابلية للتمثيل، الترسخ أو التثبيت، المغالطة في المقامرة، تحيز الإتاحة.	نظرية الاستدلال
النفور من الندم، النفور من الخسارة، المحاسبة العقلية.	نظرية التوقع
معلومات السوق، توجهات أسعار الأسهم في الفترات السابقة، تقلبات الأسعار،	عامل السوق

المغالاة في رد الفعل تجاه الأسعار، طبيعة الأسهم و نوعيتها، تفضيلات العملاء.	
عامل القطيع	قرارات البيع، قرارات الشراء، اختيار الأسهم للتداول، مدة الاحتفاظ بالأسهم، حجم الأسهم المتداولة.

Source : (Waweru, Munyoki, & Uliana, 2008)

● نظرية الاستدلال:

يشير الاستدلال في عملية اتخاذ القرار إلى الطريقة التي تسهل اتخاذ القرارات و خاصة في ضل بيئة العمل التي تتصف بالتعقيد وعدم اليقين، وذلك من خلال تخفيض درجة تعقيد تقييم احتمالات العوائد والتدفقات النقدية، ومن ثم تسهيل عملية اتخاذ القرار الاستثماري (النجار، 2017).

و يعرف الاستدلال بأنه استخدام الخبرة و الجهود العملية للإجابة عن التساؤلات أو تحسين الأداء، و يرجع ذلك إلى حقيقة إن المزيد و المزيد من المعلومات تنتشر بشكل أسرع لصناع القرار و بالتالي أصبحت الأمور أكثر تعقيدا في الأسواق المالية، هذا يعني زيادة استخدام الاستدلال يكون في الغالب نحجا لا مفر منه، وهناك عدة عناصر للاستدلال عند اتخاذ القرار الاستثماري وهي: التمثيل و الاعتبار، التكلفة التاريخية و المغامرة و التحيز العاطفي (Kahneman & Tversky, 1974). و يعرف كذلك على أنه عبارة عن اختصارات عقلية تعمل على تبسيط الطرق المعقدة المطلوبة عادة لإصدار الأحكام. وغالبا ما يواجه صانعو القرار مجموعة من الخيارات مع عدم اليقين والقدرة المحدودة أيضا في تحديد احتمالية النتائج (Baker & Nofsinger, 2010).

● نظرية التوقع:

يمكن اعتبار نظرية التوقع كأفضل بديل لنظرية المنافع المتوقعة (Baker & Ricciardi, 2014)، حيث تعد نظرية المنافع المتوقعة الأساس المعياري لأي عملية اختيار عقلائي، ويتم اللجوء لهذه النظرية عند تحليل العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار في ضل المخاطرة، إلا أنها لم تستطع تقديم تفسيرات حول انجذاب الأفراد إلى المقامرة عند اتخاذ القرار الاستثماري، في حين أن نظرية التوقع تقوم بتحديد العوامل المؤثرة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري (Waweru, Munyoki, & Uliana, 2008).

بحيث تقترح هذه النظرية التي قدمها (Kahneman & Tversky, 1979) أن الأفراد يستجيبون بشكل مختلف للحالات المكافئة اعتمادا على ما إذا كان يتم تقديمه في سياق الخسارة، وعادة ما يتضرر المستثمرون من احتمال الخسارة ويسعددهم بالمقابل تحقيق مكاسب محتملة حتى لو واجهت مكاسب

مؤكدة، لذا فإن معظم الأفراد المستثمرين يكرهون المجازفة لكنهم عندما يواجهون خسائر مؤكدة فهم يتحملون المخاطرة (بوعجمي، بوجرفة، و غالمي، 2019).

● عامل السوق:

إن التباين في معلومات السوق وطبيعة الأسهم و نوعيتها، وكذا أسعار الأسهم يمكن أن تسبب نوع من ردود أفعال للمستثمرين، حيث أثبتت التجارب أن تلك التغيرات تؤثر و بشكل كبير في اتخاذ المستثمرين لقراراتهم، وقد خلص (Waweru et al, 2008) إلى أن معلومات السوق تؤثر و بشكل كبير في قرارات المستثمرين، وقد تجعل توجهاتهم نحو الأسهم نحو الإقبال العام، وقد كشف (Odean, 1998) أن كثيرا من المستثمرين يوجهون الجزء الأكبر من استثماراتهم إلى الأسهم التي يثقون بها بشكل كبير، بالتالي فهم يعتمدون على نوعية المعلومات المتعلقة بالسوق أو الأسهم التي يحصلون عليها عند اتخاذ القرار الاستثماري (النجار، 2017). كما نشير إلى أن عملية اتخاذ القرار هو اختيار بديل أو خيار محدد من مجموع البدائل المتاحة، حيث تتم المفاضلة بعد عملية تقييم جميع البدائل، حيث يفترض التمويل السلوكي أن المستثمرين غير عقلانيين في عملية المفاضلة لاختيار القرار المناسب لاستثماراتهم، في هذه الظروف قد تخضع قراراتهم لسوء التسعير بسبب محدودية المراجعة، مما يؤثر هذا على سعر السوق ليحدد عن القيم الأساسية.

وفي هذا الإطار تحديدا، يرى العديد من الباحثين أن الانحراف عن القيم الأساسية هو بمثابة الشذوذ التجريبي الرئيسي ما يستدعي إعادة تقييم فرضية السوق الفعالة (Raman & Anu, 2015).

● عامل القطيع: ظهر مفهوم القطيع نتيجة أن معظم المستثمرين و المتعاملين في الأسواق المالية يفتقدون للمعايير والأسس السليمة لاتخاذ قرارات الاستثمار أو المتاجرة، وجراء هذا تكون قراراتهم معتمدة على الخبرات الشخصية والمتأثرة أساسا بقرارات المحيطين من المستثمرين والناشرين للشائعات والمعلومات والأخبار التي لا يمكن الوثوق فيها بصفة دائمة، وتعتمد أحيانا على توقعات المستثمر وحالته النفسية وهذا ما يعطي مدلولاً مهما يميز السوق المالية بما يعرف بظاهرة القطيع (Hirshleifer & Teoh, 2003).

ووفق هذه النظرية فإن المستثمرون الأفراد يتخذون قرارات استثمارية من دون القيام بالتحقق من الأمر فيندفع المستثمر للشراء أو للبيع في شكل قطيع ينتهج نفس السلوك و القرارات.

يظهر سلوك القطيع بشكل جلي في حالات زيادة الطلب على الأسهم كون جميع المستثمرين يتجهون إليه، مما يؤدي إلى رفع الأسعار نتيجة المزايدة، في المقابل قطيع المشتري يندفع في سباق للفوز بالأسهم المعروضة للبيع. إلى أن يصل السوق لمرحلة التشبع وبعدها يفكر المشترون الأوائل ببيع أسهمهم لتحقيق وجني أرباح نتيجة الأسعار المرتفعة، فيظهر قطيع البائعين مرة أخرى مندفعاً بعرض أسهمهم للبيع، وهنا ينقلب الحال و يكثر العرض على الطلب و يبدأ العارضون في المزايدة على أسعارهم بخفضها ليضمنوا بيعها قبل الآخرين، و يبدأ قطيع البائعين في التحرك و السباق لبيع ما معهم من أسهم، و يبدأ السعر بالانخفاض إلى أن يصل إلى أدنى مستوياته فيظهر قطيع المشتري و يتولى زمام القيادة، وهكذا تتواصل الحال بين قطعان المشتري و البائعين كل يتناوب في دوره (المعاضدي و العباس، 2009).

5.3 تفسير بعض التشوهات السعرية وفق منظور المالية السلوكية:

حاولت المالية السلوكية تفسير التشوهات السعرية التي لم تستطع المالية التقليدية شرحها، كما أوضحت بعض الدراسات أن هذه التفسيرات غالباً ما تكون مرتبطة بتوجه سلوك وعاطفة المستثمرين، وجاءت تفسير بعض التشوهات السعرية كالآتي (بن سانية، نعام، و بن الضب، 2017، صفحة 15):

✓ **تفسير ظاهرة اثر جانفي:** تم تفسير هذا التشوه من خلال مفهومي المحاسبة العقلية ومفهوم إسكان أو تراكم المال، حيث غالباً ما تصرف المكافآت و التعويضات للعاملين في مختلف الدول في نهاية شهر ديسمبر أو نهاية شهر جانفي، حيث أن هذه المكافآت والتعويضات تعامل معاملة مختلفة عن الراتب الاعتيادي، ما يشجع المستثمر على توسيع المحفظة المالية ويقبل المزيد من المخاطرة.

كذلك تم تفسير هذه الظاهرة بالتفاؤل المبالغ فيه، حيث أن تفاؤل المستثمرين يكون أعلى في بداية سنة جديدة (محلول شهر جانفي)-وقد تم ذلك من خلال قياسه بمؤشر ثقة المستثمر-، حيث يدفع هذا التفاؤل المبالغ فيه المستثمرين بقبول تحمل المخاطر ولكن يصطدمون في بقاء أيام السنة و يصابون بخيبة أمل.

● **تفسير ظاهرة أثر رمضان:** يؤثر شهر رمضان على الحالة النفسية والمزاجية للمستثمرين الصائمين، حيث يكونون أكثر ارتياحاً، ما يؤدي بهم لاتخاذ قرارات أكثر تفاؤلاً تمتد إلى الاستثمار، وذلك من خلال تأثير مزاجهم على طبيعة سلوكهم وعلى القرارات المتخذة فيصبحون أكثر ميلاً لاتخاذ قرارات تحمل مخاطر أكبر.

● **تفسير ظاهرة تباين الربح/ الخاسر:** يعتبر تحيز تجنب الخسارة أكثر تفسيراً لهذا اللغز، حيث أن تجنب الخسارة يدفع المستثمرين للاحتفاظ أكثر بالاستثمارات الخاسرة على أمل استعادة قيمتها مستقبلاً، وهذا السلوك يسبب مخاطرة كبيرة على المحفظة الاستثمارية لأنه يقلل من عائداتها. بالمقابل، يلجأ المستثمرون لبيع الأوراق المالية الراجحة مبكراً خوفاً من ضياع الأرباح في حالة عدم البيع. ويعتبر هذا وضع نادر وشاذ خاصة عندما يحدث في الدول التي يستفيد مستثمروها من ميزة ضريبية عند قيامهم ببيع الأسهم الخاسرة (SHEFRIN & STATMAN, 1985).

● **تفسير أثر الطقس:** تم تفسيره على أن عامل الطقس يؤثر على نفسية المستثمر ومزاجه وبالتالي يؤثر على أسعار الأسهم من خلال جعل المستثمرين أكثر تفاؤلاً أو تشاؤماً عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وتشير الدراسات أن لمتغير الطقس تأثير معنوي في عوائد الاستثمار بالأسهم، ذلك أن اختلاف الطقس بين الحار أو البارد المغميم له تأثير في مزاج المستثمرين وهو ما ينعكس على تصرفاتهم وقراراتهم، الشيء الذي يجعلهم يقبلون على المخاطرة في حال الطقس الملائم (الحسناوي و المنصور، 2014).

● **أثر الزخم:** تم تفسير هذه الظاهرة بالتجنب أو النفور من الخسارة، حيث تستمر الأسهم الراجحة في الماضي بمواجهة ضغط شراء مرتفع على عكس ما تواجهه الأسهم الخاسرة سابقاً، وهذا يسبب تفاعل غير كافٍ مع المعلومات الجديدة المتوفرة و يخلق حالة من الزخم تعكس حالة من سوء التقدير من قبل المستثمرين.

● **لغز علاوة الأسهم:** يميل المستثمرون بتجنب الخسارة على الأقل القريبة المدى، أي أنهم ينشغلون كثيراً بالتأثيرات السلبية بالمقارنة مع كمية مكافئة من الربح قريب المدى. كما يعد تحيز تجنب الغموض

مفسرا لهذا اللغز، حيث يطلب المستثمرون غير المتأكدين علاوة مخاطرة أعلى كتعويض للغموض في التوزيع الاحتمالي.

6.3 جوانب قصور علم المال السلوكي:

على الرغم من أن علم التمويل السلوكي حظي ببعض التأييد والدعم من قبل الباحثين الاقتصاديين، إلا أن أنصار نظرية كفاءة السوق يعتبرون من أهم و أشد المنتقدين له، خاصة فيما تعلق بفرضية عدم رشادة المستثمرين، ونخص بالذكر (Fama)، الذي يعتبر مؤسس نظرية كفاءة السوق، حيث يرى أن الحالات الشاذة التي تم تفسيرها من قبل نظرية المالية السلوكية، ما هي إلا حالات شاذة يمكن تصحيحها وتفسيرها بمرور الوقت، ومن بين العامل التي تدل على قصور نظرية التمويل السلوكي نذكر ما يلي (الحموي، 2016):

- علم المال السلوكي مثل العلوم النفسية الأخرى، تواجه صعوبة بأنها تتعامل مع كائنات حساسة. فعند دراسة الطقس مثلاً، الطقس لن يدرك بأنه موضوع دراسة وبالتالي لن يلجأ إلى تغيير تصرفاته بسبب جعله موضع اختبار، ولكن عند دراسة شيء يتعلق بالإنسان فإن تصرفاته ستجعل الدراسة معقدة بشكل أكبر، ذلك أن إدراك الإنسان بأنه موضع اختبار تجعله يتصرف بطريقة مختلفة كلياً مقارنة بتصرفاته خارج هذه التجربة.

- الجميع يخطئ بقراراته أحيانا خاصة لما يتعلق الأمر بالمواضيع التي يجهلها، ولكن هذا لا يعني أنه سيمتد باتخاذ قرارات خاطئة أخرى عندما يحيط أكثر بالموضوع. وهذا نفسه ينطبق على العديد من نتائج نظريات علم التمويل السلوكي، ففي الوقت الذي يدرك فيه المستثمر بأنه يتخذ قرارات خاطئة ثم يدرك فيما بعد لماذا هي خاطئة، حينها يكون قادر على اتخاذ قرارات أكثر صحة في المستقبل.

- عند إجراء دراسة ما وبشكل غير مقصود يميل الباحث إلى إثبات توقعاته حول الدراسة، أي أن توقعات الباحث حول دراسته تؤثر بشكل كبير على نتائج البحث.

- استنادا للبحث الذي قدمه (Fama) سنة 1998 بحث عنوان "الأسواق الفعالة، عوائد طويلة الأجل

والمالية السلوكية"، توصل إلى أن العديد من النتائج التي قدمتها المالية السلوكية، متعارضة مع بعضها

البعض، ويمكن تفسيرها وفق نظرية كفاءة السوق، وأن العديد من الحالات الشاذة في النظريات التقليدية

يمكن اعتبارها أحداثاً لفرص قصيرة الأجل والتي ستصحح مع مرور الوقت.

4. خاتمة:

إن التساؤل عن الكفاءة والتخلي عن نموذج العقلانية الجوهريّة، يشكّلان ثورة حقيقية تسمح للتمويل أن يكون أحد أكثر المجالات عطاء في العلوم الاقتصادية، حيث أنه في الواقع كان البحث عن تفسيرات للمخالفات التي لوحظت في أسواق المال فرصة للباحثين للاهتمام بالعلوم المعرفية والاجتماعية من أجل البحث أكثر في معرفة العوامل التي تؤثر على صنع القرار البشري، بينما فضل التمويل السلوكي دمج العوامل المعرفية و النفسية بعلم الاقتصاد، الشيء الذي مكن التمويل السلوكي من صياغة فرضيات أكثر واقعية لفهم السلوكيات المالية، بحيث تتيح كل سمة سلوكية تفسيراً لظاهرة لوحظت في الأسواق أو المختبر، والتي كانت سابقاً في تناقض مع نتائج النموذج التقليدي.

لذا فالتمويل السلوكي من خلال فرضياته لا يسعى لإلغاء النظريات المالية التقليدية، وإنما يسعى لتحقيق المزيد من التكامل معها من خلال دمجها مع علم النفس المعرفي بهدف خلق نموذج أكثر واقعية وشمولاً للسلوك البشري في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية.

6. قائمة المراجع:

1. أحمد بن عبد الله الزهراني، و أحمد محمد حمدي. (2017). التحيزات السلوكية لدى المستثمرين - دراسة تحليلية-. *المجلة العربية للإدارة*، مجلد 37 (العدد 03)، الصفحات 133-158.
2. جميل النجار. (2017). العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الافراد و أثرها في أداء المحفظة الاستثمارية-دراسة تحليلية من سوق فلسطين للاوراق المالية. *مجلة الجامعة العربية الامريكية للبحوث*. المجلد 03 (العدد 02). 109-153.
3. ريمه برامة. (2019). أثر المالية السلوكية على تقبلات عوائد المحافظ الاستثمارية- دراسة حالة باريس و لندن. *اطروحة دكتوراه*. كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.

4. سيزين خالد الحموي. (2016). تأثير العوامل السلوكية في عوائد الاسهم-دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية. رسالة ماجستير في العلوم المالية و المصرفية . كلية الاقتصاد، جامعة دمشق. سوريا
5. صفية صديقي. (2012). طرق تقييم وتحليل الاوراق المالية في ضل النظرية المالية السلوكية. مأكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الاسواق . كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير. جامعة قاصدي مرباح ورقلة. الجزائر.
6. عبد الرحمان بن سانية، صلاح الدين نعاس، و علي بن الضب. (جوان، 2017). الخلفية النظرية للمالية السلوكية و تحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال. مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد و الادارة ، المجلد 01 (العدد 02)، الصفحات 12-31.
7. عبد القادر بوعجمي، بناصر بوجرفة، و الطيب غالمي. (2019). العوامل و التحيزات السلوكية المؤثرة على القرارات المالية للمستثمرين. مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية و التنمية المستدامة (العدد 02)، الصفحات 164-188.
8. مبارك بن زاير. (2016). تأثير المالية السلوكية على كفاءة الاسواق المالية. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية . كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة ابي بكر بلقايد تلمسان. الجزائر
9. مبارك بن زاير، و عبد الوهاب بن زاير. (مارس، 2017). نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الاسواق المالية. مجلة البشائر الاقتصادية ، المجلد 03 (العدد 01)، الصفحات 86-97.
10. معن وعد الله المعاضيدي، و حسن صبحي حسن العباس. (2009). تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركية الاستثمار في أسواق الاوراق المالية. مجلة تنمية الرافدين ، مجلد 31 (العدد 94)، 105-130.
11. مهدي عطية موحى الجبوري. (2014). التمويل السلوكي و دوره في القرارات المالية. مجلة جامعة بابل ، المجلد 66 (العدد 04)، الصفحات 784-812.
12. موسى بن منصور. (ديسمبر، 2017). مدخل المالية السلوكية في ادارة المحفظة المالية. دفاتر المحفظة العلمية (11).

13. ميثم ربيع هادي الحسنوي، و السيد علي هبة الله المنصور. (2014). تأثير الطقس على عوائد الاستثمار بالاسهم العادية دراسة تطبيقية مقارنة للبورصتين العراقية و الاردنية. كربلاء، كلية الادارة و الاقتصاد، جامعة كربلاء العراق.

14. هادي ميثم ربيع، و فارس علي أحمد. (بلا تاريخ). من المالية التقليدية الى المالية السلوكية. *المجلة العراقية للعلوم الادارية*، المجلد 10 (العدد 40)، الصفحات 79-109.

15. Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (2010). *Behavioral Finance Investors Corporations and markets*. John Wiley & Sons, Inc.
16. Baker, H. K., & Ricciardi, V. (2014). *Investor: The psychology of financial planning and investing*. john wiley & Sons.
17. Black, F., & Scholes, M. (1973, May-June). The Pricing of Option and Corporate Liabilities. *Journal Of Political Economy* , 81 (03).
18. Bodie, Z., & Merton, R. (1999). *Finance*. USA: Prentice Hall Inc.
19. CHAFFAI, M. (2014). Behavioral Finance: An Empirical Study of Tunisian Stock Market. *International Journal of Economics and Financial Issues* , 04 (03), pp. 527-538.
20. Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance* , 25 (02).
21. Gillet, P. (1999). *L'efficience des marches financières*. paris: Edition economica.
22. Gromb, D., & Vayanos, D. (2010, mars). LIMITS OF ARBITRAGE: THE STATE OF THE THEORY. *National Bureau Of Economic Research* .
23. Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2003). Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis. *EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT* , 25-66.

24. Jaya, M. P., Sujata, K., & Jhumur, S. (2015). Teory of Behavioral Finance. *Hndbook of Research on Behavioral Finance and investment Strategies* .
25. Kahneman, D., & Tversky, A. (1974). Prospect Theory: An Analysis of Decision-Making Under Risk. *Econometrica* , pp. 263-291.
26. Madiha, L., Shanza, A., Mariam, F., & Samia, F. (2011). Market Efficiency, Market Anomalies, Causes, Evidences and Some Behavioral Aspect of Market Anomalies. *Research Journal Of Finance and Accounting* , 02 (09).
27. Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance* .
28. Modigliani, F., & Scholes, M. (1959). The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment. *American Economic Review* , 48.
29. Orléan, A. (2004, 01). Efficiencie, financecomportementale et convention: une synthèse théorique. *conseil d'analyse économique* .
30. Pompian, M. (2006). *Behavioral finance and Wealth management*. USA: John wiley& sons.
31. Raman, V. N., & Anu, A. (2015). Evolution and Cahllenges of Behavioral Finance. *International journal of science and Research (IJSR)* , 04 (03), pp. 1055-1059.
32. Riccardi, V., & K.Simon, H. (2000). What is Behavioral Finance? *Businness, Education and Technology journal* .
33. Riccardi, V., & K.Simon, H. (2000). What is Behavioral Finance? *Businness, Education and Technology journal* .
34. Ricciardi, V. (2006, 09). A Research Starting Point for the New Scholar: A unique Perspective of Behavioral Finance. *The ICFAI Journal of Behavioral Finance* .
35. Sharp, W. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance* .

36. SHEFRIN, H., & STATMAN, M. (1985, July). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Long: Theory and Evidence. *The journal of FINANCE* , XL (03).
37. Thaler, R. H. (2005). ADVANCES IN BEHAVIORAL FINANCE. New Jersey, USA: Russell Sage Foundation.
38. Waweru, N. M., Munyoki, E., & Uliana, E. (2008). The effects of behavioural factors in investment decision-making: a survey of institutional investors operating at the Nairobi Stock Exchange. *International Journal of Business and Emerging Markets* , 01 (01), pp. 24-41.