



جامعة قاصدي مرياح - ورقلة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة

مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير

في علوم التسيير

تخصص: مالية الأسواق

إعداد الطالبة: صافية صديقي

بعنوان:

طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية

في ظل النظرية المالية السلوكية

مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010

نوقشت و أجزت علنا بتاريخ:

| | | | |
|---------------|---------------------------|------------------|-------------------|
| رئيسا | جامعة قاصدي مرياح - ورقلة | أستاذ تعليم عالي | د.محمد شيخي |
| مشرفا و مقررا | جامعة قاصدي مرياح - ورقلة | أستاذ محاضر | د.هوارى سويسي |
| مناقشا | جامعة قاصدي مرياح - ورقلة | أستاذ محاضر | د.عبد الوهاب دادن |
| مناقشا | جامعة قاصدي مرياح - ورقلة | أستاذ محاضر | د.عبد الغني دادن |

شكر وتقدير

الحمد لله أولا وقبل كل شيء على أن هداني لإنجاز هذا العمل، ووفقني ورزقني الصبر لإتمامه.

أتوجه بشكري إلى جميع أفراد عائلتي على دعمهم وصبرهم طوال فترة إنجاز العمل.

أشكر أستاذي المشرف على قبوله أولا الإشراف على المذكرة، كما أشكره على كل الوقت الذي أتاحه لي

سواء لإبداء النصح أو التوجيه أو التصحيح.

أشكر جميع من شجعني أو ساعدني من قريب أو من بعيد، وبأي شكل من الأشكال على إتمام هذا

العمل.

عسى الله أن يوفقنا لما فيه الخير

شكرا للجميع

قائمة الجداول

الصفحة

| | |
|--|-----|
| الجدول (01-02) : علاقة الاتجاه السعري بحجم التداول..... | 117 |
| الجدول (01-03) : سلطات سوق باريس للأوراق المالية قبل سنة 2003..... | 133 |
| الجدول (02-03) : سلطة الأسواق المالية AMF..... | 133 |
| الجدول (03-03) : أنواع الأوامر الموجودة في سوق باريس للأوراق المالية..... | 143 |
| الجدول (04-03) : المعلومات الإلزامية والاختيارية التي يتم التصريح بها حول الأوامر..... | 145 |
| الجدول (05-03) : أهم مؤشرات بورصة باريس..... | 148 |
| الجدول (06-03) : تغير مؤشر CAC40 في سنوات 2010/2009/2008/2007..... | 153 |
| الجدول (07-03) : الشركات المكونة لعينة الدراسة..... | 155 |
| الجدول (08-03) : تصنيف الشركات وفقا لقطاع النشاط..... | 158 |
| الجدول (09-03) : الخصائص المالية لجميع الشركات..... | 160 |
| الجدول (10-03) : تشكيلة الأوراق المالية المختارة لمحافظ التحليل العائد-المخاطرة..... | 167 |
| الجدول (11-03) : تشكيلة الأوراق المالية المختارة لباقي المحافظ..... | 168 |
| الجدول (12-03) : معاملات الارتباط بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة المتوازنة..... | 168 |
| الجدول (13-03) : الثنائية عائد/مخاطرة لكل شركة في سنتي 2010-2009..... | 169 |
| الجدول (14-03) : مصفوفة التباين-التباين المشترك لتقدير خطر محفظة مكونة من أكثر من ورقيتين ماليتين..... | 171 |
| الجدول (15-03) : خصائص المحفظة الهجومية..... | 172 |
| الجدول (16-03) : خصائص المحفظة الدفاعية..... | 172 |
| الجدول (17-03) : خصائص المحفظة المتوازنة..... | 172 |
| الجدول (18-03) : نسبة "شارب الخاصة بكل محفظة..... | 177 |

فهرس المحتويات

الصفحة

| | | |
|-----------|-----------------------------|--|
| III..... | شكر وتقدير..... | |
| IV..... | ملخص..... | |
| VI..... | فهرس المحتويات..... | |
| XII..... | قائمة الجداول..... | |
| XIII..... | قائمة الأشكال البيانية..... | |

أ

مقدمة عامة

| | | |
|--------|---|----|
| ت..... | طرح مشكلة البحث..... | 1 |
| ث..... | فرضيات البحث..... | 2 |
| ث..... | مبررات اختيار الموضوع..... | 3 |
| ج..... | أهمية الدراسة..... | 4 |
| ج..... | أهداف الدراسة..... | 5 |
| ح..... | حدود الدراسة..... | 6 |
| ح..... | المنهج والأدوات المستخدمة في البحث..... | 7 |
| خ..... | الدراسات السابقة في الموضوع..... | 8 |
| ذ..... | صعوبات البحث..... | 9 |
| ر..... | خطة وهيكل الدراسة..... | 10 |

1 الفصل الأول : النظرية المالية السلوكية في مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية

المبحث الأول : نظرية كفاءة الأسواق المالية.....3

| | | |
|---------|---|-----|
| 4..... | ظهور نظرية كفاءة الأسواق المالية..... | 1 |
| 9..... | الفرضيات الأساسية لنظرية كفاءة الأسواق المالية..... | 2 |
| 11..... | الرشادة (العقلانية)..... | 1-2 |
| 14..... | التحكيم..... | 2-2 |
| 15..... | تشكل الأسعار داخل سوق كفو..... | 3 |
| 17..... | إثبات كفاءة سوق المال..... | 4 |
| 19..... | النتائج المستخلصة من كفاءة أسواق المال..... | 5 |

| | | |
|---------|---|-------|
| 20..... | التشكيك في نظرية كفاءة أسواق المال..... | 6 |
| 20..... | تناقض الكفاءة أو تناقض "غروسمان وستيجليتز" | 1-6 |
| 21..... | التذبذب المفرط في الأسعار وظهور الفقاعات السعرية..... | 2-6 |
| 23..... | المبحث الثاني : المالية السلوكية..... | |
| 23..... | التشوهات الملاحظة في أسواق المال..... | 1 |
| 24..... | التشوهات الموسمية..... | 1-1 |
| 24..... | أثر نهاية الأسبوع..... | 1-1-1 |
| 24..... | أثر نهاية السنة (أثر جانفي)..... | 2-1-1 |
| 24..... | آثار الشهور والأيام..... | 3-1-1 |
| 25..... | أثر الحجم..... | 2-1 |
| 25..... | أثر الزخم..... | 3-1 |
| 25..... | أثر إدماج ورقة مالية في مؤشر الأسعار..... | 4-1 |
| 26..... | أثر الدخول إلى البورصة..... | 5-1 |
| 26..... | التذبذب المفرط..... | 6-1 |
| 26..... | أثر التقلبات الجوية..... | 7-1 |
| 27..... | ظهور المالية السلوكية..... | 2 |
| 27..... | نبذة تاريخية..... | 1-2 |
| 29..... | مفهوم المالية السلوكية..... | 2-2 |
| 30..... | عودة ظهور إشكالية السلوك في المالية..... | 3-2 |
| 33..... | الفرضيات الأساسية للنظرية المالية السلوكية..... | 3 |
| 34..... | عدم رشادة المستثمرين..... | 1-3 |
| 36..... | محدودية التحكيم..... | 2-3 |
| 39..... | أهم الانحرافات السلوكية الملاحظة..... | 4 |
| 40..... | الانحرافات المؤثرة على التوقع (التنبؤ)..... | 1-4 |
| 40..... | الثقة المفرطة (الزائدة)..... | 1-1-4 |
| 41..... | التفاؤل..... | 2-1-4 |
| 41..... | المعارف المبسطة أو المعقدة..... | 3-1-4 |
| 44..... | الانحرافات المؤثرة على التفضيل..... | 2-4 |

| | | |
|---------|--|-------|
| 44..... | طريقة عرض الموضوع أو المشكلة..... | 1-2-4 |
| 45..... | تجنب (التحوط) الخسائر..... | 2-2-4 |
| 46..... | أثر الالتزام..... | 3-2-4 |
| 48..... | خلاصة واستنتاجات..... | |
| 50 | الفصل الثاني : محفظة الأوراق المالية بين تحليل "ماركوفيتز" والمالية السلوكية | |
| 52..... | المبحث الأول : بناء المحفظة وفق التحليل العائد-المخاطرة (تحليل ماركوفيتز)..... | |
| 52..... | 1 مفهوم محفظة الأوراق المالية..... | |
| 54..... | 2 خصائص محفظة الأوراق المالية..... | |
| 54..... | 1-2 المردودية..... | |
| 54..... | 1-1-2 المردودية الماضية..... | |
| 56..... | 2-1-2 المردودية المستقبلية (المتوقعة)..... | |
| 56..... | 2-2 الخطر..... | |
| 58..... | 1-2-2 الخطر النظامي..... | |
| 58..... | 2-2-2 الخطر الخاص..... | |
| 59..... | 3-2-2 نموذج السوق والخطر الإجمالي للورقة المالية..... | |
| 61..... | 3-2 معامل الحساسية β | |
| 63..... | 4-2 التذبذب..... | |
| 64..... | 3 تسيير محفظة مكونة من ورقتين ماليتين..... | |
| 67..... | 4 تسيير محفظة مكونة من أكثر من ورقة مالية (n ورقة)..... | |
| 69..... | 5 حدود الكفاءة والمحفظة الكفوءة..... | |
| 72..... | 6 نموذج تقييم الأصول المالية MEDAF..... | |
| 73..... | 1-6 فرضيات النموذج..... | |
| 74..... | 2-6 خط السوق وخط الMEDAF..... | |
| 78..... | 7 التنويع الساذج والتنويع العقلاني (تنويع ماركوفيتز)..... | |
| 80..... | المبحث الثاني : بناء محفظة الأوراق المالية وفق الاتجاه السلوكي..... | |
| 81..... | 1 التشوهات الملاحظة عند تطبيق التحليل "العائد-المخاطرة"..... | |
| 81..... | 1-1 التنويع غير الكافي..... | |
| 81..... | 2-1 الحساب العقلي..... | |

| | | |
|----------|---|-------|
| 82..... | اختيار المحافظ الكفؤة..... | 3-1 |
| 83..... | النماذج السلوكية المقترحة..... | 2 |
| 83..... | أعمال "روي، 1952"..... | 1-2 |
| 84..... | نموذج "أرزك-باوا، 1977"..... | 2-2 |
| 85..... | نموذج "شيفرين و ستايتمن، 2000"..... | 3-2 |
| 86..... | النظرية السلوكية للمحفظة..... | 3 |
| 86..... | السلامة أولاً..... | 1-3 |
| 87..... | تشويه الاحتمالات الموضوعية..... | 2-3 |
| 88..... | الحساب العقلي..... | 3-3 |
| 90..... | التشوهات الملاحظة عند تطبيق نموذج MEDAF..... | 4 |
| 91..... | تعديل نموذج MEDAF في ظل النظرية التقليدية "النموذج ثلاثي العوامل"..... | 5 |
| 92..... | محاولات بناء بديل لنموذج MEDAF في ظل النظرية السلوكية..... | 6 |
| 93..... | الانتقادات التي يمكن توجيهها للنموذج السلوكي في بناء المحفظة..... | 7 |
| 95..... | المبحث الثالث : الاتجاه السلوكي في تقييم وتحليل الأوراق المالية..... | |
| 96..... | خطوات الاستثمار المالي..... | 1 |
| 98..... | أهمية التحليل عند الاستثمار المالي..... | 2 |
| 99..... | مداخل تقييم وتحليل الأوراق المالية..... | 3 |
| 100..... | التحليل الأساسي..... | 1-3 |
| 102..... | التحليل الفني..... | 2-3 |
| 106..... | المقارنة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني..... | 3-3 |
| 111..... | التحليل الفني كأداة للتقييم في ظل النظرية السلوكية..... | 4 |
| 111..... | العلاقة بين التحليل الفني والمالية السلوكية..... | 1-4 |
| 114..... | نظرية "داو"..... | 2-4 |
| 118..... | نظريات فنية أخرى..... | 3-4 |
| 118..... | نظرية موجات إليوت..... | 1-3-4 |
| 118..... | تحليلات جان..... | 2-3-4 |
| 118..... | مبدأ الرأي المخالف..... | 3-3-4 |
| 119..... | الجانب السلوكي في استعمال الأرقام في التحليل الفني..... | 5 |

| | | |
|----------|---|-----|
| 120..... | الأرقام المشكلة لمتتالية "فيوناتشي". | 1-5 |
| 120..... | الأرقام المدورة. | 2-5 |
| 121..... | الأرقام الطبيعية. | 3-5 |
| 121..... | الرقم "سبعة". | 4-5 |
| 121..... | الرقم "تسعة". | 5-5 |
| 121..... | الرقم "اثني عشر". | 6-5 |
| 121..... | الرقم "ثلاثة". | 7-5 |
| 122..... | خلاصة واستنتاجات. | |
| 124 | الفصل الثالث : الجانب التطبيقي، دراسة حالة بورصة باريس للقيم المنقولة | |
| 126..... | المبحث الأول : تقديم عام لبورصة باريس للقيم المنقولة. | |
| 126..... | 1 نشأة وتطور بورصة باريس. | |
| 129..... | 2 اتحاد أسواق المال الأوروبية "اليورونكست" والتشريعات المنظمة لها. | |
| 132..... | 3 تنظيم سوق باريس للأوراق المالية. | |
| 134..... | 4 أقسام سوق باريس للأوراق المالية. | |
| 139..... | 5 أنواع المنتجات المالية في سوق باريس للأوراق المالية. | |
| 141..... | 6 أوقات العمل والتداول في بورصة باريس. | |
| 142..... | 7 عدد الشركات المسعرة في بورصة باريس. | |
| 142..... | 8 عمل سوق باريس للأوراق المالية. | |
| 143..... | 1-8 أنواع الأوامر في السوق. | |
| 145..... | 2-8 كيفية تدوين الأوامر في السوق. | |
| 146..... | 3-8 كيفية نقل الأوامر. | |
| 146..... | 4-8 تنفيذ الأوامر والتسعير. | |
| 148..... | 9 أهم مؤشرات سوق باريس للأوراق المالية. | |
| 151..... | المبحث الثاني : منهجية بناء محفظة أوراق مالية في بورصة باريس. | |
| 152..... | 1 تشكيل عينة الدراسة. | |
| 159..... | 2 حساب وتحليل خصائص الأوراق المالية. | |
| 161..... | 1-2 تحليل المردودية. | |
| 163..... | 2-2 تحليل الانحراف المعياري والتذبذب. | |

| | | |
|----------|---|-------|
| 164..... | تحليل معامل الحساسية β | 3-2 |
| 165..... | تحليل مضاعف السعر إلى العائد PER | 4-2 |
| 165..... | بناء محفظة الأوراق المالية..... | 3 |
| 166..... | استراتيجيات بناء المحفظة الاستثمارية..... | 1-3 |
| 166..... | المحفظة الهجومية..... | 1-1-3 |
| 166..... | المحفظة الدفاعية..... | 2-1-3 |
| 166..... | المحفظة المتوازنة..... | 3-1-3 |
| 166..... | تشكيل محافظ الأوراق المالية..... | 2-3 |
| 168..... | دراسة معاملات الارتباط بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة المتوازنة..... | 3-3 |
| 169..... | خصائص المحافظ المختارة..... | 4 |
| 170..... | الحافظ المشككة وفق التحليل "العائد-المخاطرة" (الهجومية/ الدفاعية/ المتوازنة)..... | 1-4 |
| 173..... | المحفظة غير المنوعة..... | 2-4 |
| 173..... | المحفظة السلوكية..... | 3-4 |
| 175..... | اختيار المحافظ الكفؤة..... | 5 |
| 179..... | خلاصة واستنتاجات..... | |
| 180 | الخاتمة | |
| 181..... | الخلاصة..... | 1 |
| 182..... | نتائج اختبار الفروض..... | 2 |
| 183..... | عرض نتائج الدراسة..... | 3 |
| 185..... | التوصيات..... | 4 |
| 185..... | آفاق البحث في الموضوع..... | 5 |
| 187 | قائمة المراجع | |
| 188..... | قائمة المراجع باللغة العربية..... | 1 |
| 188..... | قائمة المراجع باللغة الأجنبية..... | 2 |
| 191..... | معجم المصطلحات المستعملة..... | |

ملخص :

يهدف هذا العمل إلى التعريف بنموذج فكري جديد عرف تطورا ملحوظا منذ ثمانينيات القرن الماضي وصل إلى غاية التشكيك في فرضية رشادة الأفراد التي لطالما شكلت حجر الأساس للنظرية المالية الحديثة، يتعلق الأمر بـ "المالية السلوكية".

يحاول هذا الاتجاه الجديد الذي ظهر كنتيجة للمزاوجة بين علم النفس والمالية دراسة السلوك الحقيقي للأفراد (والذي يتسم غالبا بعدم الرشادة)، إضافة إلى تفسير التشوهات الملاحظة في أسواق المال، ولأجل الوقوف على التبعات التي يمكن أن تترتب جراء ظهور هذا التيار الفكري على مالية الأسواق وبشكل خاص على المنهجية المتبعة في بناء المحفظة واختيار ما تحويه من أوراق مالية، ارتأينا تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول :
قمنا بتخصيص الفصلين الأول والثاني للتعريف بهذا الاتجاه وبإسهاماته التي طالت ميدان اختيار المحفظة وتحليل الأوراق المالية، في حين سيتناول الفصل الثالث تطبيقا لكل من الاتجاه الكلاسيكي والسلوكي لأجل تشكيل عدة محافظ في بورصة باريس في محاولة للوصول إلى اكتشاف المحفظة الكفؤة.

الكلمات الدالة :

المالية السلوكية، كفاءة أسواق المال، الرشادة (العقلانية)، التحكيم، التوقعات العقلانية، الانحرافات السلوكية، التشوهات المحفظة الكفؤة، النظرية السلوكية للمحفظة، نموذج تسعير الأصول المالية، التحليل الفني.

Résumé :

Ce travail vise à présenter un nouveau paradigme qui a connu un développement considérable depuis la décennie huitante jusqu' au point de remettre en cause l'hypothèse de rationalité des agents qui a servi de socle à la théorie financière moderne. Il s'agit du 'finance comportementale'.

Cette nouvelle approche, fondée sur un binôme psychologie-finance, tente à étudier le comportement réel des individus (souvent irrationnel), et à expliquer les anomalies observées sur les places boursières.

L'émergence de ce courant de pensée peut engendrer de grandes implications sur la finance des marchés surtout sur la manière de construire le portefeuille, et de choisir les titres financiers qui le composent. Pour découvrir ces implications ce mémoire s'articulera autour de trois chapitres :

Nous réserverons les deux premiers chapitres à la présentation de ce courant ainsi que ses apports sur le domaine de choix de portefeuille et l'analyse des titres financiers.

Le troisième chapitre sera consacré à l'application de l'approche classique et comportementale afin de construire plusieurs portefeuilles sur la bourse de Paris dans le but de déterminer le portefeuille efficient.

Mots clés :

La finance comportementale (FC), l'efficience des marchés financiers, la rationalité l'arbitrage, les anticipations rationnelles, les biais comportementaux, les anomalies, le portefeuille efficient, la théorie comportementale du portefeuille (BPT), le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) l'analyse technique.

تعد المالية على غرار كل من علم التسيير والاقتصاد علما إنسانيا، إذ وبالرغم من سعي الباحثين فيها إلى وضع نماذج رياضية تعكس حركة المتغيرات المتحركة في الظواهر المالية، ومعايير إحصائية تساعد المستثمرين على اتخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب يبقى الإنسان هو المحرك الأول لمعظم هذه الظواهر.

تأتي دراسة الأسواق المالية في صميم النظرية المالية، وسوق المال ليس إلا تجمعا معقدا من العلاقات الإنسانية يلعب فيه الأفراد الدور الأبرز من خلال بناء توقعاتهم "العقلانية" التي تتحكم في العرض والطلب وصولا إلى سعر التوازن. وتفترض النظرية المالية بأن جميع هؤلاء الأفراد يتصرفون برشادة تتجلى من جهة في قدرتهم على بناء توقعات عقلانية، وفي قدرتهم على تعظيم منفعتهم المتوقعة من جهة أخرى.

لقد سمح هذا الافتراض بظهور أهم نظرية في المالية ألا وهي نظرية "كفاءة الأسواق" التي هيمنت على البحوث الأكاديمية لأكثر من نصف قرن من الزمن، وشكلت مجالا خصبا للدراسة مما سمح بظهور عدة نماذج ونظريات جديدة ذات صلة بها على غرار كل من نموذج تسعير الأصول المالية **MEDAF** لـ "شارب" عام 1964، نظريات الهيكل المالي لـ "موديجلياني وميلر" عام 1958، ونظرية المحفظة لـ "هاري ماركوفيتز" عام 1952.

تشارك جميع هذه النظريات في كونها تركز على المقارنة المعيارية التي تجيب على ما ينبغي أن يكون وتحاول تكيف الواقع بما يتماشى وفرضياتها الأمر الذي جعلها تضيء طابعا تجريديا وعلميا محضا على النظرية المالية. هذا إلى جانب سعي الباحثين إلى الارتقاء بالبحث في هذا المجال إلى أقصى درجات العلمية من خلال تصور الإنسان ككائن عقلاني يساهم في الحياة الاقتصادية ويسعى إلى تعظيم منفعته، أو ما اصطلح على تسميته بـ "homo oeconomicus".

غير أن توالي الأزمات والاختلالات التي شهدتها أسواق المال مؤخرا، إضافة إلى بعد هذه النظرية عن الواقع العملي أدى إلى ظهور جدل كبير في الأوساط الأكاديمية انطلق من التشكيك في نظرية كفاءة الأسواق وذلك على يد عدد من الباحثين الذين قاموا بإثبات وجود عدد من التشوهات في سوق المال، وعلى رأسهم نجد "شيلر، 1981"، "بانز، 1981"، "دوبونت وتالر" (Debondt & Thaler, 1985)

"شليفير، 1986" إلى التشكيك في صحة ما حوته وما ساهمت في ظهوره من نماذج ليطل التشكيك في نهاية المطاف فرضية رشادة الأفراد. إذ تشكل مع مرور الوقت اعتقاد لدى المحللين بأن القرار الاستثماري ليس قرارا عقلانيا رشيدا يقوم في أغلب الأحوال على تحليل العوامل الأساسية وهدفه تعظيم المنفعة، وإنما ينطوي في حقيقة الأمر على جانب كبير من عدم الرشادة تتجلى في كثير من السلوكيات الشاذة التي لا تتماشى مع النموذج الموضوع في النظرية المالية.

وظفت بذلك على السطح تساؤلات كثيرة قادت إلى ظهور تيار بحثي جديد، يشكك في رشادة المتعاملين في السوق، ويدعو إلى إعادة التفكير في الكيفية التي يجب أن تتم وفقا لها نمذجة السلوك الحقيقي للأفراد، إضافة إلى البحث عن مدى تأثير ومساهمة هذه السلوكيات في خلق التشوهات التي تشهدها أسواق المال حاليا. ولعل ما زاد من قوة هذا التيار اعتقاد أصحابه بعجز نظرية الكفاءة وما تبعها من نظريات عن تقديم المزيد للبحث المالي، وهذا تماشيا مع نظرية الفيلسوف "توماس سامويل كان" (Thomas Samuel Kuhn, 1970) الذي يرى بأن ظهور وتفاقم التشوهات داخل نموذج علمي يعكس مروره بمرحلة أزمة وينبئ بقرب التخلي عنه واستبداله بنموذج جديد.

لقد توج هذا الجدل القائم بظهور ما أصبح يطلق عليه "المالية السلوكية"، وهي اتجاه جديد يسعى إلى تفسير حالات الشذوذ في نظريات الكفاءة، إضافة إلى التشوهات الملاحظة عند تطبيقها في أسواق المال وغيرها من المسائل العالقة من خلال المزاجية بين النظرية المالية وأبحاث علم النفس بغية الوصول إلى نمذجة واقعية للسلوك البشري.

1. طرح مشكلة البحث :

من خلال هذا الجدل استقينا الإشكالية الأساسية لبحثنا ألا وهي :
"هل يمكن أن تشكل المالية السلوكية البديل الأمثل لنظرية كفاءة الأسواق في تفسير وإعطاء حلول لما تشهده الأسواق من اختلالات، وما ينعكس على إثرها في تحليل وتقييم الأوراق المالية في إطار تسيير المحفظة؟"

تتولد عن هذه الإشكالية مجموعة إشكاليات فرعية أهمها :

1. ما مدى قدرة المالية السلوكية على تفسير التشوهات الملاحظة في الواقع وإيجاد حل للأزمات الراهنة ؟
2. هل يمكن للمالية السلوكية فعلا أن تقدم نمذجة رياضية للسلوك البشري ؟
3. هل في وسع البحث السلوكي تقديم منهجية سلوكية لبناء محفظة الأوراق المالية يمكنها أن تقود إلى تشكيل محفظة أكثر كفاءة من محفظة 'ماركوفيتز، 1952' ؟
4. هل سبق وأن قدم التيار السلوكي أسلوبا لتقييم وتحليل الأوراق المالية أم لا يزال البحث فيه حديث عهد لم يصل بعد إلى إيجاد أسلوب مقابل للتحليل الأساسي الذي يرتبط بنظرية الاستثمار وكفاءة الأسواق ؟

2. فرضيات البحث :

بغرض الوصول إلى أجوبة عن كل من الإشكالية الرئيسية السابقة وما تفرع عنها من إشكاليات جزئية قمنا بوضع فرضية أساسية هي :

"يمكن للمالية السلوكية تدارك نقص هام في النظرية المالية التقليدية التي أقصت الجوانب الإنسانية في تحليلها مما كان السبب وراء عجزها عن تفسير بعض الانحرافات السلوكية، ولذا يمكن التصور أن هذا الاتجاه سيعمل على تكملة هذا الجانب المهمل وسد بعض الثغرات في النظرية المالية دون إلغاء نظرية الكفاءة".

كما سنضع مجموعة من الفرضيات الجزئية نحاول اختبارها من خلال هذه الدراسة هي :

1. إن معظم التشوهات الملاحظة في أسواق المال سببها سلوك بشري مخالف للنموذج النظري، وبالتالي في وسع المالية السلوكية أن تفسر هذه الظواهر وأن تقترح حلولاً لها تمكن الأسواق من تجاوز جميع الأزمات والصدمات.
2. يمكن لهذا الاتجاه البحثي وبالاستعانة بكل من الرياضيات والإحصاء التوصل إلى نماذج تعكس سلوك المتعاملين في سوق المال.
3. في وسع البحث السلوكي - من خلال تسليطه الضوء على الانحرافات السلوكية للمتعاملين - أن يقدم منهجية أكثر واقعية - مبنية على المقاربة الإيجابية - لبناء المحفظة، تأخذ في الاعتبار جميع الانحرافات الملاحظة للوصول إلى محفظة أكثر كفاءة من محفظة "ماركوفيتز، 1952".
4. يعتبر التحليل الفني أسلوباً سلوكياً لتقييم وتحليل الأوراق المالية وبالتالي فالمالية السلوكية ليست في حاجة للبحث عن أسلوب آخر يشكل بديلاً للتحليل الأساسي.

3. مبررات اختيار الموضوع :

إن اختيارنا لهذا الموضوع كانت وراءه الدوافع التالية :

1. التناقض الملاحظ بين السلوك النموذجي (ما ينبغي أن يكون) للمتعاملين في أسواق المال والذي جاءت به النظرية التقليدية، وبين السلوكيات العشوائية وغير العقلانية الملاحظة في الواقع (ما هو كائن)، هذه السلوكيات كانت السبب الكامن وراء تفاقم معظم الأزمات الراهنة خاصة من خلال سلوك التقليد والارتكاز على الإشاعات عند اتخاذ القرار.
2. شعور الطالبة بالنقص الموجود في نظرية كفاءة الأسواق والناجم عن عدم دراستها للجانب السلوكي للمتعاملين، عدا عن كون هذا النقص يشكل سمة للنظرية المالية ككل التي نادراً ما تتحدث عن الجانب الإنساني في تحليلاتها.

3. الرغبة في الاطلاع أكثر على هذا الموضوع، إذ أن الحديث عن استبدال نظرية الكفاءة بنظرية جديدة يثير فضول أي باحث للتعرف عليها واكتشاف مدى صحة هذا الاعتقاد.

4. انعدام البحث في هذا الموضوع في مكتبتنا خاصة والمكتبات العربية عامة -في حدود علم الطالبة- على الرغم من تعاضم أهميته في الأوساط الأكاديمية وتزايد عدد الباحثين فيه على المستوى الدولي.

4. أهمية الدراسة :

تكمن أهمية هذه الدراسة في سعيها إلى إماطة اللثام عن موضوع جديد قل التطرق إليه في الدراسات الأكاديمية باللغة العربية ألا وهو موضوع "المالية السلوكية"، وذلك بالحديث عن كيفية وأسباب ظهور هذا الاتجاه البحثي إضافة إلى أهم ركائزه والتفسيرات المقدمة من طرف أنصاره لأهم النقاط التي عجزت نظرية الكفاءة عن علاجها. ويتزامن هذا مع توالي الأزمات التي عصفت بالأسواق المالية في السنوات الأخيرة، مما يزيد من أهمية هذه الدراسة في هذا الوقت بالذات. ليس هذا فحسب، بل يضاف لهذه الدراسة تطورها لنظرية جد مهمة ألا وهي نظرية المحفظة، مع الاجتهاد في مناقشتها في ظل كل من التفكير الكلاسيكي والتفكير السلوكي بشيء من التفصيل، دون أن نهمل التطرق إلى الأسلوب السلوكي المنتهج في تقييم وتحليل الأوراق المالية ثم محاولة تطبيق ما جاء به كل مدخل. وبالتالي فإن هذه الدراسة لم تكتف بالحديث عن ظهور المالية السلوكية بل تناولت تبعات هذا الاتجاه على كل من نظرية المحفظة وتقييم وتحليل الأوراق المالية.

5. أهداف الدراسة :

إن من بين ما تسعى هذه الدراسة إلى الوصول إليه، بالإضافة إلى الإجابة عن الإشكاليات المطروحة آنفا ما يلي :

1. فتح المجال للبحث أكثر في هذا الموضوع وما اتصل به من جوانب أخرى.
2. نقل الجدل المثار في الأوساط الأكاديمية الأجنبية إلى دراساتنا العربية حتى يتسنى لباحثينا بدورهم الإسهام فيه، فما يحدث مع المالية السلوكية شبيه إلى حد ما بما حدث عند ظهور أزمة الرهون العقارية عندما ارتفعت الأصوات المنادية بالعودة إلى الاهتمام بالجانب الأخلاقي في النظرية الاقتصادية، وبالنظر إلى ما في حوزة باحثينا من أفكار مستمدة من الاقتصاد الإسلامي، نرجح بأنه سيكون في وسعهم مستقبلا إثراء النقاش في هذا الموضوع بأكثر من طريقة.
3. إبراز أهمية الجانب السلوكي في تفسير قرارات الأعوان الاقتصاديين عموما، والمتعاملين في أسواق المال بشكل خاص، مما قد يفتح مجالا جديدا لدراسة بورصة الجزائر والسعي إلى إنعاشها في ظل هذه المعطيات.

6. حدود الدراسة :

يسعى هذا البحث إلى التعريف بالمالية السلوكية كنموذج جديد في وسعه أن يشكل بديلا لنظرية كفاءة الأسواق مما سيغير كثيرا من معالم النظرية المالية، إلا أن هذه الدراسة وبعد التعريف بهذا الاتجاه حاولت التركيز على جانب واحد فقط من النظرية المالية هو ميدان بناء المحفظة وطرق تقييم وتحليل الأوراق المالية التي ستشكلها مروراً بنموذج تقييم الأصول المالية كونه يشكل أهم نموذج يوضح العلاقة الكمية بين المردودية المتوقعة للورقة المالية وخطورها، وبالتالي لن نتطرق هذه الدراسة إلى تبعات هذا الاتجاه على مالية المؤسسة وما ارتبط بها من نظريات، وعليه يمكن إبراز حدود هذه الدراسة فيما يلي :

1. التعريف بالمالية السلوكية مقابل نظرية الكفاءة، وبهذا سيكون التركيز الأكبر منصبا على هذا الاتجاه الجديد وعلى مقابلة بعض جوانبه مع النظرية التقليدية، إذن فلن نتعمق في توضيح معالم النظرية التقليدية إلا في حدود ما يساعدنا على إبراز مواطن الاختلاف بينها وبين المالية السلوكية.

2. إسهامات المالية السلوكية في ميدان بناء المحفظة وفي العمل على إيجاد نموذج بديل لنموذج **MEDAF**.

3. إبراز الجانب السلوكي في التحليل الفني لاكتشاف مدى ملاءمته وانسجامه مع فلسفة المالية السلوكية ولذا فلن نتعمق في عرض منهجيته والطرق التي يتبعها مستخدموه. كما لن نتطرق إلى أهم أشكاله البيانية وأدواته التحليلية، وفي المقابل لن نفصل في الحديث عن التحليل الأساسي إلا في حدود ما يساعدنا على إبراز الفروق الجوهرية بينه وبين التحليل الفني.

4. إجراء دراسة تطبيقية في بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007/01/01 إلى غاية 2010/12/31 هدفها هو توضيح منهجية بناء محفظة الأوراق المالية وفقا لكل مدخل، وذلك بالاعتماد على عينة مكونة من الأسهم التي تصدرها الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 فقط.

7. المنهج والأدوات المستخدمة في البحث :

يطغى على هذا البحث المزج بين المنهج الوصفي والمنهج المقارن، وذلك بالتطرق أولا إلى ما جاءت به النظرية المالية التقليدية سواء فيما تعلق بنظرية كفاءة الأسواق أو التحليل العائد/المخاطرة أو التحليل الأساسي ثم التطرق إلى الاتجاه البديل ممثلا في المالية السلوكية والنظرية السلوكية للمحفظة وأسلوب التحليل الفني، مع عقد مقارنات مستمرة بين الاتجاهين.

أما في الدراسة التطبيقية فقد اعتمدنا على بعض البرامج خاصة منها برنامج Microsoft Excel وبرنامج Eviews.3 لأجل إجراء الحسابات اللازمة.

8. الدراسات السابقة في الموضوع :

إن أهم ما يطبع هذا الموضوع هو قلة البحوث فيه، فالرسائل والأطروحات التي تناولته تكاد تكون معدومة، إذ وباعتباره لا يزال ماثرا للجدل، نجد أن التطرق إليه غالبا ما يتم في المقالات سواء باللغة الفرنسية أو الإنجليزية. ولذا، لم نجد أي رسالة تناولته باللغة العربية. صحيح أن بعض جوانبه سبق وأن تمت معالجتها وطرحها من طرف الباحثين، خاصة منها موضوع كفاءة سوق المال والتحليل الفني في مقابل التحليل الأساسي إذ على رأس من كتب وناقش هذه الجوانب نجد :

■ هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، البحث هو عبارة عن أطروحة دكتوراه قدمت لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2007، تمثلت إشكاليته في اكتشاف مدى أهمية تقييم المؤسسات وفعاليتها كأداة لترشيد قرارات الأطراف المعنية بالمؤسسة كل حسب مركزه، وبالرغم من أن هذه الإشكالية تبدو بعيدة نوعا ما عن موضوع دراستنا، إلا أن الباحث قد تطرق في بعض جوانب بحثه إلى الحديث عن كفاءة بورصة القيم وعن مداخل تقييم وتحليل الأوراق المالية وقد تناول موضوع الكفاءة بشيء من التفصيل غير أن طرحه لهذا الموضوع كان بغرض التعريف به لا التشكيك فيه ومحاوله استبداله، كما قام أيضا بالتطرق بإيجاز إلى أسلوب التحليل الفني وذلك في مقارنة عقدها بينه وبين التحليل الأساسي، غير أن تركيزه الأكبر كان على التحليل الأساسي وأدواته الذي يرتبط أكثر بنظرية الاستثمار وموضوع رسالته.

أما الرسائل التي تناولت موضوع دراستنا فلم نجد باللغة العربية غير أن هذا لا يمنعنا من الإشارة إلى رسالتين مقدمتين من باحثين عربيين على الرغم من كونهما محررتين باللغة الفرنسية هما :

■ ذكرى عزوزي، (Essai en finance comportementale, les biais psychologiques et leurs implications sur les prix; enjeux conceptuels et portées pratiques, cas du marché financiers tunisien)، هذا البحث هو عبارة عن رسالة ماستر مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية والتسيير بجامعة المنار بتونس سنة 2006، تمحورت إشكاليته حول البحث عن مدى تأثير الانحرافات السلوكية على تشكل الأسعار في سوق المال، وقد نجحت الباحثة في طرح الجدل القائم بين كل من أنصار المالية السلوكية وأنصار نظرية الكفاءة بما في ذلك التعرض إلى أهم الانحرافات السلوكية ومحاوله تتبع واكتشاف هذه الانحرافات في سوق المال التونسي، وقد ذهبت إلى أبعد من ذلك من خلال قيامها بعرض بعض النماذج الرياضية السلوكية وهذا ما انفردت به هذه الدراسة عن سواها، غير أن الباحثة اكتفت بهذا الطرح ولم تتناول امتداد هذا النقاش إلى نظرية المحفظة وإلى طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية.

■ معز صدغياني، (Essai en finance comportementale, Phénomène de sur-réaction et de bulles spéculatives : une investigation empirique sur le marché boursier tunisien)، البحث هو عبارة عن رسالة لنيل شهادة الدراسات العليا في المالية مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية والتسيير بجامعة المنار بتونس سنة 2004، لقد عالج الباحث إشكالية مفادها اختبار مدى تأثير المبالغة في تقدير

الأحداث على تشكل الفقاعات السعرية في سوق المال التونسي، وانتهج لمناقشتها خطة جد منظمة تطرق من خلالها لكل من نظرية الكفاءة والمالية السلوكية خاصة أهم التشوهات الملاحظة في أسواق المال وأهم الانحرافات السلوكية خاصة منها ظاهرة المبالغة في تقدير الأحداث الناجمة عن جهل المتعاملين وسوء تقديرهم وهذا ما قام باختباره في سوق المال التونسي لأجل اكتشاف مدى مساهمة هذه الظاهرة في ظهور الفقاعات السعرية. وقد قدم دراسة شاملة وثرية باللغة الفرنسية، وتماثل مثل الدراسة السابقة لم يتطرق الباحث للنظرية السلوكية للمحفظة، وركز بحثه على المقارنة بين نظرية الكفاءة والنظرية السلوكية مع الإشارة إلى إسهامات وحدود كل منهما.

أما فيما يخص المقالات التي ناقشت هذا الموضوع، فنشير إلى أن المجلة الفرنسية للتسيير (Revue française de gestion) قد خصصت عام 2005 ملفا كاملا للبحث السلوكي، تضمن مجموعة مقالات أهمها :

▪ مقال "ميشال ألبوي" (Michel Albouy)، (Peut-on croire à l'efficience des marchés financiers ?)، حاول الباحث من خلال هذا المقال التعريف بالاتجاه السلوكي بعد الانطلاق أولا من التذكير بنظرية كفاءة الأسواق المالية وأسسها وما تمخض عنها من نتائج، ثم الحديث عن التشوهات التي ثبتت ملاحظتها في سوق المال، ومن ثم الحديث عن التيار السلوكي وأهم ما قدمه من إسهامات لتفسير هذه التشوهات. ونظرا لحجم المقال، كان الطرح موجزا، إذ وقف الباحث على أهم النقاط دون الخوض في التفاصيل وذلك سعيا منه للمرور على جميع عناصر الموضوع.

▪ مقال "فلوران أفتاليون" (Florin Aftalion)، (le MEDAF et la finance comportementale)، هدف الباحث أساسا من خلال هذا المقال إلى إبراز تبعات التيار السلوكي وما ثبتت ملاحظته من تشوهات على نموذج تقييم الأصول المالية MEDAF، وبالفعل استطاع تغطية أهم عناصر الموضوع، ولكن دائما وبسبب حجم المقال كان الطرح موجزا بعض الشيء يكفي بالإشارة إلى أهم النقاط دون التفصيل والشرح، كما لم يتناول المقال أية دراسة تطبيقية أو ميدانية لاختبار ما ورد في الدراسة النظرية. إضافة إلى المقالات التي تناولت هذا الموضوع، نجد :

▪ مقال "ماري هيلين برواهان، ماكسيم مرلي، باتريك روجر" (Marie-Hélène Broihane, Maxime Merli, Patrick Roger)، (Théorie comportementale du portefeuille – intérêt et limites)، والذي نشرته المجلة الاقتصادية (Revue économique) عام 2006. حاول الباحثون من خلاله التعريف بالنماذج المقترحة لبناء محفظة سلوكية تحل مكان المحفظة المشكلة وفق التحليل "العائد-المخاطرة" في محاولة لإبراز أهم ما توصلت إليه النظرية السلوكية في هذا المجال. وقد كان الطرح موجزا ومجملا، تضمن الإشارة إلى النماذج الرياضية بشكل نظري فقط تطغى عليه البراهين الرياضية دون الاستعانة بدراسة تطبيقية تحاول إظهار كيفية بناء المحفظة السلوكية في الواقع.

■ مقال "هيلين، ر. لومونتانيي" (Hélène Rainelli-Le Montagner)، (Des marchés et des hommes)، حاولت الباحثة في هذا المقال البحث عن التبعات المحتملة لظهور التيار السلوكي على النظرية المالية ككل، ولهذا قامت بتتبع التطور التاريخي للفكر المالي وصولاً إلى إثبات عدم رشادة الأفراد وبالتالي التأكيد على الأهمية المتزايدة للمالية السلوكية. وقد تمت صياغة المقال بأسلوب بسيط يسهل حتى على القارئ غير المتخصص فهمه، خاصة من خلال استعانتها بأمثلة توضيحية مبسطة لإبراز عدم عقلانية الأفراد، إضافة إلى نقلها للجدل القائم في الأوساط الأكاديمية من خلال إبراز الآراء المتضادة المتعلقة بكل جانب على حدى.

9. صعوبات البحث :

لقد لقينا عند إعداد هذا البحث مجموعة من الصعوبات دفعت بنا في بعض الأحيان إلى عدم التطرق إلى بعض العناصر أو الإيجاز في مناقشتها، كما أجبرتنا على اعتماد الدراسة التطبيقية بدلا من الدراسة الاختبارية التي يفترض القيام بها عند تناول موضوع لا يزال ماثرا للجدل، ونحاول الإشارة إلى بعض هذه الصعوبات من خلال النقاط التالية :

1. شبه انعدام المراجع التي تتناول هذا الموضوع باللغة العربية، حيث لا نجد في هذه المراجع (إن وجدنا) أكثر من مجرد إشارات بسيطة لمفهوم المالية السلوكية وبعض الانحرافات التي يتم طرحها بشكل مكرر كسلوك القطيع، مما فرض علينا ترجمة جميع ما نجده حول هذا الموضوع.

2. نجم عن النقطة السابقة تحد آخر يتمثل في صعوبة ترجمة المصطلحات التي تعتبر في مجملها مفردات جديدة في المعجم المالي، وقد لاحظنا أن هذا الإشكال لا يقتصر على اللغة العربية فقط إذ يواجه الباحثون الفرنسيون التحدي ذاته على اعتبار أن جميع ما قدم في هذا الموضوع كان باللغة الإنجليزية، مما أدى إلى عدم وجود اتفاق حول المصطلحات فبعضها تم اقتراضه مباشرة من اللغة الإنجليزية في حين تم الاجتهاد لإيجاد مقابلات لمصطلحات أخرى. وقد اجتهدنا إلى حد ما للقيام بالأمر ذاته، كما أننا خصصنا معجما (un glossaire) يتضمن معظم ما حواه البحث من مصطلحات ومقابلاتها باللغات الثلاث أو باللغة العربية والفرنسية على الأقل.

3. قلة المراجع التي تتناول هذا الموضوع بجميع حيثياته في اللغة الفرنسية والانجليزية، فجميع ما توفر لنا كان مقالات موجزة تكتفي بالتطرق إلى جزء من الموضوع : فمنها من ناقش المالية السلوكية كبديل لنظرية الكفاءة ومنها من ناقش ما توصل إليه البحث السلوكي في نظرية المحفظة دون مقابلته بتحليل "ماركوفيتز"... الخ.

4. باعتبار أن الموضوع لا يزال في بداياته، لم يتم التوصل إلى نتائج حاسمة في معظم جوانبه خاصة منها نظرية المحفظة ونموذج تسعير الأصول المالية MEDAF وهذا فرض علينا الإيجاز في مناقشة كل منهما وتركيز هدفنا على محاولة التعريف بما وصل إليه البحث في هذا الصدد.

5. أضف إلى الصعوبات السابقة، أنه وفي مراسلة مع موقع Vernimmen أشار علينا كل من "باسكال كيري، Pascal Quiry" و "يان لو فور، Yann le Fur" بتجنب هذا الموضوع حيث وصفاه بأنه ليس مجالاً خصباً للبحث كما لم يتم التوصل فيه لغاية الآن إلى شيء ملموس.

6. يفترض في مثل هذه المواضيع الجديدة إجراء دراسات اختبارية لإثبات صحة أحد الاتجاهين وهذا ما يقودنا إلى الحديث عن صعوبة أخرى، إذ أشار علينا الموقع السابق باللجوء إلى الاستبيان كونه يعد الأفضل في الدراسات السلوكية، لكن هذا صعب إلى حد ما فأين سيتم توزيع الاستبيان إذا ما تم إجراؤه، خاصة وأن بورصة الجزائر لا تزال بورصة فتية، كما أن عدد المتعاملين فيها لا يزال محدوداً، مما لا يسهل اختبار وجود انحرافات سلوكية فيها، كما يصعب اختبار مدى كفاءة المحفظة السلوكية لاستحالة تشكيلها أصلاً. لهذا السبب فضلنا الاكتفاء بإجراء دراسة تطبيقية على بورصة باريس من خلال جمع المعطيات الخاصة بالشركات المدرجة في مؤشر CAC40 عبر الإنترنت ومحاولة بناء مجموعة من المحافظ بما فيها المحفظة السلوكية التي حاولنا محاكاتها بالرغم من أنها لا تزال غير واضحة المعالم.

10. خطة وهيكل الدراسة :

لأجل مناقشة جميع جوانب الموضوع التي تمت الإشارة إليها سابقاً، قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول : فصلين نظريين وآخر تطبيقي.

قمنا بتخصيص الفصل الأول والذي يحمل عنوان " النظرية المالية السلوكية في مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية" لمناقشة كل من نظرية كفاءة الأسواق المالية والنظرية السلوكية، ولهذا الغرض تضمن مبحثين فقط مبحث خاص بكل نظرية.

في حين أن الفصل الثاني المعنون بـ "محفظة الأوراق المالية بين تحليل 'ماركوفيتز' والمالية السلوكية" فقد تضمن نقل النقاش المطروح في الفصل الأول إلى ميدان بناء المحفظة، ولذا كان لا بد من التطرق إلى كل ما يتعلق بمحفظة الأوراق المالية في النظرية التقليدية وهذا ما شكل موضوع المبحث الأول، ثم الانتقال إلى الحديث عن الاتجاه السلوكي في بناء المحفظة في المبحث الثاني، وأخيراً خصصنا المبحث الثالث للتطرق إلى الاتجاه السلوكي في تقييم وتحليل الأوراق المالية.

أما الفصل الأخير أو الدراسة التطبيقية فقد تضمن مبحثين أحدهما كان مخصصاً للتعريف بسوق باريس للأوراق المالية تمهيداً لإجراء دراستنا التطبيقية فيه والتي شكلت موضوع المبحث الثاني.

وفي الأخير حاولنا من خلال الخاتمة عرض ما توصلت إليه هذه الدراسة من نتائج مع طرح تساؤلات جديدة قد تشكل مواضيع لدراسات لاحقة في هذا الموضوع.

وكلنا أمل أن نكون قد وفقنا في إيفاء هذا الموضوع القليل من حقه، ويبقى عملنا مجرد اجتهاد قد يحالفنا الصواب في جزء منه وقد نخطئ في جزء آخر ولنا الأجر في كلتا الحالتين.

لقد شكلت فرضية رشادة الأفراد التي قدمها كل من "فون نيومان، Von Neumann" و"مورغنسترن Morgenstern" عام 1944 محور الجدل القائم مؤخرا في الأوساط الأكاديمية بين أنصار النظرية التي أصبحت تعد اليوم "تقليدية" "l'orthodoxie" بعد أن كانت أساس بناء النظرية المالية الحديثة، ألا وهي "نظرية كفاءة الأسواق"، وبين أنصار هذا الاتجاه البحثي الجديد الذي أخذ في الظهور حديثا، وزاد قوة بعد حصول "دانيال كانمان، Daniel Kahneman" أحد مؤسسيه، على جائزة نوبل للاقتصاد في عام 2002 ألا وهو "المالية السلوكية".

يعد عالم الرياضيات الفرنسي "لويس باشولبي" (Louis Bachelier, 1900) واضع الأسس الأولى لنظرية الكفاءة، لذا فقد اعتمدت هذه النظرية منذ تشكلها على الرياضيات، مما جعلها توصف بكونها نموذجا علميا كما جعل البحث فيها خصبا ومكثفا من احتضان عدة أعمال هدفها نمذجة السلوك الاقتصادي ومساعدة الأفراد على اتخاذ القرار، على غرار نموذج "تسعير الأصول المالية، MEDAF" لشارب عام 1964، أعمال ماركوفيتز في بناء المحفظة عام 1952، أعمال موديجلياني وميلر حول الهيكل المالي عام 1958 .

غير أن الإغراق في العلمية جعلها تبتعد عن الواقع، وتقف عاجزة عن تفسير بعض التشوهات الملاحظة في أسواق المال، وكثير من الاختلالات التي كان وراءها سلوك بشري غير مطابق للنموذج النظري، فالإنسان في الواقع لا يتصرف كما تمليه عليه النظرية، كما لا يفكر برشادة وعقلانية تامة وإنما يكون سلوكه في معظم الحالات وليد اللحظة خاصة عند التعامل في سوق المال.

لقد أثبت عالما النفس "كانمان" و "تفرسكي" "kahneman & Tversky" عام 1981 من خلال جملة اختبارات أن تفكير الإنسان تشوبه أخطاء إدراكية تتحكم في بناء توقعاته كالإفراط في الثقة والتفاؤل واللجوء إلى تبسيط عملية اتخاذ القرار، كما تؤثر على تفضيلاته التي قد تتغير كليا بمجرد إعادة صياغة المشكل المطروح. وكنتيجة للمزاوجة بين النظرية المالية ونظريات علم النفس ظهرت "المالية السلوكية" التي أصبح يطلق عليها النموذج البراغماتي أو الايجابي "la théorie positive" كونها تنطلق من ملاحظة الواقع ثم تقوم بالبناء النظري، فهي تعترف للإنسان بعدم رشادته وللأسواق بعدم كفاءتها.

سنتبع في هذا الفصل منهاجا مقارنا بغية إبراز الإطار النظري لظهور المالية السلوكية ولهذا الغرض قمنا بتقسيمه إلى بحثين، نحاول التطرق في المبحث الأول لنظرية كفاءة الأسواق المالية، يليه الحديث عن المالية السلوكية في المبحث الثاني.

المبحث الأول: نظرية كفاءة الأسواق المالية

بدأت نظرية الكفاءة كاتجاه فكري بالتبلور منذ ظهور أعمال "لويس باشوليبي، Louis Bachelier" عام 1900 وإثباته لعشوائية تغيرات الأسعار في سوق المال، ثم تعززت أكثر من خلال أعمال "فون نيومان Von Neumann" و"مورغنسترن، Morgenstern" وبنائهما لنموذج المنفعة المتوقعة عام 1944 الذي شكل الإطار المرجعي للسلوك الاقتصادي ككل، كما فتح الباب على مصراعيه للبحث في هذا الميدان الجديد مما جعل ظهور نظرية كفاءة أسواق المال عام 1965 نتيجة حتمية لأعمال عدة باحثين على رأسهم "يوجين فاما" وتشكل على هذا النحو اتجاه فكري علمي "un paradigme scientifique" متكامل، تبنى وجهة نظر أفلاطونية للواقع "une approche platonicienne"، وقام على ما اصطلح تسميته "homo oeconomicus" بمعنى : ضرورة الارتقاء بعلم الاقتصاد إلى أقصى درجات العلمية، من خلال تصور الإنسان ككائن عقلائي يساهم في الحياة ويسير موارده الاقتصادية بغية تعظيم منفعته، إلى جانب السعي إلى إضفاء طابع تجريدي على التحليل الاقتصادي عن طريق عزل سلوك الفرد وإقصاء أثر كل جانب أخلاقي أو سلوك اجتماعي.

هذه العلمية وهذا التجريد هو ما زاد من قوة نظرية الكفاءة، ولولا ذلك ما تم التوصل إلى نماذج رياضية على غرار : نموذج تسعير الأصول المالية MEDAF لشارب عام 1964، نموذج الخيارات الحقيقية ل"بلاك وشولز" "Black & Scholes" عام 1973، دون أن ننسى أعمال "موديجلياني وميلر" "Modigliani & Miller" حول الهيكل المالي عام 1958 وأعمال "ماركوفيتز" "Markowitz" عام 1952 في بناء المحفظة.

وبهذا الشكل كانت مجمل الأعمال والنماذج التي قامت في ظل نظرية الكفاءة تعتمد على المقاربة المعيارية (Normative) التي تحاول تكييف الواقع وإخضاعه لقوانينها (أي ما يجب أن يكون عليه الواقع). ما جعل في نهاية المطاف من المالية الحديثة (La finance néoclassique) المرتكزة على النظرية الاقتصادية النيوكلاسيكية الأكثر علمية من بين جميع العلوم الإنسانية.

1. ظهور نظرية كفاءة الأسواق المالية

لقد انقسم المجتمع العلمي إلى معسكرين في سبيل البحث عن إمكانية الاستفادة من تاريخ سعر ورقة مالية (ماضي الأسعار) لأجل التنبؤ بسعرها المستقبلي. وحاول كل معسكر إثبات وجهة نظره ودعمها بالأدلة والبراهين والتجارب اللازمة¹:

فمن جهة ظهر أصحاب النظرية الفنية (la théorie technique ou chartiste) من أمثال: "تشارلز داو، Charles Dow"، "ويليام بيتر هاميلتون، William Peter Hamilton" وهم يعدون من أنصار المعتقد القديم القائل "اتجاه الأسعار هو صديقك" "Trend is your friend". تتمثل الفرضية الأساسية لهذه النظرية في المقولة التالية: "إن ماضي سعر ورقة مالية غني بالمعلومات حول سلوكه المستقبلي"؛ "the past behaviour of a security's price is rich in information concerning its future behaviour"².

في حين تشكل المعسكر الثاني من أنصار "نظرية السير العشوائي للأسعار، Random walk hypothesis" (RWH)، (hypothèse de Promenade Aléatoire HPA)*، على رأسهم "لويس باشوليني"، (ووركينغ، Working)، (كاولز، Cowles)، (كيندل، Kendall). فقد أوضح عالم الرياضيات الفرنسي "لويس باشوليني"، منذ أكثر من 110 سنوات (في عام 1900)، في رسالة الدكتوراه التي أعدها والتي تحمل عنوان "نظرية المضاربة" (théorie de la spéculation) بأنه ليس في وسع المشتريين والباعة في سوق المال تحقيق أرباح غير عادية (des profits systématiques)**، كما أوضح بأن الأسعار تخضع لسيرورة عشوائية³ ناجمة في الأساس عن العدد اللامحدود للعوامل المتحركة في تغير الأسعار، وهي نتيجة أثبتتها فيما بعد الأعمال التجريبية لكل من: "ووركينغ، 1934"، "كاولز، 1933، 1937، 1944"

¹ - Voir : Dhekra Azouzi, Essai en finance comportementale ; Les biais psychologiques et leurs implications sur les prix : enjeux conceptuels et portées pratiques (cas de marché financier tunisien), Thèse de Master, faculté des sciences économiques et de gestion, université Tunis, El-Manar, juin 2006, P : 05.

² - Id.

* - قد يطلق على هذه النظرية باللغة الفرنسية اسم "la marche aléatoire" أو "la promenade au hasard" وكلا الاسمين شائع الاستعمال.

** - يقصد بالريح غير العادي الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

³ - Michel Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, in : Revue française de gestion, avril 2005, P : 170.

كما أثبتتها بدوره "كيندل" من خلال الاختبارات الميدانية* التي أجراها على سوق المال البريطاني.

في عام 1965 أوضح "سامويلسن، Samuelson" بأن الأسعار المتوقعة بشكل صحيح تتحرك على نحو عشوائي، فإذا كان السوق قد أخذ في الحسبان جميع المعلومات المتاحة، فإن ما يجعل الأسعار تسلك سيرورة عشوائية هي المعلومات المجهولة وغير المتاحة¹.

وقد حسم هذا الجدل بين المعسكرين مهيمنة أنصار نظرية السير العشوائي وذلك من خلال ظهور نظرية كفاءة الأسواق المالية في مدرسة شيكاغو بالولايات المتحدة الأمريكية في أوائل الستينات، وهكذا تشكلت نظرية كفاءة** الأسواق المالية لتغدو فيما بعد الدعامة الأساسية والصلبة لما أصبح يعرف بالمالية الحديثة*** وجميع ما ظهر فيها من نماذج، وتدين بتسميتها إلى "هاري روبرتز، Harry Roberts" الذي أطلقها عليها عام 1967².

يعكس مفهوم كفاءة أسواق المال العلاقة بين أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها وبين البيانات والمعلومات المتوفرة على مستواها³، وقد شهدت هذه النظرية انتشارا واسعا في الأوساط الأكاديمية وبالرغم من أن "سامويلسن، 1965" هو من قام بأول محاولة لتعريف السوق الكفاء وعلاقته بعشوائية الأسعار⁴، إلا أن الفضل في شهرة هذه النظرية يعزى إلى "يوجين فاما، Eugene Fama" نظرا لكثرة الأعمال والدراسات التي قدمها في هذا المجال، وفيما بعد للدفاع عن هذه النظرية.

فما المقصود بمفهوم "كفاءة الأسواق المالية"؟

* - لقد نبه Nihat Aktas في مقاله : "la 'finance comportementale' : un état des lieux" إلى خطأ شائع ناجم عن الترجمة الخرفية من اللغة الإنجليزية لمصطلح empirical الذي يشيع استخدامه في عبارة "empirical evidence"، إذ تعني هذه العبارة في اللغة الإنجليزية : إثبات النتيجة المتوصل إليها عن طريق استعمال نماذج علمية تعتمد التجربة كأداة للإثبات " validation d'hypothèses théoriques par des méthodes scientifiques à caractère expérimental"، غير أن مقابلها الحرفي في اللغة الفرنسية "évidence empirique" فيشير إلى استعمال مقارنة تجريبية وعملية " expérimentale" لأجل الوصول إلى النتيجة، وهذا يختلف بطبيعة الحال عن استعمال منظور علمي مبني على التجربة، ونبه بدورنا إلى انتقال هذا الخطأ إلى اللغة العربية بفعل النقل عن اللغة الفرنسية، حيث شاع استخدام مصطلح "الأدلة التجريبية" في حين أن الأصح هو ما ذكرناه سابقا كشرح للعبارة الإنجليزية، كما نفضل استخدام عبارة "الاختبارات الميدانية" أو حتى "الاختبارات التجريبية".

¹ - Id.

** - نبه كذلك Nihat Aktas إلى أن المصطلح الفرنسي "efficience" هو ترجمة تقريبية للمصطلح الإنجليزي "efficiency"، حيث أن الترجمة الخرفية له هي "efficacité"، كما أن المقابل الإنجليزي لـ "efficience" هو "effectiveness".

*** - يطلق على جميع الدراسات التي ظهرت في علم المالية ابتداء من النصف الثاني من القرن الماضي اسم المالية الحديثة، غير أننا وبالنسبة لموضوع دراستنا تعد مالية تقليدية فلا تناقض إذا أشرنا لها في هذا المبحث باسم المالية الحديثة ثم غيرناه إلى المالية التقليدية عند التطرق لاحقا للمالية السلوكية.

² - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 06.

³ - أنظر: محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، (د،ت)، ص : 123.

⁴ - نفسه، ص : 124.

نحاول فيما يلي التطرق إلى بعض العناصر الأساسية لفهم فلسفة هذه النظرية وفحواها وعلى رأسها مفهوم الكفاءة، غير أن طرحنا سيكون موجزا بعض الشيء لكثرة الكتب والدراسات التي سبق وأن تناولت هذا الموضوع بكثير من التفصيل¹.

يقصد بالكفاءة عموما : القدرة على الأداء الجيد لمهمة معينة*، وعلى هذا يكون السوق المالي كفؤا إذا كان يؤدي دوره على أتم وجه أي : يسمح بتمويل المؤسسات (من خلال إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية)، ويضمن إعادة تخصيص الموارد (من خلال شراء وبيع الأوراق المالية في السوق الثانوية)².

يتم عادة تعريف الكفاءة في الأدبيات المالية بكونها محصلة لثلاثة أشكال من الكفاءة :

* الكفاءة التخصيصية : l'efficience allocationnelle.

* الكفاءة التشغيلية أو العملية أو التنظيمية : l'efficience opérationnelle, organisationnelle.

* الكفاءة المعلوماتية أو الإعلامية : l'efficience informationnelle.

تتعلق الكفاءة التخصيصية بالقدرة على إعادة توزيع رأس المال، وعليه يكون السوق كفؤا من الناحية التخصيصية إذا توفرت لديه القدرة على إعادة توجيه المدخرات نحو أفضل المشاريع الاستثمارية وبالتالي المساهمة في التطور الاقتصادي³.

أما الكفاءة التشغيلية فهي تتعلق بتكلفة الحصول على رأس المال، إذ تسمح بالالتقاء الأمثل بين طالبي وعارضي الأموال، بشكل يرضي كلا الطرفين، ولها السبب تجعل للوسطاء الماليين دورا هاما في إتمام هذه العملية بأقل التكاليف وأنسب العوائد.

في حين أن الكفاءة المعلوماتية هي التي تقصد عادة عند الحديث عن كفاءة سوق المال وكما ذكرنا سابقا

¹ - لمزيد من الاطلاع والتفصيل، أنظر إلى المراجع التي تم الاعتماد عليها في هذا الجزء وعلى رأسها :

- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص ص : 121-136.

- هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراة غير منشورة، الجزائر، 2007-2008، ص ص : 131-158.

- مفتاح صالح ومعاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، في : مجلة الباحث، العدد السابع، 2009-2010، ص ص : 181-194.

* - يتضح من خلال هذا التعريف معنى الملاحظة السابقة حول كون المصطلح الفرنسي "efficience" ليس إلا ترجمة تقريبية لمصطلح "efficiency" وأن المقابل الخري هو "efficacité" وبالفعل فإن هذا الأخير (أي الفعالية) يشير إلى القدرة على الأداء الجيد لمهمة معينة.

² - Voir : Clotilde Wetzler, La finance comportementale ; d'une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers, thèse de Master, université Paris II Panthéon Assas, 2008-2009, P : 10.

³ - Id.

فإن مفهومها عادة ما يرتبط بـ "فاما"¹، فقد عرفها في عام 1965 لأول مرة بـ* : " يكون سوق المال كفؤًا من الناحية المعلوماتية إذا وفقط إذا عكس سعر الأصل المالي المتداول فيه جميع المعلومات المتعلقة به وبشكل فوري"².

إن جوهر مفهوم الكفاءة المقدم من طرف "فاما" لم يتغير بشكل فعلي منذ سنوات الستينات وإن تغيرت التعاريف التي صاغها، فعند الحديث عن الكفاءة المعلوماتية تتم دائما العودة إلى المفهوم الذي قدمه سنة 1970، " يكون السوق المالي كفؤًا إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه جميع المعلومات المتاحة"³ وعرض "بيفر، Beaver" عام 1981 تعريفاً اتسم بالبساطة والوضوح "حيث يرى أن سوق الأوراق المالية تكون كفؤة بالنسبة لنظام معين إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة"⁴.

في حين اقترح "جنسن، Jensen" عام 1978 مفهوماً للكفاءة يستند على مفهوم التحكيم ويأخذ في الاعتبار تكاليف الصفقات وتكاليف الحصول على المعلومات، حيث قال : " يكون السوق كفؤًا إذا كانت أسعار الأصول المسعرة فيه تأخذ في الحسبان جميع المعلومات المتعلقة بها، مما لا يدع للمستثمر عند شرائه أو بيعه لهذه الأصول أية فرصة لتحقيق ربح يفوق تكاليف الصفقة"⁵.

وأخيراً حاول "فاما" عام 1991 تقديم تعريف يتوافق مع الذي قدمه جنسن (1978) ويأخذ في الاعتبار تكاليف الصفقات والتكاليف المرتبطة بعملية التنبؤ فقال : " في السوق الكفاء، تعكس الأسعار جميع المعلومات إلى غاية المستوى الذي تصبح فيه الأرباح الإضافية الناجمة عن استغلال المعلومة مساوية تماماً للتكاليف الإضافية المرتبطة بالحصول عليها"⁶.

نستنتج تبعاً لهذه المفاهيم أن الأسعار في سوق المال لا تتبع نمطاً معيناً، لأن تطورها من يوم لآخر ليس إلا نتيجة لصدور معلومات جديدة، فإذن لا علاقة تربط بينها مما يجعل أي عملية تحليل في مجرد مضبعة للوقت لأنه

¹ - Voir : Jacques Hamon, Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, In : les grands auteurs en finance collection dirigée par Michel Albouy, Edition ems, Colombelles, 2003, P : 88.

* - « ...In an efficient market at any point in time, the actual price of a security will be a good estimate of its intrinsic value » (Fama,1956).

² - Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 11.

³ - Voir : J. Hamon, Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, In : les grands auteurs en finance Op.Cit, P : 101.

⁴ - م. صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص: 125.

⁵ - C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 13.

⁶ - J. Hamon, Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, In : les grands auteurs en finance, Op.Cit, P : 101.

من المستحيل التنبؤ بالتغيرات المتتالية للأسعار¹، وقد شرح "باشولبي" هذا بوجود آراء متناقضة تتعلق بتطور الأسعار، ففي الوقت الذي يعتقد فيه المشترون بأن الأسعار سترتفع نجد أن الباعة يعتقدون في انخفاضها ونتيجة لذلك فإن السوق (جمهور المضاربين) لا يمكن أن يعتقد في أية لحظة في أي من الاتجاهين، لأن هناك عدد متساو من الباعين والمشتريين لكل ورقة مالية².

إن لكفاءة سوق المال شقان : شق نظري تمثله "الكفاءة التامة"، وآخر عملي أقرب إلى الواقع تمثله "الكفاءة الاقتصادية"، يتجلى الفرق بينهما في مقدار الفاصل الزمني بين لحظة تدفق المعلومات وانعكاسها على السعر فالكفاءة التامة (النظرية) تشترط عدم وجود فاصل زمني، في حين أن الكفاءة الاقتصادية "الواقعية" تقر بوجود فاصل زمني، قد يطول وقد يقصر، يمكن للسعر خلاله أن يبتعد مؤقتا عن القيمة الحقيقية، كما قد يتاح لبعض المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية، وعلى هذا الشكل تكون السوق أكثر كفاءة كلما زادت قدرتها على تقليص ذلك الفاصل الزمني³.

مما سبق يظهر جليا الدور الهام الذي تلعبه المعلومات في سوق المال، فهي تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات الشراء والبيع كونها تحدد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، كما أن كفاءة السوق تتوقف من جهة على مدى توافر المعلومات وعلى سرعة وصولها من جهة أخرى⁴، وتبعاً لهذا تظهر مستويات ثلاثة ممكنة لكفاءة السوق أو هناك من يطلق عليها صيغ الكفاءة هي :

➤ **الصيغة الضعيفة للكفاءة** : تعكس الأسعار عند هذا المستوى المعلومات الماضية (التاريخية) المتعلقة بالتغير في أسعار وأحجام التداول، وهذا معناه استحالة التنبؤ بسعر الورقة المالية بالاعتماد على هذه المعلومات لأنه ثبت لنا سابقاً أن لا علاقة تربط بين الأسعار لأن حركتها عشوائية.

➤ **الصيغة المتوسطة للكفاءة (شبه قوية)** : عند هذا المستوى تعكس الأسعار إلى جانب المعلومات الماضية المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور سواء تعلق بالاققتصاد ككل أو بالمؤسسة مصدرة الورقة المالية ناهيك عن أي تنبؤات أو تحليلات لهذه المعلومات.

¹ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 06.

² - Voir : Id .

³ - أنظر : هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الجزائر، 2007-2008، ص : 134.

⁴ - م. صالح الخناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص: 130-131.

➤ **الصيغة القوية للكفاءة** : تعكس الأسعار عند هذا المستوى جميع المعلومات المتاحة للعامّة إلى جانب المعلومات الخاصة بفتة معينة (المخبطون، Initiés, Insiders) وعند هذا المستوى لا يمكن لأي مستثمر-حتى لو امتلك مهارة في التحليل- أن يحقق أرباحا غير عادية¹.

تبقى في الأخير الإشارة إلى أن الكفاءة المعلوماتية التي غالبا ما تقصد عند الحديث عن كفاءة سوق المال ليست هدفا في حد ذاتها، وإنما هي أحد الوسائل، إلى جانب الكفاءة التشغيلية، لضمان جودة الكفاءة التخصيصة²، فلا وجود لتخصيص أمثل للموارد (أي إيجاد حل للمشكلة الاقتصادية) من دون الاستناد إلى سعر يعكس جميع المعلومات المتاحة³.

لأجل استيعاب وفهم هذا الطرح الذي جاءت به نظرية الكفاءة، لا مناص من معرفة وفهم الفروض التي تأسست عليها، لذا سنحاول فيما يأتي التعرض لهذه الفرضيات مع التركيز بشكل أكبر على مفهومين اثنين شكلا فيما بعد الحلقة الأضعف في هذه النظرية.

2. الفرضيات الأساسية لنظرية كفاءة الأسواق المالية

لقد قامت فكرة الكفاءة المعلوماتية لأسواق المال على جملة من الفرضيات المتعلقة بسلوك المستثمرين والسوق على حد سواء، نحاول في هذا الصدد الإشارة إليها بشكل مجمل وسريع⁴ :

(1) يتمتع جميع المستثمرين بالرشادة -العقلانية- (Des investisseurs rationnels)، هذا يعني أن كل المستثمرين يسعون إلى تعظيم منفعتهم، كما أن لهم توقعات متجانسة حول الخصائص المالية للأصول المسعرة في السوق⁵.

(2) يتصف السوق بمجانبة المعلومات وسرعة انتشارها، فالمعلومات متاحة للجميع دون أي تكلفة وهذا ما يعمل على تماثل التوقعات بشأن الحركة المستقبلية للأسعار.

¹ - أنظر : نفسه، ص : 128-129.

² - Voir : J.Hamon, Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, In : les grands auteurs en finance Op.Cit, P : 100.

³ - Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 11.

⁴ - مزيد من التفصيل، أنظر : هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار، مرجع سابق، ص : 135-138.

⁵ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 07.

(3) حرية تامة في تداول الأوراق المالية دون أي قيود ضريبية أو جمركية أو غيرها من الحدود الخاصة بالتداول*، غير أن هذا الفرض مستحيل التحقيق في الواقع ولذا فالأصح القول بأن الفرد يقبل على الاستثمار حين يقدر بأن الربح المتوقع أكبر من تكاليف الصفقات المحتملة¹.

(4) وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرتهم على التأثير في الأسعار من خلال أوامر البيع والشراء فوحدها المعلومات تؤثر على الأسعار وهو ما يطلق عليه: (atomicité des investisseurs) والأمر سيان بالنسبة لمستوى السيولة².

أما "أندري شليفير، Andrei Shleifer" فقد أجملها سنة 2000 في أسس ثلاثة وأعاد صياغتها بشكل يوضح كيفية الوصول إلى الكفاءة، حيث نجد :

1. رشادة المستثمرين : إذ في وسعهم تحديد القيمة الحقيقية (la valeur fondamentale) لكل أصل والتي تتحدد بمجموع التدفقات المستقبلية المستحدثة.

2. حتى إذا وجد في السوق بعض المستثمرين الذين تنقصهم العقلانية، فإن هذا لا ينتقص من كفاءة السوق لأن قراراتهم غير مرتبطة (non corrélées) وإنما هي عشوائية يمكن لآثارها أن تلغي بعضها البعض (se neutraliser) من دون أن يكون لها أي وقع على الأسعار³.

3. إذا كان هناك مستثمرون لا يتمتعون بالرشادة، فحتما يتمتع بها آخرون ونقصد هنا "المحكمون" (les arbitragistes)** الذين تقود تصرفاتهم إلى إلغاء أثر النوع الأول من المستثمرين، ناهيك عن أن فئة المستثمرين غير العقلانيين محكومة بالزوال على حد قول "ميلتون فريدمان، Milton Friedman، 1953"⁴ بفعل الخسائر التي تتكبدتها باستمرار والتي تؤدي إلى التناقص التدريجي في ثروتها وصولا إلى اختفائها، فقوى السوق هي التي تعمل على إزالة وإقصاء هذه الفئة من المستثمرين⁵.

* - يمكن للمستثمر أن يتعامل بالبيع أو الشراء على أية كمية من الأوراق مهما صغر حجمها دون أي قيد.

¹ - Voir : Moez Sedghiani, Essai en finance comportementale; phénomène de sur-réaction et des bulles spéculatives : une investigation empirique sur le marché boursier tunisien, Thèse des études approfondies en finance, faculté des sciences économiques et de gestion, université Tunis, El-Manar, mai 2004, P : 10-11.

² - أنظر : مفتاح صالح ومعاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، في : مجلة الباحث، العدد السابع، 2009-2010، ص : 182.

³ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 07.

** - يصح أيضا استعمال مصطلح "les arbitrageurs".

⁴ - Cité par : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 08.

⁵ - Voir : Id.

إذن فنظرية كفاءة السوق **HEM** تعتبر بأن تقييم السوق لأي سلعة أو ورقة مالية هو :

- أفضل تقدير لقيمتها.
- هو انعكاس تام ودقيق لكل المعلومات المتاحة.
- يتغير ويصحح عند ورود معلومات جديدة.

نحاول الآن الاستفاضة في شرح مفهومين أساسيين شكلا الأرضية الصلبة لنظرية الكفاءة خصوصا أن أحدهما كان السبب وراء الهجوم الذي تعرضت له لاحقا، هذين المفهومين هما :

➤ العقلانية (الرشادة)، *La rationalité*

➤ التحكيم، *l'arbitrage*

1. الرشادة (العقلانية)، *La rationalité*

يعد كل من "جون فون نيومان، John Von Neumann" * و"أوسكار مورغنسترن، Oskar Morgenstern" أول من قاما بتأسيس نظرية عامة للخيار العقلاني (*le choix rationnel*) في مواجهة الخطر ** تعدى صداها المجال الاقتصادي، وذلك في المؤلف الذي قاما بنشره عام 1944 تحت عنوان "نظرية الألعاب والسلوك الاقتصادي" (*la théorie des jeux et du comportement économique*) حيث ضمناه المسلمات الأولى لمفهوم الخيار العقلاني الذي يشكل الخطوة الأولى في بناء نموذج المنفعة المتوقعة (*the expected utility model*).

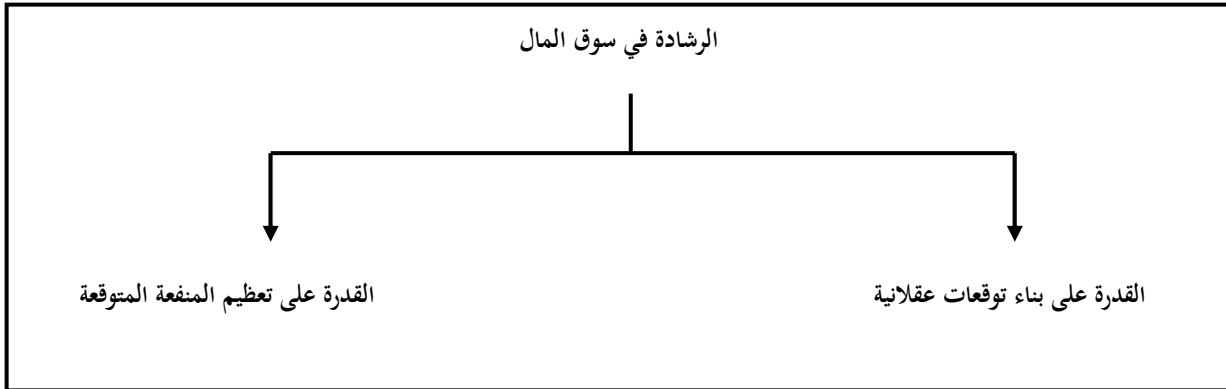
* - جون فون نيومان (1903-1957) رياضي أمريكي هنغاري، قدم مساهمات واسعة وهامة في كثير من المجالات كالاقتصاد والإعلام الآلي ويعتبر من أهم علماء الرياضيات في التاريخ.

** - يفرق كل من Zvi Bodie و Robert Merton في كتابهما "Finance" بين كل من الخطر وعدم اليقين، فهما يريان بأن عدم اليقين *l'incertitude* يعبر عن الحالة التي يجهل فيها المستثمر ما الذي سيحدث بالتحديد في المستقبل، أما الخطر *le risque* فهو حالة من عدم اليقين تمتد أثرها ليطال الثروة الخاصة للمستثمر، إذن فهو عدم اليقين الذي يطال المستثمر لأن ثروته قابلة للتأثر به، وعلى هذا فإن عدم اليقين شرط لازم وضروري لكنه غير كاف لوحده حتى يكون هناك خطر وفي المقابل فإن كل وضع خطر يتضمن تلقائيا حالة من عدم اليقين (خطر ← عدم اليقين). ولمزيد من التفصيل، أنظر :

- Zvi Bodie et Robert Merton, Finance, Traduit de l'anglais par : Christophe Thibierge, 2^{ème} Edition, Paris, 2007 PP : 289-291.

تظهر العقلانية على مستوى سوق المال من جهة في قدرة المستثمرين على بناء توقعات عقلانية (Des anticipations rationnelles) وفي قدرتهم على تعظيم منفعتهم المتوقعة من جهة أخرى¹. وهذا ما يظهر من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (01-01) : الرشادة في سوق المال



المصدر : من إعداد الطالبة

يشكل مفهوم التوقعات العقلانية في النظرية المالية جوهر نظرية كفاءة الأسواق، والحديث عن التوقع يقود إلى الحديث عن قاعدة المعطيات التي يتم الاعتماد عليها، هذه الأخيرة تضم جملة من المعلومات يمكن تصنيفها إلى مجموعتين : مجموعة المتغيرات الأساسية التي ترتبط مباشرة بالمتغيرات المدروسة (الأسعار، توزيعات الأرباح... الخ) ومجموعة المتغيرات الإضافية (يطلق عليها اسم "sunspots" [taches solaires]) التي يمتثل أن تؤثر بشكل غير مباشر حين يأخذها الأفراد في الحسبان، إذ يظهر تأثيرها الفعلي حين يتوقع بعض المستثمرين أن غيرهم يعتقد بأن حدثا ما، في العادة لا علاقة له بالسوق، سيؤثر على حركة الأسعار (وهذا وفقا لما ينص عليه المعتقد الكلاسيكي للعبة المرأة ل (كاينز، 1936 Keynes)².

بمجرد الانتهاء من جمع المعلومات، تأتي مرحلة القيام بالتوقع، يكون التوقع $\hat{Y}_{t+1/t}$ المشكل في الزمن t عقلانيا من الناحية الرياضية إذا كان يساوي التوقع الرياضي ل Y_{t+1} المشروط بالمعلومة المتاحة في الزمن t أي I_t كما يلي :

$$\hat{Y}_{t+1/t} = E(y_{t+1}/I_t) \dots \dots \dots (1)$$

¹ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 08-09.

² -Voir : Roland Gilet et Ariane Szafarz, Marchés financiers et anticipations rationnelles, In : Reflets et Perspectives, février 2004, P : 08.

يقوم مفهوم الكفاءة المعلوماتية على أساس العلاقة بين السعر السوقي والمعلومة التي ساهمت في تشكيله ويرتكز مفهوم "فاما" للكفاءة (1970/1965) على عنصرين أساسيين هما : فرضية التوقع العقلاني وشرط التوازن الذي يساوي بين العائد المطلوب والعائد المتوقع.

فليكن مثلاً: سعر سهم P_t وتوزيعات الأرباح d_t في الزمن t ، وليكن العائد المطلوب r .

يكون شرط التوازن الذي يحقق المساواة بين العائد المطلوب والعائد المتوقع بشكل عقلائي كالتالي :

$$r = \frac{E [P_{t+1}/I_t] + E [d_{t+1}/I_t] - P_t}{P_t}$$

ويمكن إعادة صياغتها كالتالي :

$$P_t = \frac{1}{1+r} [E[P_{t+1}/I_t] + E[d_{t+1}/I_t]] \dots\dots\dots (2)$$

حيث :

P_t : هو سعر السهم في الزمن t

d_t : توزيعات الأرباح في الزمن t

r : العائد المطلوب

I_t : المعلومة المتاحة في الزمن t .

تساوي العلاقة (2) بين السعر الحالي والقيمة الحالية لمجموع كل من الأسعار المستقبلية P_{t+1} المتوقعة وتوزيعات الأرباح المستقبلية المتوقعة d_{t+1} ، وعليه فعند القيام بالتوقع العقلاني تكون القيمة الحالية الصافية (الربح الصافي le gain net) معدومة¹.

فلا وجود إذن لفائض قيمة (excess return , excès de rendement) بالنسبة للمردودية المفروضة عند مستوى الخطر المحتمل، وعليه لا يمكن التغلب أبداً على سوق كفؤ، بعبارة أخرى تحقيق أرباح غير عادية تفوق

¹ - Voir : Ibid, P : 09.

عائد السوق عند التوازن، ولن يتعرض أي مستثمر فيه للأذى، وهذا يتوافق مع مفهوم "جنسن" 1978، Jensen "للكفاءة".¹

إن مفهوم الرشادة يحدد السلوك الواجب إتباعه في السوق، إذ يسعى العون الاقتصادي إلى الوصول إلى الأمثلية (l'optimum) ويظهر في سبيل ذلك إرادة وأنانية لا محدودة، بمعنى أن سلوكه في لحظة اتخاذ القرار مستقل عما يجري حوله، وكل ما يهمله هو منفعته الخاصة² (أي أنه يتبع نمطا سلوكيا معيناً يمليه عليه النموذج لا تأثير للفرد عليه)*.

إذا ما ظهرت بعض السلوكيات غير العقلانية في السوق، فإن التحكيم – كما ذكرنا سابقاً – كفيل بالعمل على إعادة السوق إلى وضع التوازن، فما هو التحكيم؟ وما علاقته بكفاءة السوق؟

2. التحكيم، l'arbitrage

لقد كان "روس، Ross" هو أول من طرح مفهوم التحكيم عام 1976، ويعرفه كل من "روبرت مورتن، Robert Merton" و"زفي بودي، Zvi Bodie" بكونه: "الشراء ثم البيع الفوري لأصول متماثلة بهدف الاستفادة من فارق السعر بين العمليتين"³، ويرتكز التحكيم على قانون السعر الوحيد (la loi du prix unique)** الذي ينص على أنه: "في سوق تنافسي يكون لأصلين متماثلين نفس السعر"⁴.

ويقدم "شليفر، 2000"⁵ تعريف كل من "ألكسندر، Alexandre" و"شارب، Sharpe" الذي قدمه سنة 1990 والذي ينص على أن التحكيم هو الشراء والبيع المتزامن لنفس الورقة المالية على مستوى سوقين مختلفين وبأكبر سعر ممكن***.

¹ - Voir : Ibid, P : 10.

² - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 09.

* - يميز André Orléan في مقاله بين أربعة أنواع من الرشادة هي :

- الرشادة الأساسية la rationalité fondamentaliste، الرشادة المالية la rationalité financière، الرشادة الإستراتيجية la rationalité stratégique، الرشادة ذاتية المرجعية la rationalité autoréférentielle، ولمزيد من التفصيل، أنظر :

- André Orléan, efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique, In : les crises financières, Sur : www.parisschoolofeconomics.com/orlean-andre/depot/publi/marchesfi.pdf.

³ - Zvi Bodie et Robert Merton, Finance, Op.Cit, P : 225.

** - La loi du prix unique : « sur un marché concurrentiel, deux actifs équivalents vont tendre à avoir le même prix».

⁴ -Id.

⁵ - Cité par : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 09.

*** - «The simultaneous purchase and sale of the same, or essentially similar, security in two different markets for advantageously different prices».

إذن يتجلى من خلال هذه التعاريف أن وظيفة المحكمين هي العمل على تصحيح السعر عند انحرافه مؤقتاً عن قيمته الحقيقية (التي تعكس المعلومات الأساسية حول المؤسسة)*، ولشرح كيفية حدوث هذه العملية نعطي مثلاً بورقة مالية لها بديل أمثل أي ورقة مالية أخرى بنفس مستوى الخطر النظامي، يفترض أن يكون لكلا الورقتين نفس السعر عند التوازن، وفي الحالة العكسية تكون هناك إمكانية تحقيق ربح دون تحمل أي خطر من خلال القيام بعمليتين متزامنتين: بيع الورقة الأعلى و شراء الورقة الأقل ثمناً، فإذا نهج جميع المستثمرين "العقلانيين" هذا السلوك فستؤدي كثرة الطلب على الورقة الأقل سعراً إلى ارتفاع ثمنها، في حين أن كثرة المعروض من الورقة الأعلى سعراً ستؤدي إلى انخفاض ثمنها.

وبالتالي سيعمل سلوك المحكمين على تساوي سعر كلا الورقتين، بحيث كلما كانت هذه العملية أسرع كان السوق أكثر كفاءة، وعلى مستوى سوق مثالي** (Un marché parfait) تعطي جميع الأوراق ذات خطر نظامي تماثل عوائد متماثلة (نفس السعر)¹.

نلاحظ بأن جميع المفاهيم والأسس التي قامت عليها فكرة الكفاءة تركز على قدرة السوق على الوصول إلى سعر يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية، مما يبرز الأهمية البالغة التي يحظى بها ميكانيزم الأسعار في إطار هذه النظرية ولذا لا بد من معرفة الكيفية التي يفترض بالأسعار أن تتشكل وفقها داخل سوق كفؤ.

3. تشكل الأسعار داخل سوق كفؤ

تنطوي نظرية الكفاءة على مفهوم أساسي ألا وهو أن للأوراق المالية قيمة محورية أو حقيقية [une valeur fondamentale / intrinsèque] يسبق وجودها الدخول إلى السوق، بحيث ينبغي عليه الوصول إلى أفضل وأدق تقدير لها².

* - لا يتطلب التحكيم من الجانب النظري رأس مال كما لا ينجم عنه أي مخطر، أما كفاءته فتربط بمدى وجود البديل الأقرب.

** - يتمتع جميع المستثمرين في السوق المثالي بالعقلانية، حيث يمكن تعريفه بأنه السوق الذي لا توجد فيه أية فرصة للقيام بالتحكيم، فلا وجود فيه لوجبات مجانية، " No free

lunches, des repas gratuits" أي [un marché parfait= totalement efficient].

¹ - لمزيد من التفصيل ولفهم عملية التحكيم أكثر، أنظر :

- Zvi Bodie et Robert Merton, Finance, Op.Cit, P : 225.

² - Voir : A.Orléan, efficience, finance comportementale et convention, In : les crises financières, Op.Cit P : 242.

تمثل القيمة الحقيقية في القيمة المستحدثة (الحالية) للتدفقات المستقبلية التي تولدها الورقة المالية، بحيث يمكن حسابها من خلال العلاقة التالية :

$$v = \frac{D_1}{(1+t)} + \frac{D_2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+t)^n}$$

حيث تمثل :

V : القيمة المتوقعة للورقة المالية .

D_1, D_2, \dots, D_n : التوزيعات النقدية ممثلة في توزيعات الأرباح.

n : الزمن.

t: معدل الاستحداث (الخصم).

كما يمكن إعادة كتابة العلاقة السابقة كالآتي¹ :

$$v = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+t)^n}$$

إن التدفقات المستقبلية غير معروفة، ويجب على المستثمر توقعها بالاعتماد على معارفه وعلى المعلومات التي بحوزته وهنا يظهر الدور الهام للرياضيات التي تسمح بالتنبؤ* بما موضوعية بعد إزالة كل اثر لفسية المستثمر عليها [la subjectivité]، بحيث يبقى المتغير الوحيد هو المعلومات التي تبني عليها التوقعات لا الآراء الشخصية للمستثمرين.

¹ - أنظر : هواري سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، في : مجلة الباحث، العدد الخامس، 2007، ص : 113.

* - حسب نظرية الكفاءة يمكن التنبؤ بالمستقبل، وهذا ما يعلل تسميتها بالنموذج العلمي.

حين تكون التوقعات عقلانية، يتفق جميع المتعاملين على القيمة الحقيقية ويعكس السعر عندها أفضل تقدير لها ومن هنا فإن أي تغير في السعر يمكن تفسيره بقدوم معلومات جديدة فهو يتغير إذن تبعا للمعلومات التي تتغير بدورها بشكل عشوائي¹.

لكن ما الذي يثبت بأن السعر يتشكل وفقا لهذا الميكانيزم؟ بعبارة أخرى ما الذي يثبت كفاءة سوق المال؟

لقد تراكمت مع مرور الوقت الأدلة العلمية على الكفاءة في جميع أسواق المال العالمية وهذا ما دفع "جنسن" عام 1978 إلى القول بأنه "لم يسبق وأن حظي أي موضوع مقترح في علم الاقتصاد بمثل هذا القدر من الأدلة والاختبارات التي تدعمه"²، ولذا سنحاول فيما يأتي معرفة السبل التي انتهجها الباحثون لإثبات كفاءة سوق المال.

4. إثبات كفاءة سوق المال

إن الاختبارات المجراة لأجل إثبات الكفاءة كثيرة جدا، كما أن لكل باحث طريقته في تصنيفها*، ومن المستحيل في هذا المقام رصدها وعرضها جميعا، ولذا اخترنا الاكتفاء بالإشارة إلى نوع الاختبار الخاص بكل مستوى: فللمستوى الضعيف، يتم عادة اختبار القدرة على التنبؤ بالعوائد (prévisibilité des rendements) انطلاقا من السلاسل الزمنية للأسعار الماضية³. كما يتم اللجوء لأجل اختبار فرضية السير العشوائي للأسعار إلى البحث عن مدى إمكانية تحقيق أرباح من خلال اللجوء إلى بعض الاستراتيجيات الفنية كاستعمال طريقة الفلتر (المرشح، les filtres)** وطريقة المتوسط المتحرك. غير أن التجارب أثبتت عجز هذه الأدوات عن فعل ذلك وحتى لو استطاعت بعض الدراسات إثبات تحقيق أرباح غير عادية عن طريق اللجوء إلى مثل هذه الاستراتيجيات فإن هذه الأرباح تبقى دائما أقل من تكاليف الصفقات المرتبطة بها⁴.

¹ - Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 11-12 .

² - D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 10.

* - نشير إلى أن "ميشال ألبوي" قد صنف الطرق المتبعة لإثبات كفاءة السوق في مقاله " Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ?" إلى قسمين : اختبار السلاسل الزمنية لأسعار التداول ودراسة الأحداث.

³ - R.Gilet et A.Szafarz, Marchés financiers et anticipations rationnelles, In : Reflets et Perspectives, Op.Cit PP :12-15.

** - الفلتر (المرشح) هو أداة من أدوات التحليل الفني تستخدم لفرز وتنقية إشارات البيع والشراء الصحيحة من الخاطئة، وذلك لتجنب العمل بالإشارات الخاطئة وبالتالي تكبد المستثمر خسائر هو في غنى عنها.

⁴ - Voir : Michel Albouy, Peut-on croire à l'efficience des marchés financiers ?, Op.Cit, P : 172.

فيما يتعلق بإثبات المستوى المتوسط للكفاءة نجد : دراسة الأحداث، حيث تسمح بتقدير سرعة استجابة سعر الورقة المالية لجميع أنواع المعلومات الواردة إلى السوق¹، ويشير "ميشال ألبوي، Michel Albouy" في مقاله : "هل لا يزال في وسعنا الاعتقاد في كفاءة أسواق المال" إلى أن صعوبة هذه الدراسة تكمن في مدى القدرة على عزل الحدث المراد دراسته عن إجمالي المعلومات المتوفرة حول المؤسسة، وكذا الوقوف على التاريخ الدقيق لمعرفة السوق بهذا الحدث، ولهذا الغرض تم استعمال عدد كبير من الأوراق المالية ثم حساب رد فعل السوق عن طريق حساب المردودية غير العادية المتراكمة CAR [rentabilité anormale cumulée/cumulative abnormal return]

فإذا كان $R_{i,t}$ معدل مردودية الورقة i خلال الفترة t و $E(R_{i,t})$ هو معدل المردودية المتوقعة، فإن المردودية غير العادية هي :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

أما المردودية غير العادية المتراكمة خلال فترة الملاحظة $(t=1.....T)$ هي :

$$CAR = \sum_{t=1}^T AR_{i,t}$$

وقد أثبتت أغلب الاختبارات بأن المردودية غير العادية المتراكمة تميل إلى الاستقرار سريعا بعد الإعلان عن خبر ما أي أن الفرق بين $R_{i,t}$ و $E(R_{i,t})$ يؤول إلى الصفر (معدوم)^{*}، مما يعني عدم وجود رد فعل مبالغ فيه أو تأخر في استجابة السوق².

أخيرا تبقى الاختبارات الخاصة بالمستوى القوي للكفاءة أو الاختبارات حول المعلومات الخاصة أو السرية (confidentielles)، إذ يلاحظ صعوبة إجراء هذه الاختبارات لكون هذه المعلومات مقتصرة على فئة محدودة من المستثمرين (happy few)³، غير أنه يمكن القيام بها سواء مباشرة من خلال الاختبارات المتعلقة بالعقوبات (الجنح) المسلطة على ذوي الامتيازات [les délits d'initiés]^{**}، أو بشكل غير مباشر عن طريق

¹ - Voir : R.Gilet et A.Szafarz, Marchés financiers et anticipations rationnelles, In : Reflets et Perspectives Op.Cit,P : 13.

^{*} - عند حساب المردودية المتوقعة تأخذ في الاعتبار جميع المعلومات المتوفرة، فإذا تساوت مع المردودية الفعلية فهذا معناه أن السوق قد عكس كل المعلومات مما يثبت كفاءته.

² - Voir : Michel Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, Op.Cit, P : 172-173.

³ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 12.

^{**} - يمتلك المسيرين ومدبروا المؤسسات معلومات خاصة وسرية بحكم مناصبهم وممارستهم لمهامهم اليومية. يمكن أن يكون لهذه المعلومات وقع كبير على قيمة هذه المؤسسات في حالة ما إذا قام أحد هؤلاء باستعمالها لإنجاز عمليات في سوق المال، وهذا الفعل يعاقب عليه القانون، ولزيد من المعلومات، أنظر :

- Jean-Marie Pruvost, Dico de financier, Dunod, Paris, 2009, P : 70.

الاختبارات المتعلقة بأداء صناديق الاستثمار إذ لا شك في امتلاك مسيرتها لمعلومات خاصة، أو عن طريق تحليل سلوك بعض الفئات من المستثمرين المحظيين [familles d'inities]¹.

في نهاية الحديث عن اختبارات الكفاءة، نشير إلى أنه قد ثبت ميدانيا تمتع السوق بكل من المستوى الضعيف والمتوسط للكفاءة، غير أن التطلع لمستوى قوي من الكفاءة يبقى ضربا من المثالية.

إن تمتع السوق بالكفاءة في إطار هذه النظرية يؤدي إلى جملة من النتائج، نحاول أن نتطرق لها ونعرضها في الجزء الموالي.

5. النتائج المستخلصة من كفاءة أسواق المال

لقد قدم كل من "ريتشارد بريلي وستيوارت مايرز" (Richard Brealy & Stewart Myers) عام 1981 ست نتائج يمكن استنباطها من كفاءة الأسواق المالية هي²:

1. لا يتمتع سوق المال بالذاكرة، حيث لا تحتوي الأسعار الماضية وتغيراتها على أية معلومات حول الأسعار المستقبلية، وبالتالي لا فائدة ترجى من تحليلها لتوقع المستقبل.

2. يمكن الوثوق دائما في أسعار السوق وهذا لأن سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات المتاحة، وبالنتيجة فإن أي تحليل مالي لن يكون إلا نشاطا مكلفا لا يدر أي أرباح.

3. لا وجود لوهم مالي، إذ لا يمكن للتلاعبات المحاسبية بالنتيجة أن تخدع المستثمرين أو تؤثر على قراراتهم لأنه لا أهمية إلا للتدفقات النقدية المستقبلية les cash –flows futurs .

4. المستثمر مسؤول على القيام بالتحكيم والتنويع. فلا وجود في السوق الكفؤ لعلاوة مردودية هدفها مكافأة الأعمال التي في وسع المستثمرين القيام بها بأنفسهم، إذ ليس من حق المستثمر المطالبة بعلاوة خطر في مقابل خطر قابل للإلغاء من خلال التنويع مثلا.

5. تشكل الأسهم البدائل الأمثل فيما بينها. فباعتبار أن جميع المستثمرين يملكون المعلومات ذاتها، وباعتبار أن لا أهمية إلا للثنائية مردودية/خطر فلن يرغب أي شخص في ورقة مالية تقدم علاوة مخطر أقل من تلك التي

¹ - Voir : R.Gilet et A.Szafarz, Marchés financiers et anticipations rationnelles, In : Reflets et Perspectives Op.Cit,P : 14-15.

² - Voir : M.Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, Op.Cit, PP : 173-175.

تقدمها الأوراق الأخرى والعكس، وبالتالي سيتحدد سعر الورقة المالية بناءً على علاوة المخاطر وليس بناءً على العرض والطلب، فعملية بيع كميات كبيرة من الأسهم مثلاً لن تؤدي بالضرورة إلى انخفاض سعرها.

6. على المستثمر تعلم تفسير معطيات السوق. إذ يمكن للسعر أو لمعطيات السوق أن تقدم معلومات دقيقة حول مستقبل المؤسسة، وهي تعد أفضل من المعلومات المحاسبية، لأن القيمة السوقية تضمنت جميع المعطيات المحاسبية إضافة إلى المتغيرات الخارجية كمعدل الفائدة، معدل الصرف... الخ.

لقد كانت نتيجة الاختبارات التي أجريت في سنوات الستينات وأوائل السبعينات لإثبات كفاءة أسواق المال لصالح هذه النظرية، غير أن النتائج المتحصل عليها فيما بعد أظهرت وجود الكثير من التناقض فيها، وقد حاول الكثيرون تفسير هذا التغير في النتائج: حيث رأى البعض بأن سببه يعود إلى تطور التقنيات والأدوات الإحصائية المستعملة، في حين علل آخرون بالتغيرات التي حدثت خلال هذه الفترة، وتسببت في ظهور معطيات جديدة كظهور المستثمرين المؤسساتيين [les investisseurs institutionnels] وأخيراً أرجعه البعض إلى صغر العينات المختارة في هذه الاختبارات إلى جانب قصر فترة الملاحظة¹. وصحيح أنه قد لوحظ في بعض الحالات انحراف الواقع عن النموذج النظري، غير أنه وقبل إثبات وجود هذه التشوهات كان كثير من الباحثين قد أشاروا إلى وجود تناقضات نابعة من داخل النموذج في حد ذاته تتعلق بمدى الانسجام والترابط المنطقي في بنائه، هذه التناقضات هي ما سنحاول تسليط الضوء عليه فيما يلي.

6. التشكيك في نظرية كفاءة أسواق المال

نحاول في هذا الصدد عرض تناقضين كبيرين في نظرية الكفاءة، فتحت الباب للتشكيك في مدى صحتها بعد أن كان من المستحيل التفكير في اتجاه فكري بديل لها، هذان التناقضان هما:

1) تناقض الكفاءة أو تناقض "غروسمان وستيجليتز" (Grossman & Stiglitz, 1980)

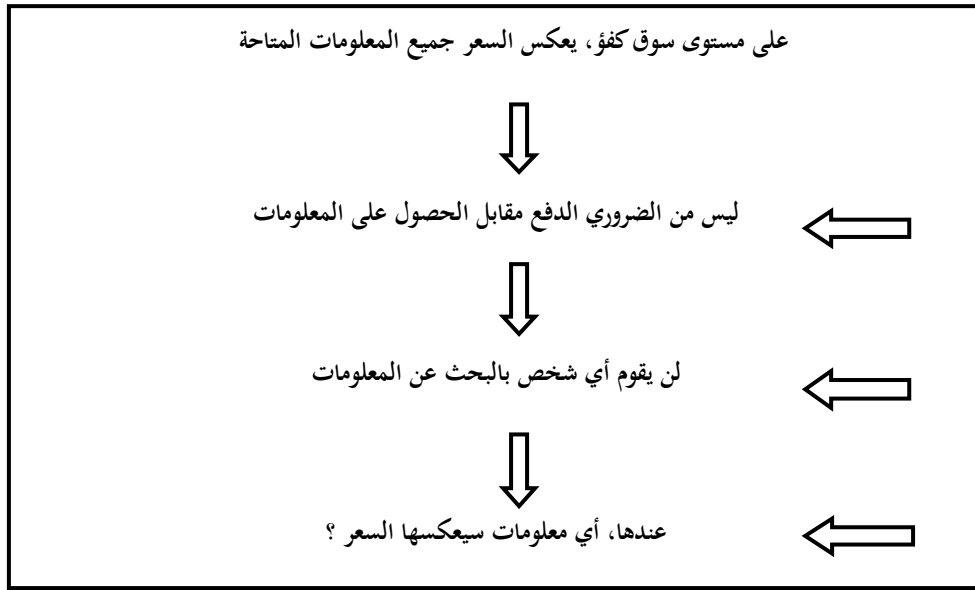
(Le paradoxe de Grossman-Stiglitz)

ينبع هذا التناقض من داخل النظرية ويلقى الضوء على سلوك عقلائي بالرغم من أنه مناقض للنموذج (يفترض بكل ما هو عقلائي أن يتماشى مع النموذج)، إذ يقول الباحثان في هذا الشأن: "إذا كان السعر كفوًا وكانت

¹ - Voir : Nihat Aktas, la 'finance comportementale' : un état des lieux, In : Reflets et Perspectives, février, 2004 P : 24-25.

المعلومات مكلفة فمن العقلاني عدم البحث عن المعلومات، والاكتفاء بملاحظة السعر والأمر كذلك لن يسعى أحد إلى البحث عن المعلومات، وبالنتيجة لن يكون السعر كفؤاً¹، بمعنى أنه لا يمكن للسعر أن يكون كفؤاً حين تكون المعلومات مكلفة، وهذا ما يثبت أن السوق ليس مثالياً (كفؤاً عند المستوى القوي) إذ لا يتطابق السعر مع القيمة الحقيقية* وإنما يظل قريباً منه لأجل دفع المستثمرين للبحث عن المعلومات وتحقيق أرباح من فارق السعر، ويمكن توضيح هذا التناقض كالتالي :

الشكل رقم (01-02) : تناقض الكفاءة أو تناقض "غروسمان وستيجليتز" (Grossman-stiglitz)



المصدر : من إعداد الطالبة

2) التذبذب المفرط في الأسعار وظهور الفقاعات السعرية (volatilité excessive et bulles des prix)

¹ - A.Orléan, efficience, finance comportementale et convention , In : les crises financières, Op.Cit, P : 247.

* - نشير إلى أن "شليفير" (Shleifer, 2000) عرف بعض المظاهر المصاحبة للسوق غير الكفاء، حيث ذكر بأن الأسعار قد تبعد عن القيمة الحقيقية أحيانا، أما "فاما" فقد أوضح أنه ليس من الضروري أن تتطابق الأسعار دائما مع القيم الحقيقية، ولزيد من التفصيل، أنظر:

- J. Hamon, Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, In : les grands auteurs en finance, Op.Cit, P : 101.

أظهرت أعمال "شيلر" (Schiller, 1981) تذبذباً* مفرطاً في الأسعار لا يمكن أن يفسر بتغير مماثل في القيم الحقيقية وهذا يتناقض مع ما قاله "فاما" من أن الأسعار قد تبتعد مؤقتاً عن القيم الحقيقية، إذ قد يظهر التذبذب مؤقتاً وبشكل طفيف لكن سرعان ما يصحح، ولعل أشد أوقات التذبذب هي الأزمات التي يعتبرها أنصار الكفاءة "حوادث مؤقتة وشاذة" حسب "مالكايل" (Malkiel, 2003) وليست إلا نتيجة لسلوك غير عقلاني عابر¹. ولأجل تفسير هذه التذبذبات قدم أنصار الكفاءة نظرية عقلانية للفقاعات السعرية** [une théorie rationnelle des bulles] فحسبها: "يمكن للفقاعات السعرية أن تظهر في أسواق المال حتى لو كان سلوك الأفراد عقلانياً" إذ من الممكن أن يقبل الأفراد على شراء ورقة مالية بسعر يفوق قيمتها بمجرد اعتقادهم في استعداد أشخاص آخرين لشرائها في المستقبل بسعر أعلى (يفوق السعر الذي تحملوه) وهكذا يتشكل الاتجاه الصعودي (من خلال التنبؤات التي تحقق ذاتها)*، ووفقاً لهذا التصور تكون الفقاعة السعرية متوافقة مع فرضية التوقعات العقلانية (وهذا ما يشرحه كل من "هاريسون وكريس" Harrison & kreps في مقالهما عام 1978) إذ من العقلاني الأخذ في الاعتبار كل ما يحدث في السوق حتى لو تعلق الأمر بظواهر غير قابلة للتفسير (بعبارة أخرى مسايرة القطيع)².

بعد إثبات وجود تناقضات داخلية في البناء النظري لنموذج الكفاءة، اتجه بعض الباحثين إلى ملاحظة الاختلالات التي انتشرت في أسواق المال وذلك لتوجيه مزيد من الانتقادات لهذه النظرية. فقد لوحظ بأن سلوك الأفراد في الواقع لا يتماشى مع النموذج العلمي "homo oeconomicus" وإنما تحكمه مشاعر إنسانية وانحرافات سلوكية خطيرة. وهذا السلوك اصطلح على تسميته "homo sapiens". من جملة الانحرافات التي توجه سلوك الإنسان نذكر: الثقة المفرطة، صعوبة إدراك الخسائر، التقليد الذي يجعل هذه الانحرافات تنتشر لتصبح سلوك الأغلبية لا القلة غير العقلانية التي حكم عليها "فريدمان" بالإقصاء والخروج من السوق.

إن هذا الواقع البعيد عن النظرية هو ما أدى إلى ظهور اتجاه جديد في البحث هدفه تفسير الممارسات الملاحظة في الواقع والسعي إلى نمذجة واقعية للسلوك البشري، وسيشكل الحديث عن هذا الاتجاه محور دراستنا في المبحث الثاني.

* - يقيس التذبذب مدى تواتر تغيرات سعر ورقة مالية.

¹ - Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 20-21.

** - يعرف André Orléan الفقاعة السعرية في مقاله بكونها: "الفرق بين القيمة الحقيقية والسعر الملاحظ في السوق"، ص : 246.

* - سنتطرق لهذا المفهوم بشيء من التفصيل في سياق لاحق.

² - A.Orléan, efficience, finance comportementale et convention, In : les crises financières, Op.Cit, P : 246.

المبحث الثاني: المالية السلوكية

لقد أثبتت العديد من الدراسات والأحداث الاقتصادية وجود خروقات لنظرية الكفاءة، وهو ما أطلق عليه اسم "التشوهات" (les anomalies). وقد أشار "أندي أورليان، André Orléan" في مقاله (2004)¹ إلى أن مصطلح التشوهات يستعمل في الأدبيات المالية للدلالة على بعض الوضعيات التي يلاحظ فيها خرق لنظرية الكفاءة. كما عرف "أكتاس" التشوهات بكونها*: "فروق معتبرة ومستمرة بين العوائد الملاحظة والعوائد النظرية التي تم حسابها بالاعتماد على نموذج (MEDAF)**²، ونحاول فيما يأتي عرض بعض هذه التشوهات

1. التشوهات الملاحظة في أسواق المال، Les anomalies

عند الحديث عن التشوهات الملاحظة في أسواق المال، نشير إلى أن هناك من عمد إلى تصنيفها وفقاً لثلاثة أقسام***:

1- الفروق المتوقعة في عوائد الأصول.

¹ - A.Orléan, efficience, finance comportementale et convention , In : les crises financières, Op.Cit, P : 245.

* - « Des différences significatives et persistantes entre les rendements observés et les rendements théoriques calculés sur la base du modèle d'évaluation (CAPM) ».

** - MEDAF : سيتم التطرق له وشرحه في المبحث الأول من الفصل الثاني.

² - Nihat Aktas, la 'finance comportementale' : un état des lieux, In : Reflets et Perspectives, Op.Cit , P :25.

*** - على غرار ما فعله "شوارت، Schwert" عام 2003.

2- الفروق المتوقعة في العوائد عبر الزمن.

3- العوائد غير العادية لكل نوع من المستثمرين¹.

وقد فضلنا في هذا المقام ذكر أهم هذه التشوهات دون الالتزام بتصنيف محدد.

يندرج أكبر عدد من التشوهات تحت ما يطلق عليه اسم "التشوهات الموسمية" (les anomalies (les effets calendaires ,saisonnieres)، إذ يظهر خلافا لما تنص عليه نظرية الكفاءة****، أنه من الممكن التنبؤ بالسعر خلال بعض الفترات والمواسم، ونذكر من بين هذه التشوهات.

■ التشوهات الموسمية

(1) أثر نهاية الأسبوع، L'effet week-end

لقد وجد كل من "فرانش" (French,1980)، "غيبونز و هاس" (Gibbons & Hess,1981) بأن معدلات مردودية الأوراق المالية تكون سالبة يوم الاثنين وموجبة في نهاية الأسبوع (بمعنى أن السعر يميل إلى الانخفاض يوم الاثنين وخاصة في الساعة الأولى من التداول، ويرتفع يوم الجمعة). وهناك من يطلق على ما يحدث يوم الاثنين بـ: "أثر الاثنين" (effet lundi) وما يحدث في نهاية الأسبوع بـ: "أثر نهاية الأسبوع" (effet week-end)، وعلى هذا إذا قام المستثمر بشراء الأسهم عند الإقفال يوم الاثنين، ثم قام ببيعها عند الإقفال يوم الجمعة فيمكن له أن يحقق مكاسب نظامية، غير أن الملاحظ في الواقع أن إتباع هذه الإستراتيجية لا يسمح بتغطية تكاليف الصفقات* المترتبة عنها².

(2) أثر نهاية السنة (أثر جانفي)، L'effet fin d'année/ Effet janvier

لقد لوحظ بأن أكثر العوائد يتم الحصول عليها في شهر جانفي، ولذا من المريح الشراء في نهاية ديسمبر وإعادة البيع في نهاية جانفي. وقد تم تفسير هذا الأثر في ظل نظرية الكفاءة بأثر الجباية، إذ يعمل المستثمرون في

¹ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, PP : 13-16.

**** - من الإنصاف الإشارة إلى أن هذه تعد من بين المغالطات التي تسند لنظرية الكفاءة على الرغم من أن أنصارها قد أوضحوا بأنه وفي سوق كفؤ، ليس من المستحيل التنبؤ بالأسعار وإنما المستحيل هو تحقيق أرباح من وراء هذا التنبؤ.

* - يقصد بتكاليف الصفقات كل من عمولات السمسرة والضرائب على العمليات داخل البورصة (courtages, taxes sur les opérations de bourse).

² - Voir : M.Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, Op.Cit, PP : 175-176.

نهاية السنة على تقليل الوعاء الضريبي (النتيجة الخاضعة للضريبة)، غير أن هذا الأثر قد لوحظ أيضا في كل من اليابان وبنجلترا وأستراليا أين لا تتوافق السنة الجبائية مع السنة المدنية¹.

(3) آثار الشهور والأيام، L'effet jours/ Effet mois

لوحظ في أسواق المال أن الأسعار تميل إلى الارتفاع عشية أيام العطل، وأيام الأربعاء، والأمر ذاته لوحظ بالنسبة للأشهر، إذ ترتفع الأسعار خلال 15 يوم الأولى من كل شهر، وتنخفض في 15 يوم الأخيرة أو ما يطلق عليه أيضا بـ "أثر تغير الشهر"².

إن إثبات وجود مثل هذه التشوهات الموسمية، سيجعل المستثمرين العقلانيين يقبلون على اغتنامها إذ تمثل بالنسبة لهم فرصا لتحقيق أرباح غير عادية، غير أن التنافس لاغتنامها سيعمل على اختفائها "بفعل أثر التعلم l'apprentissage du marché"، وهذا يتوافق مع ما قاله "مالكايل" (Malkiel, 2003) : "يبدو أن أثر جانبي قد اختفى بسرعة بعد اكتشافه"^{**}.

كما أن السؤال الذي يطرح هنا هو : "هل في الإمكان الاستفادة من هذه الظواهر لأجل تحقيق أرباح غير عادية ؟ إذ يبدو من الملاحظة أن العكس هو الصحيح بالأخذ في الاعتبار تكاليف الصفقات وقلة سيولة الأوراق المعنية"³.

بالإضافة إلى التشوهات الموسمية، لوحظ أيضا :

■ أثر الحجم، L'effet taille / L'effet petite firme

أوضح "بانز، 1981" Banz, 1981 أنه وبالنسبة لأوراق مالية لها نفس معدل الخطر (bêta) * نجد بأن عوائد المؤسسات المسعرة صغيرة الحجم (ذات رسملة بورصية صغيرة Small caps/ faibles capitalisation) تفوق عوائد المؤسسات كبيرة الحجم، وهذا يعد خرقا لنظرية الكفاءة⁴. فارتفاع علاوة الخطر يعني بأن هذه المؤسسات تواجه إضافة إلى الخطر النظامي خطرا من نوع آخر، وفي محاولة لتفسير هذا الأثر، اقترح بأن هذا الخطر الإضافي هو "خطر السيولة"، فباعتبار قلة حجم التداول اليومي لأوراق هذه المؤسسات، فإن أي أمر لبيع أو شراء مجموعة

¹ - Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 18.

² - Voir : Id.

^{**} - « L'effet Janvier semble avoir disparu aussitôt après avoir été découvert ».

³ - Voir : M.Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, Op.Cit, PP : 176.

* - سيتم التطرق لكل من المفاهيم الآتية : bêta، الخطر النظامي، الرسملة البورصية في سياقها بشيء من التفصيل، وهذا ضمن الفصل الثاني من البحث.

⁴ - Voir : Ibid, P : 175.

من أوراقها يمكن أن يتسبب في تذبذب كبير للسعر وهذا ما يجعل هذا النوع من الأوراق غير مرغوب فيه من قبل معظم المستثمرين¹، وقد لوحظ أيضا اختفاء هذا الأثر عقب الإعلان عنه لأول مرة.

■ أثر الزخم، L'effet momentum

لوحظ على مستوى سوق المال بأن الأسهم التي شهدت أسعارها ارتفاعا في الماضي تميل إلى إعطاء أفضل العوائد في المستقبل والعكس، وهذا يعد خرقا لنظرية الكفاءة لأنه في سوق كفؤ من المستحيل أن تتبع الأسعار نمطا محددًا لأنها تسلك سيرورة عشوائية².

■ أثر إدماج ورقة مالية في مؤشر الأسعار

لقد لوحظ ارتفاع سعر الورقة المالية عند إدماجها في مؤشر الأسعار، وهذه الزيادة قد تصل إلى 3% حسب "شليفر، 1986، Shleifer"، فكيف يمكن تفسير هذه الزيادة استنادا إلى العوامل الأساسية للمؤسسة؟ ناهيك عن أن هذا يتناقض مع النتيجة المتوصل إليها في نظرية الكفاءة والتي تنص على أن الأوراق تشكل البديل الأمثل فيما بينها³.

■ أثر الدخول إلى البورصة، Les introductions en bourse

لقد لاحظ "إيبوتسن، 1975، Ibbotson" بأنه عادة ما يتم تقييم المؤسسات التي تدخل إلى السوق للمرة الأولى بأقل من قيمتها الحقيقية، غير أن هذه المؤسسات تعطي أفضل العوائد مقارنة بالسوق وذلك على المدى القصير، ثم يشهد أداؤها تراجعاً على المدى الطويل (خمس سنوات)، ويصعب تفسير كلا الظاهرتين في ظل نظرية الكفاءة*.

■ التذبذب المفرط، L'excès de volatilité

لقد سبق و أن أشرنا إلى هذه الظاهرة ضمن الانتقادات التي طالت نموذج الكفاءة، ولقد حاول "شيلر، 1981-1984، Shiller" معرفة ما إذا كان في وسع التغيرات في توزيعات الأرباح تفسير التذبذب في

¹ - Voir : N. Aktas, la 'finance comportementale' : un état des lieux, In : Reflets et Perspectives, Op.Cit , P :25.

² - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 14.

³ - Voir : M.Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, Op.Cit, P : 176.

* - مزيد من التفصيل، أنظر :

أسعار السوق، وذلك باعتبارها المتغير الأساسي الذي يفسر قيمة الأسهم في النظرية التقليدية** ولأجل هذا قام بدراسة العلاقة بين تباين أسعار السوق وتباين القيمة الحقيقية للأسهم، لاحظ عندها أن تذبذب أسعار السوق يفوق بكثير تذبذب القيمة الحقيقية¹.

■ أثر التقلبات الجوية، Les anomalies météorologiques

تم إجراء العديد من الدراسات في هذا الشأن، إذ أثبت مثلا "سودرز، 1993" Sauders وجود علاقة بين التغيرات اليومية لمؤشر داو جونز*** في الفترة (1927-1989)، ودرجة تلبد السماء بالغيوم في منطقة "سنترال بارك" (Central Park)، كما أثبت كل من: "ديفيد هيرشليفر وتايلور شامواي" (Hirschleifer) (David et Tyler Shumway) في دراسة أجريها عام 2003 بعنوان "عوائد الأسهم والطقس" (stock returns and the weather) وجود علاقة بين أداء أسواق الأسهم في الفترة الممتدة من 1982 إلى 1997 وبين درجة إشراق الشمس.

لكن يبقى السؤال المطروح دائما هو: هل من الممكن الاستفادة من هذه الظواهر في ظل وجود تكاليف الصفقات؟ مع الإشارة هنا إلى أنه وبالرغم من أن التنبؤات بأحوال الطقس متاحة مجاناً وللجميع إلا أنه يبقى من الصعب تفسير هذه الظواهر في ظل النظرية التقليدية².

لقد أدت هذه التشوهات الملاحظة إلى جانب الهزات العنيفة والمتكررة التي شهدتها أسواق المال إلى زعزعة الثقة في نظرية كفاءة الأسواق، وفي قدرتها على تفسير هذه الظواهر الشاذة وتقديم حلول لتجاوزها. ونتيجة لهذا بدأ اتجاه جديد في البروز (أو العودة من جديد) لمحاولات الحلول مكان نظرية الكفاءة، مؤسسوه هم من أنصار التيار السلوكي، أو ما أصبح يعرف حديثاً بـ "المالية السلوكية". يشكل هذا الاتجاه الجديد موضوع دراستنا وحديثنا في بقية هذا المبحث.

2. ظهور المالية السلوكية

** - لاحظ أننا بدأنا الإشارة إلى نظرية الكفاءة في هذا الجزء بالنظرية التقليدية.

¹ - Voir : Ibid, P : 176-177.

^{***} - (Dow Jones Industrial Average) DJA : تأسس هذا المؤشر في 26 ماي 1896 على يد "تشارلز داو" و"إدوارد جونز"، وكان حينئذ يضم 12 شركة فقط وفي عام 1928 توسع ليشمل 30 سهماً، وهو يحتل مركزاً فريداً في عقول المستثمرين بالعالم أجمع لأنه يعتبر أبسط أداة لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية.

² - Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 19-20.

عند البحث في هذا الاتجاه -الجديد- لاحظنا أنه ليس حديث عهد في المالية كما يبدو في الواقع، فقد سبق وأن حاول بعض الباحثين تقديمه للوسط الأكاديمي، غير أنه لم يلاق الترحيب والقبول آنذاك ثم عاود الظهور من جديد، وهذا ما سنتطرق إليه فيما يأتي :

(1) نبذة تاريخية

إن موضوع السلوك ليس جديدا في المالية، فقد أشار "Zola" في مؤلفه "النقود" (L'argent)** عام 1891 إلى سلوك أعوان الصرف في مواجهة المخاطر التي تعرضت لها البورصة آنذاك، حيث قدم وصفا مفصلا لنوبات الهلع الجماعية التي انتابتهم عند قدوم معلومات جديدة لم تلبث في آخر المطاف أن تكون مجرد إشاعات لا أساس لها من الصحة، وقد شبه تلك الحالة بإحدى المعارك الحامية أين تختلط الأمور وتنتشر الفوضى، وترى الجميع يركضون في كل الاتجاهات دون أن يكون لأي منهم إدراك واضح لما يحدث¹.

بعد مضي خمسين سنة على هذا الوصف قدم كل من "فون نيومان، Von Neumann" و"مورغنسترن، Morgenstern" في نظريتهما "المنفعة المتوقعة" وصفا علميا لسلوك هؤلاء الأفراد يتضمن الآتي* :

"أفراد يتمتعون بإدراك واضح، واعون بتفضيلاتهم، يقومون في كل الظروف بحساب دقيق للمبلغ الفعلي الذي يتمنون الحصول عليه كعائد مقابل الخطر المحتمل"².

نجد أنفسنا بعد هذا العرض من جهة أمام قطع من الأفراد أعماهم الخوف والهلع، ومن جهة أخرى أمام أفراد يتمتعون برشادة فائقة، يسلكون منهاجا علميا في اتخاذ القرار بهدف مواجهة المخاطر التي قد تواجههم كما يقومون بإسناد احتمالات للأحداث المتوقعة.

وخلال الخمسين سنة التي تلت أعمال "فون نيومان" و"مورغنسترن" لم يكن هنالك أي مجال للمقارنة بين هذين المنظورين أو التساؤل عن مدى صحة كل منهما، فقد انشغل جمهور الباحثين باكتشاف النموذج العلمي

* - إميل زولا (Emile Zola, 1840-1902) : كاتب وصحفي فرنسي، يعد رائد المدرسة الطبيعية في الأدب. لقد قدم وصفا أدبيا وليس علميا (لم يكن هنالك نموذج علمي لوصف سلوك الأفراد بعد) غير أنه يبقى وصفا للسلوك البشري يقع في صميم المالية السلوكية.

** - لقد عالج زولا في رواية "النقود" موضوع البورصة والمضاربة المالية التي انتشرت آنذاك وما تمخض عنها من فضائح، فقد استلهم موضوعها من الفضائح المالية التي انتشرت في تلك الفترة وبالأخص فضيحة "بانما" (التي حدثت أثناء تأليفه للرواية)، وهي قضية فساد مرتبطة بإنشاء قناة "بانما" حدثت خلال الجمهورية الثالثة وأطاحت بالعديد من رجال السياسة والصناعة، كما تسببت في إفلاس العديد من المدخرين.

1 - Voir : Hélène Rainelli -Le Montagner, Des marchés et des hommes, Sur : www.institut-europlace.com/files/doc/doc898966.doc, P : 01, Consulté le : 04/09/2011.

* - « Des agents dotés d'une conscience claire et formalisée de leurs préférences, dont les choix sont transitifs et qui sont, en toutes circonstances, à même de calculer précisément la somme exacte qu'ils souhaitent recevoir en rémunération d'un risque donné ».

2 - Voir : Id.

والاحتمالات الهائلة التي ينطوي عليها، وبهذا وكما ذكرنا سابقا، أصبحت فرضية رشادة الأفراد الأرضية الصلبة التي قامت عليها ما ندعوه اليوم "المالية الحديثة".

غير أنه ومنذ سنوات كثر الحديث في الوسط الأكاديمي عن الكيفية التي يجب بها نمذجة السلوك الحقيقي للأفراد خاصة بعد الأزمات التي شهدتها البورصات العالمية، وطفقت إلى السطح تساؤلات منها :

➤ ألا يوجد حقا بعض الجنون، الجهل وحتى الغباء في صميم هيجان الأسواق، أو في نوبات الذعر الجماعية التي تستولي عليها؟

➤ هل يمكن حقا أن نتجاهل الأثر الذي يمكن أن يكون في المالية لسلوك إجمالي الأفراد على القرارات الفردية؟

➤ هل نحن على يقين بأن الأسعار التي تتحدد نتيجة لسلوك ومواقف الأفراد في السوق لا تعود وتؤثر بدورها على هذه السلوكيات؟¹

هذه وغيرها مجموعة من الأسئلة والاستفسارات التي لم يكن من الممكن أن تطرح في ظل النظرية التقليدية ولكنها عادت للظهور من جديد في إطار ما أصبح يعرف بـ "المالية السلوكية". فما المقصود بالمالية السلوكية؟

(2) مفهوم المالية السلوكية، (La finance comportementale, Behavioral finance)

إن عملية الاستثمار ليست نتيجة قرار يتسم بالعقلانية التامة، أساسه عملية تحليل لكل المعطيات الأساسية كالمعدلات أو الأرباح أو تطور السوق، إذ يقر المحللون في هذا الصدد ويعترفون بأثر العوامل غير العقلانية كالإفراط في الثقة، التقليد والمحاكاة، أخطاء الإدراك وغيرها على تشكل الأسعار في البورصة، وقد جاءت المالية السلوكية لأجل دراسة هذا المقدار من عدم الرشادة الذي يشوب عملية اتخاذ القرار.²

يتناول الاقتصاد السلوكي* دراسة سلوكيات الأفراد وتصرفاتهم إزاء النقود، الإنتاج العمل، النفقات التوظيفات... الخ، أما المالية السلوكية تحديدا فهي تطبيق لعلم نفس الأفراد والجماعات على المالية، وقد قدمت

¹ - Voir : Id.

² - Voir : Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances septembre, 2001, P : 14.

* - الاقتصاد السلوكي هو تطبيق علم النفس على الاقتصاد بشكل عام.

"هيلين لومونتايني، Hélène.R-Le Montagner" في مقالها التعريف التالي **: "المالية السلوكية هي مجموع المقاربات التي تقترح وتقدم منظورا جديدا لسلوك الأفراد في أسواق المال والمؤسسات على حد سواء"¹.

إذن، فالمالية السلوكية هي هذا الاتجاه الجديد الذي يسعى إلى تفسير حالات الشذوذ في نظرية الكفاءة "التشوهات" الملاحظة في أسواق المال *** وغيرها من المسائل العالقة بالاعتماد على الجمع بين المالية وعلم النفس، والأخذ في الاعتبار البعد الإنساني لعلم الاقتصاد.

لقد بدأ التيار السلوكي في الظهور منذ أكثر من 35 سنة، وقد تم الاعتراف رسميا بوجوده كتيار جديد منافس لنظرية الكفاءة حين قررت الأكاديمية الملكية للعلوم في السويد منح جائزة نوبل للاقتصاد عام 2002 لأحد مؤسسي هذا الاتجاه الجديد² : عالم النفس "دانيال كانمان، Daniel Kahneman"****.

ويمكن تلخيص الأفكار الأساسية التي جاء بها هذا التيار في :

✓ القيام بتحديد وتعريف مجموعة من الظواهر التي قد تؤثر على سلوك الأفراد في أسواق المال، وذلك باستعمال أدبيات ومصطلحات علم النفس، نذكر من ذلك مثلا : المعارف المعممة أو المبسطة (simplification) (heuristiques، الترسيخ (ancrage)، الثقة المفرطة*.

✓ الاهتمام بالشذوذ والتشوهات الملاحظة في الأسواق، بمعنى الظواهر التي عجزت النظرية التقليدية عن تفسيرها كإمكانية التنبؤ بمردودية الأسهم، الارتفاعات غير العادية لمبلغ علاوات الخطر في أسواق الأسهم ... الخ.

✓ محاولة اقتراح نمذجة تأخذ في الاعتبار نفسية المستثمرين لأجل فهم أفضل للقوى التي تحكم السوق.

** - « L'ensemble des approches qui proposent une vision renouvelée de la question du comportement des agents que ce soit sur les marchés financiers ou dans les entreprises ».

¹ - H.R-Le Montagner, , Des marchés et des hommes, Op.Cit, P : 01.

*** - نشير إلى أن هناك مالية سلوكية خاصة بالسوق وأخرى خاصة بالميدان (field-based research) تتحلى من خلال الأعمال التي تستند على الاستبيانات لأجل فهم الاستراتيجيات التي يتبعها المسكرون الماليون للمؤسسة عند التعامل مع المسائل المالية.

² - Voir : Michel Albouy et Gérard Charreaux, La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant ? In : Revue française de gestion, avril, 2005, n  :157, P : 169.

**** - دانيال كانمان: هو عالم نفس أمريكي ذو أصول يهودية، تحصل على جائزة نوبل للاقتصاد عام 2002 إلى جانب الاقتصادي "فيرنون سميث، Vernon Smith" وتعد النظرية الاستثمارية (prospect theory) من أهم إسهاماته حيث طورها مع "أموس تفرسكي، Amos Tversky" الذي توفي عام 1996، دون أن ننسى إسهاماته في مجال اتخاذ القرار في حالة عدم التأكد أين يمكن أن تتعد قرارات الأفراد عن النموذج النظري، أما "سميث" فتمثلت إسهاماته في ابتكار مجال جديد للبحث هو "الاقتصاد التحريبي".

* - سيتم لاحقا شرح هذه المفاهيم بشيء من التفصيل.

✓ عدم الاكتفاء بمحاولة فهم طريقة عمل الأسواق، وإنما السعي لفهم القرارات المالية في المؤسسة خاصة فيما يتعلق بسياسات التمويل¹.

نلاحظ إذن بأن المالية السلوكية تنطلق من ملاحظة ما يحدث في سوق المال من اختلالات، ثم تحاول تفسيرها ونمذجتها، وهذا ما يثبت بأنها نظرية براغماتية (pragmatique)، تنطلق من تفسير الواقع لبناء النظرية (نظرية تفسيرية، descriptive) عكس نظرية الكفاءة التي تتصف بكونها نظرية معيارية (normative) تنطلق من البناء النظري وتحاول فرضه على الواقع.

لكن السؤال الذي يطرح في هذا الصدد هو : لماذا عاد موضوع السلوك للظهور من جديد ؟

(3) عودة ظهور إشكالية السلوك في المالية**

إن التركيز على موضوع السلوك - كما ذكرنا آنفا- ليس حديث العهد في المالية، فقد أشار إليه "زولا" في القرن 19م. وإذا كان طرحه قد اتسم آنذاك بالأدبية (ناهيك عن أنه لم يكن مختصا وباحثا في أسواق المال) فإن الأمر لم يكن كذلك بالنسبة لكل من "دوبونت" و"تالر" (De bondt & Thaler, 1986) إذ أن النقاشات حول هذا الموضوع في أسواق المال غالبا ما تسند إليهما***، بالرغم من أن النتائج التي توصلوا إليها لم تلفت أي انتباه في بادئ الأمر، تماما كما تم تجاهل آراء "زولا" في السابق.

تمثلت أعمالهما أساسا في محاولة الربط بين مجموعة من الظواهر الشاذة الملاحظة في أسواق المال وبين مجموعة من الفرضيات المفسرة للسلوكيات الفردية، حيث لاحظا خلال فترة دراستهما بأن الأسهم التي ارتفعت أسعارها بشكل كبير في الماضي تميل إلى تقديم مردوديات مرتفعة في المستقبل والعكس (تعد عملية التنبؤ هذه حرقا لفرضية السير العشوائي للأسعار). وقد فسرا هذه الملاحظة بأن الأفراد يبالغون في ردة فعلهم (sur-réagissent) اتجاه المعلومات الحالية (معلومة السعر المرتفع)، ويقبلون على شراء هذه الأوراق فيرتفع سعرها فعلا².

¹ - Voir : H.R-Le Montagner, , Des marchés et des hommes, Op.Cit, P : 02-03.

** - نقصد بـ "العودة" هنا العودة للظهور في القرن 21، إذ لم يتم الاعتراف بالمالية السلوكية إلا حين حاز "كانمان" على جائزة نوبل للاقتصاد عام 2002.

*** - نشير إلى أن أعمال "نفرسكي" و"كانمان" سبقت أعمال "دوبونت" و"تالر" فقد نشرنا مقالهما "اتخاذ القرارات والنفسية المصاحبة للخيار" (The framing of decision and the psychology of choice) في العدد 211 من مجلة "العلوم" (Science) في 30 جانفي 1981 والذي حاز بسببه "كانمان" فيما بعد على جائزة نوبل غير أن دراسة السلوك في أسواق المال هي التي أسندت إلى "دوبونت" و"تالر".

² - Voir : Ibid, P :02.

وقد أدت هذه الفكرة الجديدة بعد حوالي عشر سنوات إلى ظهور ما أصبح يعرف بالمالية السلوكية* وهذا ما يدفعنا إلى التساؤل عن تفسير لعودة ظهور هذه الفكرة القديمة اليوم بمثل هذه القوة، ولماذا لم تحدث سابقا مثل هذا الأثر في الوسط الأكاديمي؟

لقد عرضت "هيلين، ر.لومونتاني" في مقالها تفسيرين أو إجابتين محتملتين لهذا السؤال:

أولا: التفسير بالاستناد إلى نظرية الفيلسوف "توماس سامويل كان، Thomas Samuel Kuhn**" التي قدمها عام 1970 في كتابه "بنية الثورات العلمية". وبالرغم من أنه حصر هذه النظرية في وصف تطور العلوم الدقيقة***، إلا أن المنظرين في المالية قاموا بالاستعانة بها وتطبيقها على وصف التطور النظري للمالية¹، ولهذا السبب نحاول أن نشير إليها بشكل سريع :

تشير هذه النظرية إلى أن العملية التي تقود إلى التحلي عن نموذج علمي تتميز دائما بما يسمى بـ: "أزمة العلم العادي" (Crise de la science normale)، ووفقا لها تمر العلوم في دورة حياتها بثلاث مراحل² :

1) المرحلة الابتدائية أو الأولية (stade primitif) : نلاحظ فيها تعايش مجموعة من النظريات والمدارس لها مفاهيم متضادة من حيث طبيعتها ورؤيتها للعالم وتطبيق هذا العلم فيه، ولهذا السبب نجد أنها تتنافس باستمرار.

2) مرحلة العلم العادي (phase de science normale) : تنتهي المرحلة الأولى بتبني نموذج فكري، هو بمثابة "علبة صلبة تم تشكيلها مسبقا" (boîte préformée et inflexible) حيث يفترض تعديل الواقع وتكييفه لإدخاله فيها، تتميز هذه المرحلة بأعمال تنظيف جذرية كما أطلق عليها "كان" (des travaux de nettoyage) ويقصد بها عمليات استكشاف هذا النموذج وتكييف الواقع ليتلاءم معه. كما تتسم بظهور تشوهات تسمح بتطور مجموعة من النظريات داخل النموذج غير أنها لا تقود أبدا إلى التشكيك فيه.

* - يعد أهم مرجع في هذا المجال كتاب "أندري شليفير، Andrei Shleifer" الذي نشر عام 1999 تحت عنوان "الأسواق غير الكفؤة؛ مقدمة في المالية السلوكية" (Inefficient markets –an introduction to bahavioral finance)، حيث تضمن دراسة نقدية لكثير من المقالات والدراسات التي أجريت في سنوات التسعينات، ونظرا لعدم استطاعتنا الحصول على هذا الكتاب فقد اكتفينا بالمقالات التي استندت إلى مضمونه.

** - توماس. س. كان (1922-1996) : هو فيلسوف وباحث أمريكي في تاريخ العلوم، قام بتأليف كتاب "بنية الثورات العلمية" (Structure des révolutions scientifiques) عام 1970، الذي ترجم إلى أكثر من 16 لغة وطبع منه ملايين النسخ.

*** - يقول "كان" في هذا الشأن : "إن منهجيتي موجهة إلى العلوم فقط" (My methodological is, however, directed exclusively to the sciences).

¹ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 04.

² - Voir : H.R-Le Montagner, , Des marchés et des hommes, Op.Cit, P : 04-05.

3) مرحلة الأزمة (phase de crise) : تبدأ هذه المرحلة حين تتفاقم التشوهات الملاحظة وتبدأ في مضايقة الباحثين، حيث يستأنف النقاش عندها كما كان في المرحلة الأولى، ويقود هذا إلى ثورة علمية أخرى تنتهي بتبني نموذج جديد، وبهذا تنطلق دورة جديدة للعلم العادي.

عند إسقاط هذه النظرية على ما تشهده المالية، يمكن القول بأنه أصبح من الصعب معالجة التشوهات الملاحظة في أسواق المال داخل النموذج النظري المطور خلال ستين سنة الماضية، فقد فاق هذا المشكل قدرة نظرية الكفاءة على القضاء بسرعة على أي اختلال مؤقت في السوق¹، ولذا لا بد من اللجوء إلى نموذج جديد.

ثانياً: التفسير الذي قدمته "كاربوني، Carpentier, 2000"، حيث أشارت في دراستها التي أجرتها حول علاقة الجانب السلوكي بالمؤسسة إلى مسألة هامة هي "قضية الهيكل المالي للمؤسسة". فقد لاحظت بالعودة إلى مقال "رافيف وهاريس" (Harris & Ravive, 1991) المتضمن محاولة لتجميع كل الأعمال النظرية والتجريبية التي تناولت موضوع الهيكل المالي، أنه وبعد عشر سنوات على نشر هذا المقال لم تحرز النظرية المالية أي تقدم يذكر في هذا الموضوع. ولهذا قدمت حلين ممكنين لهذا العجز :

● الحل الأول : أن تخرج مسألة الهيكل المالي من إطار العلم لتدخل في نطاق التقنية، فكون النظرية المالية لا تقدم أي جديد في هذه المسألة، فلا بد أن يكون المشكل المطروح قد حل وعلج، غير أن هذا الحل لا يبدو مقنعا بدليل عدم التوصل إلى اتفاق في هذا الشأن. كما لم يتم تقديم أي تطبيق يساعد أصحاب القرار على اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة.

● الحل الثاني : التخلي عن اعتبار هذه الإشكالية موضوعا للبحث، لأنه إذا أرجعنا عدم التوصل إلى حل إلى غياب الأدوات التقنية اللازمة فمن الأفضل التخلي عن الخوض في هذه الأبحاث ولو مؤقتا، غير أننا نلاحظ عدم اقتناع الباحثين بهذا الحل بدليل استمرار الأبحاث في هذا الموضوع.

إذن بسبب عدم نجاعة كلا الحلين واستمرار هذه المشكلة في إثارة اهتمام الباحثين، فهي ترى أن اللجوء إلى طرق مختلفة جذريا (radicalement nouvelles) قد يعتبر المفتاح الوحيد لهذا الإشكال².

وإجمالا، يمكن تلخيص سبب العودة إلى الاهتمام بالسلوك في المالية في نقطتين هما :

❖ استمرار ظهور التشوهات في أسواق المال، وصعوبة معالجتها داخل نموذج الكفاءة.

¹ - Voir : Ibid, P :05.

² - Voir : Ibid, P :05-06.

❖ عجز النظريات التقليدية في مالية المؤسسة عن تقديم الحلول اللازمة والتطبيقية لأصحاب القرار.

ليست المالية السلوكية في واقع الأمر مجرد اللجوء إلى علم النفس كاتجاه جديد، يتم إتباعه مع إقصاء كل جانب مالي، وإنما هي نموذج علمي منهجي يقوم أولاً على نقد داخلي لنظرية الكفاءة بالاستناد إلى الواقع (هذا النقد يقوم في طياته على بعض المعارف النفسية فالواقع ليس إلا تفاعلاً للمجتمع البشري)، ثم اللجوء إلى علم النفس في محاولة لتفسير التشوهات الملاحظة. والمالية السلوكية هي نتيجة لتزاوج نظرية مالية هي نظرية المستثمرين غير العقلانيين (الجاهلين) **NTA** (Noise Trader Approach)، (les investisseurs ignorants)، والنظرية النفسية في اتخاذ القرار التي طورها كل من "دانيال كانمان و"أموس تفرسكي". ولقد قامت المالية السلوكية على فرضيتين أساسيتين، نحاول التطرق إليها فيما يأتي.

3. الفرضيات الأساسية للنظرية المالية السلوكية

تقوم المالية السلوكية "FC" على فرضيتين أساسيتين نابعتين من ملاحظة الأداء الفعلي لسوق المال. أولاهما؛ عدم تمتع كافة المستثمرين بالرشادة، حيث يتأثر سلوكهم الاستثماري باعتقاداتهم وانفعالاتهم وثانيهما؛ أن عملية التحكيم التي يفترض أنها الآلية التي يلجأ إليها المستثمرون العقلانيون لإعادة السعر إلى مستواه الحقيقي محدودة التأثير كما أنها ليست خالية من المخاطر¹. ونحاول الآن التطرق لكليهما بشيء من التفصيل.

1) الفرضية الأولى : عدم رشادة المستثمرين، L'irrationalité des investisseurs

لقد قامت نظرية الكفاءة على اعتبار تمتع جميع المستثمرين بالرشادة والعقلانية، إذ يتبع سلوكهم نموذجاً محدداً مسبقاً*، وحتى ولو وجدت سلوكيات غير عقلانية فإنها لا تعدوا أن تكون ظواهر عشوائية وغير مترابطة يلغي بعضها أثر بعض، غير أن المالية السلوكية ترى أن هناك تعايشاً بين المستثمرين العقلانيين والمستثمرين الجاهلين أو

* - نشير إلى أن نظرية الكفاءة تصف المستثمرين في سوق المال بكونهم "عادين" (Normaux).
¹ - Voir : N. Aktas, la 'finance comportementale' : un état des lieux, In : Reflets et Perspectives, Op.Cit , P :28.

المالية

"العامه"*** أو ما يطلق عليهم NT (Noise Traders) والذين يعرفهم "أندري أورليان" في مقاله بأنهم " أولئك المستثمرون الذين يقومون ببناء توقعاتهم بطريقة غير عقلانية، سواء باستعمال إشارات خاطئة، أو بإتباع استراتيجيات غير عقلانية على غرار أصحاب التحليل الفني أو متبعوا الاتجاهات (Les suiveurs de tendance) الذين يقومون بالشراء أثناء الاتجاه الصعودي، ويبيعون حين يكون الاتجاه نازلاً"¹. هذا هو إذن جوهر نظرية المستثمرين غير العقلانيين (الجاهلين)***، التي تهتم بالحالات التي تكون فيها السلوكيات العشوائية وغير العقلانية متبوعة بعدد كبير من المستثمرين مما يجعل تأثيرها على الأسعار كبيراً².

ينتج عن التعايش بين هاتين الفئتين من المستثمرين توقعات غير متجانسة، وتكون عندها السلوكيات غير العقلانية مرتبطة، إذ عوض أن تلغي بعضها البعض تتراكم في نفس الاتجاه بفعل التقليد والمحاكاة أو ما يعرف بسلوك القطيع مكونة بذلك اتجاهها سعرياً.

إذن تركز المالية السلوكية على كون السوق هو المكان الأمثل للتفاعلات الاجتماعية، وهو الجانب الذي تجاهلته النظرية التقليدية، فهو ليس مجرد أفراد منعزلين ومستقلين وإنما مجتمعاً معقداً من العلاقات والتفاعلات يلعب فيه الاتصال بين المستثمرين دوراً هاماً، كما أن السلوكيات الفردية فيه تؤثر على بعضها البعض، ناهيك عن أن تغير الأسعار لا يكون نتيجة لظهور معلومات جديدة فقط، وإنما قد يكون نتيجة إشاعات أو أقاويل³.

قد يقود الخوف من ارتكاب الأخطاء بعض المستثمرين -خاصة المبتدئين منهم- إلى تقليد غيرهم لاعتقادهم في كونهم أكثر دراية بالسوق، وهذا ما يطلق عليه بالتقليد المعلوماتي (Le mimétisme informationnel) حيث توصل كل من "سامرز" و"شليفر" (Shlieifer & Summers, 1990) انطلاقاً من مجموعة تجارب أجريها على الأفراد لفهم السلوك غير العقلاني، إلى نتيجة مفادها أن غالبية الأشخاص في اختبار ما مثلاً، يميلون إلى الإجابة عن سؤال ما بالأخذ في الاعتبار الإجابة المقدمة من الغير، لا بناء على معلوماتهم الخاصة، إذ

** - إن المصطلح الذي يطلق عليهم باللغة الإنجليزية هو "Noise Traders" أما في الفرنسية فنجد عدة ترجمات له، فهناك من يستعمل مصطلح "Les investisseurs ignorants" أو "Bruiteurs" أو "Parasites" أو مصطلح "Les Zélateurs"، أما في اللغة العربية فلم نجد المصطلح الذي يشير إليهم، لذا سنطلق عليهم اسم "المستثمرون الجاهلون أو المشوشون" نظراً لأن ما يقابلهم هم "المحكمون" أو "النخبة المحترفة" والذين يطلق عليهم اسم "Smart money traders".

¹ - Voir : A.Orléan, efficience, finance comportementale et convention, In : les crises financières, Op.Cit P : 248.

*** - يعرف "بلاك، 1986" Black المستثمرين غير العقلانيين بكونهم أولئك المستثمرون الذين يتصرفون بناء على ضوضاء السعر (التشويش، bruits) وليس بناء على المعلومات، ولذلك هناك من يطلق عليهم اسم "المشوشون" (Bruiteurs/Parasites). ويشبههم "أكتاس" بذلك التشويش الذي يطرأ على العملية الاتصالية.

² - Voir : Id.

³ - Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 27-28.

يطرحون على أنفسهم أسئلة على غرار : ماذا لو كان الجميع يفكر بنفس الطريقة ؟ ماذا لو قدم أحد غيري نفس الإجابة ؟ وهذا ما يجعلهم يفكرون بشكل غير منطقي¹.

وبالعودة إلى عالم الحيوانات، نجد بأن ما يطلق عليه سلوك القطيع *Le comportement moutonnier* أو غريزة القطيع (*L'instinct de troupeau*) يمكن أن يظهر لدى البشر في شكل تقليد أو محاكاة، إذ يفضل أحيانا تقليد المجموعة وإتباع قوانينها تفاديا للإقصاء والاستبعاد، والمجموعة حسب النظرية التقليدية لا تفكر بعقلانية، فإذن ليس من المستغرب ظهور سلوكيات غير عقلانية في سوق المال².

لكن السؤال الذي يطرح هنا هو : متى يصبح التقليد المعلوماتي سلوكا عقلانيا ؟ ومتى يكون من الأفضل السير وراء القطيع عوض الاعتماد على المعلومات الخاصة ؟

يمكن للتقليد أن يكون سلوكا مناسباً إذا اعتقد المستثمر في أن مستثمرا آخر يمتلك معلومات خاصة أو يتصرف بناء على تحاليل الخبراء (نلاحظ في سوق المال أن هناك اهتماما بالإشاعات وبتصرفات الغير)*، لكن إذا قام عدد كبير من المستثمرين بالتقليد فهذا يؤدي إلى ظهور ما يطلق عليه : "شلال معلوماتي" (*Cassade informationnelle*) حيث لا تعكس الأسعار عندها معلومات خاصة، وإنما تضخيماً للمعلومات التي في حوزة الأفراد الذين بدؤوا هذا الاتجاه (الذين قاموا بالتقليد أول مرة) ولعل أبرز مثال على استغلال هذه الظاهرة ما قاله "ولش، Welch, 1992" عن أن بعض الشركات حين تدخل البورصة للمرة الأولى ولعلمها بالدور الهام الذي تلعبه المعاملات الأولى على الورقة المالية في تطورها المستقبلي، تقوم أولاً بإصدارها بسعر منخفض عن القيمة الحقيقية، ثم تقوم بشرائها إلى أن يرتفع سعرها عن القيمة الحقيقية وينطلق عندها الاتجاه الصعودي.

إذن فللتقليد المعلوماتي أثر مزدوج : يكون عقلانيا حين يكون وراءه عدد قليل من الأفراد (فمن العقلاني تقليد من يعرف أكثر)، غير أنه يصبح غير عقلاني إذا تضخم هذا العدد (يصبح التقليد للمقلدين). ويصف "كيندلبرغر، Kindleberger" هذا الأثر بقوله : "إن سلوك كل فرد هو عقلاني، أو كان ليكون عقلانيا لولا

¹ - Voir : Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances Op.Cit, P : 14.

² - Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 27-28.

* - إن المثال الكلاسيكي والمبسوط الذي يقدم عادة لشرح ظاهرة التقليد هو الآتي : لنفترض أن شخصا "أ" يتواجد في غرفة لها بابان أحدهما يؤدي إلى الخارج في حين أن الآخر يقود إلى طريق مسدود، فجأة تندلع النار في الغرفة و"أ" يجهل أي البابين يختار. يرى عندها شخصا آخر "ب" يقف ويتجه مسرعا إلى أحد البابين، فماذا ستكون ردة فعل "أ" ؟ سيفترض تلقائيا أن "ب" يعرف أي البابين هو باب الخروج (بملاك معلومة خاصة) وما يؤكد افتراضه هو سرعة وقوف "ب" وعدم تردده، إذن يرى عندها "أ" أن من العقلاني تقليد "ب" وهكذا يحصل التقليد المعلوماتي.

قيام الآخرين بتقليده" ^{*}، ونشير أخيرا إلى أن الاتصال بين الأفراد يسهم في نشر السلوكيات غير العقلانية وتضخيمها وارتباطها ¹.

(2) الفرضية الثانية : محدودية التحكيم، L'arbitrage limité

ليست أسواق المال في الواقع أسواقا مثالية، وهذا يعود لوجود ما أطلقنا عليه اسم : المستثمرون الجاهلون NT، مما يقتضي بالضرورة وجود المحكمين لأجل إلغاء أثر النوع الأول من المستثمرين والعودة بالسعر إلى قيمته الحقيقية، غير أن هذه العملية قد تكون محدودة الأثر بفعل الارتباط بين السلوكيات غير العقلانية للعامة (القطيع) التي تتفاقم كما ذكرنا سابقا، مما يضعف من قدرة المحكمين على إلغاء أثرها كما افترضت النظرية التقليدية، ويجعل التحكم بالسوق في يد الفئة العادية ². كما أن عملية التحكيم في واقع الأمر قد تنطوي على عدة مخاطر نذكر منها :

- إن الشرط الأساسي للقيام بعملية التحكيم هو وجود البديل الأمثل للورقة المالية، غير أنه وفي الواقع وبالخصوص عند وجود فقاعات سعرية (Des bulles spéculatives)، أين تكون غالبية الأوراق مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية، من المستحيل العثور على البديل الأمثل وعادة ما يطلق على هذا الخطر : "الخطر الأساسي أو النظامي" (risque fondamental ou systématique) ³، كونه غير قابل للتنوع.
- الخطر الثاني ناجم عن الجهل بالموعد المحدد لانفجار الفقاعة السعرية، ويقدم "ن.أكتاس" مثلا مبسطة لتوضيحه : لنفترض أن مسيرا لأحد صناديق التوظيف أدرك في ربيع سنة 1986 وجود أوراق مالية مسعرة بأعلى من قيمتها الحقيقية، فالسلوك الأمثل الذي عليه أن يقوم به في هذه الحالة هو "البيع على المكشوف" أي أن يقوم ببيع أوراق لا يملكها بالسعر الحالي على أن يتم تسليمها في موعد لاحق (عادة بعد شهر)، فإذا لم تنفجر الفقاعة السعرية أي لم يحدث الانخفاض الذي يتوقعه خلال مدة العقد يمكنه أن يقوم بتمديده (لشهر آخر مثلا) متحملا بذلك خسارة إضافة إلى تكاليف القيام بالتمديد وتمثل هذه التكاليف مصدرا آخر للخطر (Le risque des coûts de transactions) ^{**}.

* - « L'action de chaque agent est rationnelle, ou l'aurait été, si les autres ne s'étaient pas comportés de la même manière ».

¹ - Voir : Ibid, P : 29-30.

² - Voir : M.Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, Op.Cit, P : 182-183.

³ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 18.

^{**} - تمثل تكاليف الصفقات في هذه الحالة : العمولات، الهوامش بين البيع والشراء، تكاليف اقتراض الأوراق المالية في حالة عدم امتلاكها، تكاليف البحث عن المعلومات اللازمة لمعرفة القيمة الحقيقية، تكاليف البيع على المكشوف.

■ إذا استمر هذا المسير في اللجوء إلى هذه الإستراتيجية فسيكون عليه القيام بجوالي خمسة عشر (15) تمديدا قبل انفجار الفقاعة في 1987، في الوقت الذي حقق فيه غيره من المستثمرين ممن ساروا مع الاتجاه عوائد تقدر بـ 15 إلى 20% في كل مرة، أما الاحتمال الأكبر فهو أن يكون قد أقصي وأبعد من السوق قبل نهاية السنة 1986 بفعل المنافسة، وهذا ما يكشف عن وجود خطر آخر مرتبط بعملية التحكيم هو خطر المنافسة "الخطر التنافسي" (Le risque concurrentiel)¹. إذن نلاحظ بأن الإبعاد من السوق سيكون مصير من يسلك السلوك المناسب الذي تنص عليه النظرية التقليدية، لا مصير الفئة غير العقلانية كما قال "فريدمان". وعند إدراك هذه الحقيقة، يصبح رأي الأغلبية بدوره متغيرا لا بد من أخذه في الحسبان، حيث يطلق على من يعرف اعتقادات الأغلبية (Noise traders) إلى جانب علمه بالمعطيات الأساسية اسم: (money investors) المحترفون بالقيمة الحقيقية للاستثمار فقط، وإنما بالقيمة التي سيحدددها له السوق بعد ثلاثة أشهر أو ستة بفعل تأثير الأغلبية"².

■ من بين الأخطار التي قد تحدث كذلك من عملية التحكيم خطر السيولة (Le risque de liquidité) فقد لا يستطيع المحكمون شراء البديل الأمثل لعدم توفر السيولة اللازمة، وقد يلجؤون عندها للاقتراض من الغير الذي قد يطالب بتسديد الدين لسبب أو لآخر قبل أن يحقق المحكم العوائد المرجوة مما يجبره على تصفية مركزه والخروج من السوق (متحملا خسارة)³. إذن وبفعل هذا الخطر، حتى لو أدرك المحكمون أن الأسعار غير معقولة فليس في وسعهم القيام بشيء لإعادة التوازن إلى السوق⁴.

إضافة إلى الأخطار سابقة الذكر والتي يمكن أن تعمل على الحد من عملية التحكيم، نشير إلى أنه يمكن أن يكون لهذه العملية أثر عكسي، إذ قد يساهم المحكمون في اختلال توازن السوق عوضا عن تصحيحه، وهنا يطال التشكيك رشادة المحكمين أنفسهم ومدى قدرتهم على معرفة القيمة الحقيقية انطلاقا من تفسير إشارات السوق*، بمعنى معرفة ما إذا كان التغيير في السعر حدث نتيجة خطأ في تقدير قيمة الورقة المالية، أو أنه استجابة عقلانية

¹ - Voir :N. Aktas, la 'finance comportementale' : un état des lieux, In : Reflets et Perspectives, Op.Cit , P :29.

² - Voir : C.Wetzer, la finance comportementale, Op.Cit, P : 26.

³ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 19.

⁴ - لمزيد من التفصيل، أنظر :

- M.Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, Op.Cit, PP : 177-184.

* - أثبتت الدراسات أن معظم التغيرات التي تظال الأسعار ليست نتيجة ورود معلومات جديدة تمس الجهة المصدرة للورقة المالية، كما أنها ليست استجابة عقلانية للتغيرات في معطيات الاقتصاد الكلي، وهي من الكثرة بحيث لا يمكن تفسيرها جميعا بتسريب معلومات سرية، وهذا ما يجعل التشكيك يمد ليطال قدرة السوق على عكس القيم الحقيقية.

لتغير في العوامل الأساسية¹. كما يمكن أن يكون من العقلاني أحيانا أن يسلك المحكمون نفس سلوك الأغلبية الذين يميلون إلى اعتبار التطورات المستقبلية تكرارا لما حدث في الماضي^{**}، ويتبعون عندها إستراتيجية

يطلق عليها اسم: "التغذية العكسية الموجبة" (Positive Feedback)^{*} أي الشراء حين ترتفع الأسعار والبيع عند انخفاضها، وعليه فإن أفضل ما يقوم به المحكمون في هذه الحالة هو السير مع التيار أو كما قال "سوروز، Soros" (Prendre le train en marche)² والاستفادة من معرفتهم بالأساسيات وقدرتهم على توقع توقيت انعكاس الاتجاه سعري (Timing) لأجل التخلي عن الأوراق المالية في الوقت الذي تستمر فيه الأغلبية في الشراء، إذن عوض أن يقوم المحكمون بدورهم المنوط بهم في نظرية الكفاءة، نجد أنهم يقومون في هذه الحالة بإثارة أخطاء التقييم لدى العامة وحث متبعي الاتجاهات على الشراء بكميات كبيرة مما يعني التسبب في ظهور اتجاه سعري ثم الاستفادة من انعكاسه³، وعليه فإن التحكيم في المالية السلوكية هو عملية محدودة الأثر، لا تخلو من المخاطر كما قد لا تقود إلى إلغاء الفارق بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية⁴.

نلاحظ بعض عرض الفرضيات الأساسية للمالية السلوكية، أنها قد قامت بالتشكيك في أهم مفهومي ارتكزت عليهما نظرية الكفاءة (الرشادة والتحكيم). ولم تكتف بهذا، وإنما أكدت ما توصلت إليه من نتائج من خلال ملاحظة مجموعة من الظواهر الشاذة في أسواق المال، ثم السعي إلى تفسيرها في ظل إطار نظري مستقل وخاص بها. فقد أثمرت الاستعانة بعلم النفس عن التوصل إلى اكتشاف وملاحظة العديد من الانحرافات التي تطبع سلوك البشر بشكل عام، والمتعاملين في أسواق المال بشكل خاص، وتجعل من سلوكياتهم وقراراتهم بعيدة عن النموذج العلمي للنظرية المالية (Homo oeconomicus). ونحاول الآن تسليط الضوء ومناقشة بعض الانحرافات الملاحظة كونها أهم ما يشكل الإطار النظري للمالية السلوكية.

¹ - Voir :N. Aktas, la 'finance comportementale' : un état des lieux, In : Reflets et Perspectives, Op.Cit , P :29-30.

^{**} - هذا ما يطلق عليه بالفرنسية : "Une tendance à extrapoler".

^{*} - إن نظرية التغذية العكسية قديمة جدا في الأبحاث المالية، ويمكن أن نعطي مثلا عنها بما حدث سنة 1630 في هولندا حين حدثت المضاربة على أزهار الزنبق (les tulipes) غير أنها لم تحظ بالاهتمام الكافي إلا حديثا، ويعتبرها أنصار الكفاءة مناقضة لفرضية السير العشوائي للأسعار، غير أن "Shiller, 2002" يرى أن السير العشوائي لا يتعارض مع سلوك يقوم على اتباع الاتجاهات طويلة المدى، فالمستثمرون الذين يتبعون نموذج التغذية العكسية قد يشترون حتى ولو انخفض سعر اليوم عن سعر الأمس.

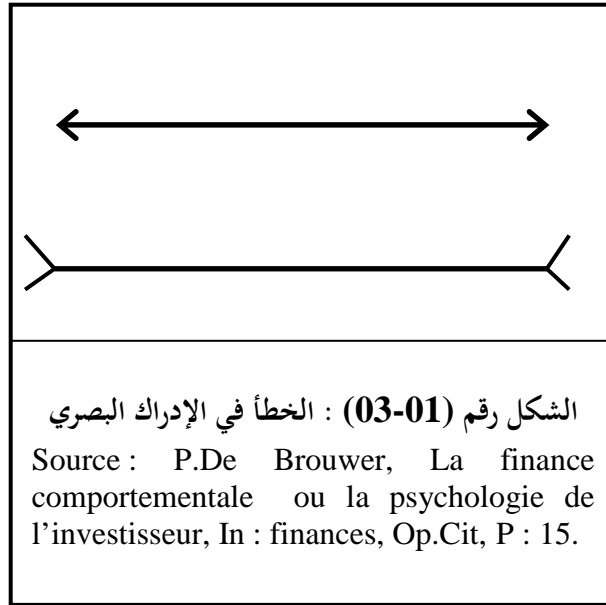
² - N. Aktas, la 'finance comportementale' : un état des lieux, In : Reflets et Perspectives, Op.Cit , P :32.

³ - Voir : Ibid, P : 31-32.

⁴ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 20.

4. أهم الانحرافات السلوكية الملاحظة، Les biais comportementaux

يشير مصطلح "الانحراف" (le biais) في علم النفس إلى الاختلاف بين الطريقة التي يفترض بالإنسان أن يفكر بها كي يصل إلى أفضل النتائج الممكنة، وبين الطريقة التي يفكر بها في الواقع، والانحراف في طريقة التفكير قد ينجم عن وجود خطأ في المعلومات المقدمة للإنسان راجع لوجود خطأ على مستوى الحواس وهذا ما يعرف بالخطأ الإدراكي، ولإثبات وجود هذا النوع من الأخطاء لاحظ الخطان الموضحان في الشكل التالي :



يبدو أن الخط السفلي أطول من الخط العلوي وهذا خطأ فكلاهما متساويان في الطول، وعلى غرار هذا الخطأ في الإدراك البصري يمكن لقراراتنا واختياراتنا (خاصة حين تتعلق بتوظيف الأموال) أن تكون غير سليمة بفعل أخطاء إدراكية¹.

¹ - Voir : Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances Op.Cit, P : 15.

يقودنا هذا المثال إلى الحديث عن أنواع الانحرافات السلوكية، إذ نجد أن هناك من يقوم بتقسيمها إلى أخطاء إدراكية (Cognitifs) (أو معرفية) وأخرى انفعالية (Affectifs) وهناك من يصنفها حسب موضوعها أي الفرد أو الجماعة، غير أننا سنحاول إتباع تصنيف كل من "باربريز" و "تالر" (Thaler, 2003) و (Barberis & وتقسيمها حسب نطاق تأثيرها، حيث نجد عندها :

✦ التأثير على توقعات المستثمرين.

✦ التأثير على تفضيلات المستثمرين.

1. الانحرافات المؤثرة على التوقع (التنبؤ)، Les biais de prévision

يميل الفرد حين يكون بصدد بناء توقعاته (التي يفترض أن تكون عقلانية حسب النظرية التقليدية) إلى اقتراف أخطاء إدراكية* (Des erreurs cognitives)، لأن التصورات العقلية للإنسان لا يمكن أن تتطابق كلية مع الواقع، وهذا لكونه عاجزا عن ملاحظة ومعرفة كل الوقائع والأحداث سواء بالنسبة للأمور البسيطة أو تلك المعقدة**، ومن بين هذه الأخطاء نذكر :

1) الثقة المفرطة أو الزائدة، Overconfidence / L'excès de confiance

يقصد بها مبالغة الأفراد في تقدير قدراتهم، وما يجوزتهم من معلومات (الوهم المعرفي) (illusion de connaissance)، فالكل يعتقد في قدرته على التغلب على السوق، والتمادي في هذه الثقة يقود إلى حالة من التفكير السحري (La pensée magique) إذ يعتقد عندها الفرد بأنه يؤثر على الأحداث بشكل ما، أو أنه يتلقى إشارات خفية أو غيبية¹.

ويصف كل من "دوبونت" و"تالر" (1995) هذا الانحراف بكونه "أقوى نتيجة أثبتتها الأبحاث في علم النفس"*** ولا ثبات هذه النتيجة، ما عليك إلا سؤال مجموعة من الأفراد عما إذا كانوا يعتبرون أنفسهم من بين 50% التي تحسن القيادة أو من بين 50% المقابلة، فستلاحظ عندها أن حوالي 98% يعتبرون أنفسهم من

* - يقصد بالأخطاء الإدراكية جميع الأخطاء التي تتعلق بالفهم أو المنطق أو الذاكرة.

** - إن المقولة التي تعبر بشكل جيد عن هذا النوع من الأخطاء هي : "لا نرى إلا ما نعتقد أننا نراه، لا نسمع إلا ما نريد سماعه، لا نفهم إلا ما نريد تصديقه".

¹ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 21-22.

*** - « Perhaps the most robust finding in the psychology of judgement is that people are overconfidant », Citée par : Ibid, P : 21-22.

الفئة الأولى، في حين من المفروض أنه وفي محيط يتمتع أفرادها بالرشادة وبصورة ذاتية حقيقية، سيعتبر النصف أنفسهم من الفئة الثانية¹.

يتفرع عن الثقة المفرطة انحراف من نوع آخر يطلق عليه "الترشيد أو العقلنة" (la rationalisation) بمعنى السعي إلى إيجاد مبررات ومسوغات عقلانية للسلوكيات الذاتية غير العقلانية، سواء بادعاء التعرض لإكراه خارجي (Compulsion) أو بإسنادها لشخص آخر (Attribution)*، أو بإسنادها للذات (Auto-attribution) إذ يعتقد عندها الأفراد بأن النجاح هو وليد لمهاراتهم الشخصية وبأن الخسارة سببتها العوامل الخارجية أو سوء الطالع وذلك بالقول عادة (Nature is against me)**، وقد توصل كل من "باربر" و "أودين" (Barber & Odean) إلى نتيجة مفادها أن هذا الخطأ هو أكثر شيوعاً لدى الرجال مقارنة بالنساء² وخاصة غير المتزوجين منهم، كما أنه يتفاقم بعد تعود الربح في السوق***.

(2) التفاؤل، Optimism / L'optimisme

يميل الأفراد عامة إلى الاعتقاد بأن مستقبلهم سيكون أفضل حالا (هذه سمة الإنسان عموماً)، ولهذا يببالغون في تقدير قيمة الأصل الذي يجوزتهم مع التقليل من أهمية التذبذبات التي يشهدها سعره، بالإضافة إلى اعتقادهم في صحة ودقة المعلومات التي يمتلكونها³.

يعد الإفراط في الثقة والتفاؤل سبباً لكثير من الحروب والاكتشافات العلمية والأنشطة الاقتصادية، غير أنه حين يتعلق بالاستثمار فإنه غالباً ما يقود إلى قرارات خاطئة⁴.

(3) المعارف المبسطة أو المعممة، Simplification /Généralisations heuristiques /Heuristics

¹ - Voir : Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances Op.Cit, P : 15.

* - نجد في الإسناد للغير حالتين : البحث عن مذنب (Diabolisation) أو البحث عن بطل (Déification) حسب طبيعة الحدث.
** - استعمل "لانجر" (Langer, 1975) العبارة التالية :

« Heads I win, tails its chance », Citée par : D . Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 22.

² - Voir : Jay R.Ritter, Behavioral finance, In : The Pacific-Basin finance Journal, Vol.11, No.4, September, 2003 P: 04.

*** - إن وجود الثقة المفرطة مع تعود الربح قد يقود في نهاية المطاف إلى ما يسمى بـ "لعنة الرايح" (Malédiction du gagnant).

³ - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 22.

⁴ - Voir : Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances, Op.Cit, P : 15.

يقصد بها تبسيط عملية اتخاذ القرار **** رغبة في اقتصاد الوقت والجهد، وذلك بالاعتماد على عدد محدود من المفاهيم والمعطيات : كالأفكار الجاهزة (stéréotypes)، الأفكار الراسخة ، العادات **** ويتم هذا التبسيط عادة سواء من خلال القيام ب : التعميم، الانتقاء، القولية (stéréotype)، الحد (réductionnisme).

ومن بين أهم الطرق المعتمدة لتبسيط عملية اتخاذ القرار نذكر :

1. التمثيل، Representativeness /Heuristiques de représentativité

يميل المستثمرون في محاولة منهم لتحديد احتمالات حدث ما، إلى الانطلاق من ظاهرة معينة ليتم اعتبارها ممثلة لمفهوم أو لقانون عام.

2. الاعتماد على الموجود أو المتاح، Availability or Accessibility /Heuristique de disponibilité

هو انحراف مرتبط بالذاكرة، فقد لا يستطيع الفرد استحضار جميع المعلومات اللازمة لتحديد احتمالات حدث ما، ولذا يقوم بالتركيز على أول شيء يقوم بإدراكه أو تخيله.

3. المحافظة أو الترسخ (التثبيت) العقلي، le Conservatisme ou l'Ancre (Fixation) Mental / Conservatism

اقترحه "إدواردز، Edwards" للمرة الأولى سنة 1968 وهو ينص على أن المستثمرين يضعون في أذهانهم بعض النقاط المرجعية التي قد تكون سعر قديم أو قيمة بورصية قديمة، ثم يمتنعون ذهنياً عن تقدير كل الأحداث والأوضاع الجديدة وهذا ما يعرف بمقاومة التغيير (la résistance au changement). ويعود هذا الانحراف إلى عدة أسباب منها : امتلاك ذاكرة انتقائية (une mémoire sélective)، النفور الإدراكي (la Dissonance cognitive)، حيث يميل الأفراد إلى إقصاء وإبعاد الوقائع المخالفة لمعتقداتهم /أفكارهم / عاداتهم / تصوراتهم المسبقة، ويتمسكون بما يتماشى معها ويوافقها وهذا ما يطلق عليه أيضاً انحرافات التأكيد (Biases de confirmation).

**** - يقول "جاي ريتز، 2003" في مقاله : « Heuristics, or rules of thumb, make decision-making easier ».

***** - لا يمكن تصنيف واعتبار العادات (les habitudes) انحرافات إدراكية أو انفعالية بشكل كلي، فهي عبارة عن استجابات فيزيائية تلقائية، حتى ولو تضمنت الإدراك (المسار العصبي) والانفعال (الألم والسعادة)، ولذا يمكن تصنيفها ببساطة على أنها انحرافات سلوكية.

يتسبب الترسخ العقلي في التقليل من ردة الفعل (sous réaction)، غير أنه بمرور الوقت حين تبدأ المعلومات الجديدة في التأكد، يقوم الأفراد بمسايرة الأحداث وتعديل توقعاتهم بشكل مفاجئ مما يقود إلى المبالغة في ردة الفعل (sur-réaction).

4. الحساب العقلي* ، Mental accounting / la comptabilité mentale

تم اقتراحه من طرف "تالر" (1980-1985) إذ يميل الأفراد إلى التفريق في عملية اتخاذ القرار بين معطيات يجب الجمع بينها، وكأنهم ينشؤون بذلك حسابات (أرصدة) عقلية متفرقة خاصة بكل معطى في الوقت الذي يفترض أن يتم التعامل فيه مع جميع المعطيات في آن واحد. ويؤثر هذا الانحراف عند بناء محفظة الأوراق المالية والتعامل مع الأوراق المكونة لها¹. وهذا ما سيتم شرحه أكثر في الفصل الثاني.

إلى جانب هذه الطرق المذكورة لتبسيط وتسهيل عملية اتخاذ القرار، يمكن أن نشير بشكل سريع إلى انحرافات إدراكية أخرى يمكن تصنيفها دائما مع المعارف المبسطة كونها تعمل على تضيق الرؤية والحد منها :

■ امتلاك ذاكرة قصيرة المدى (une mémoire courte) وأفق زمني محدود بالنسبة للمستقبل (horizon du temps limité).

■ امتلاك رؤية نفقية (une vision en tunnel)، ولنعطي مثال عن هذا نفترض أن شخصين (أ) و (ب) يمتلك كل منهما سهما قيمته 120 أورو، اشترى (أ) هذا السهم بـ 100 أورو في حين كلف (ب) 50 أورو، فجأة انخفض سعر السهم إلى 60 أورو، فأى المستثمرين سيتضرر أكثر؟

سيجيب الأغلبية أن الخاسر الأكبر هو (أ) لأنه سيتعرض لخسارة كبيرة في حين أن (ب) لن يتعرض للخسارة وإنما سيحقق ربحا أقل فقط، لكن إذا قمنا بتوسيع نطاق التفكير عدا عن اعتبار المتغير الوحيد هو الربح/الخسارة بالنسبة لسعر الشراء، سنلاحظ أن كلا من (أ) و(ب) سيرى أن ممتلكاته الإجمالية انخفضت إلى النصف ومن وجهة نظر عقلانية فإن مقدار الضرر الذي سيلحق بكلا المستثمرين متساو².

* - هذا الانحراف يشبه انحرافا آخر هو "طريقة تقديم أو عرض الموضوع" (Framing) إذ لاحظنا أنه غالبا ما يتم الخلط بينهما، ولمزيد من الاطلاع، أنظر :

- Jay R.Ritter, Behavioral finance, In : The Pacific-Basin finance Journal, Op.Cit, PP :03-05.

¹ - Voir : Jay R.Ritter, Behavioral finance, In : The Pacific-Basin finance Journal, Op.Cit, P :04

² - Voir : Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances Op.Cit, P : 15.

■ تفسير السلاسل على أنها اتجاهات، إضافة إلى تخيل وجود علاقة سببية بين الأحداث المتسلسلة، فالكثير يعتقد عند إلقاء قطعة نقدية مثلا أن احتمال الحصول على FFF PPP* هو أقل من احتمال الحصول على FPP FPF في حين أن الاحتمال هو نفسه لكليهما¹.

■ خطأ الارتداد أو الاستذكار (L'erreur rétrospective)، يقع فيه الأفراد الذين ينسون تقييمهم الأساسي. فبمجرد اطلاعهم على النتائج المعلنة يتبنونها ويعتبرونها مشابهة وقريبة من تقييمهم الأصلي، إذ يقولون: "لقد سبق وأن قلت هذا بالفعل!"

■ يوجد انحراف مقابل للمعارف المبسطة هو: الكم الإدراكي (المعرفي) الزائد (la surcharge cognitive) ويقصد به الغرق في المعلومات و القرارات الواجب اتخاذها.

2. الانحرافات المؤثرة على التفضيل، Les préférences non standard

لقد أورد كل من "كاثمان" و"تفرسكي" هذه الانحرافات في "النظرية الاستشرافية" (la théorie des perspectives) التي اقترحتها كبديل لنظرية المنفعة المتوقعة (L'utilité espérée)، كما أشارا إليها في مقالهما "اتخاذ القرار والنفسية المصاحبة للخيار" (The Framing of decision and the psychology of choice).

ونذكر منها²:

1) طريقة عرض الموضوع أو المشكلة، Le Framing / Cadrage du sujet

أثبت الباحثان من خلال جملة استبيانات واختبارات أن معظم الأفراد يتأثرون بالطريقة التي شكل أو قدم بها الموضوع، وذلك دون التعمق في التفكير أو البحث أكثر، ويقومون بتغيير تفضيلاتهم مباشرة عقب إعادة صياغة الموضوع أو الإشكال، خاصة حين يتعلق الموضوع المقدم بمسألة مالية أو بمسألة حياة أو موت*، ومن جملة الاختبارات التي أجريها نذكر الاختبار التالي:

* F : Face / P : Pile.

¹ - Voir : Id.

² - Voir : Amos Tversky et Daniel Kahneman, the framing of decision and the psychology of choice, In : Science, Vol.211, Janvier 30, 1981, P : 453.

* - « The psychological principles that govern the perception of decision problems and the evaluation of probabilities and outcomes produce predictable shifts of preference when the same problem is framed in

قاما بتوزيع استبيان على طلبة جامعتي ستانفورد وكولومبيا (Stanford and British Columbia).

أولا : الصياغة الأولى للإشكال ثم تقديمها لعينة مكونة من 152 طالبا (N= 152)

تستعد الولايات المتحدة لمواجهة مرض جديد قادم من آسيا، تتوقع أنه سيقضي على حوالي 600 شخص وقد وضعت لمواجهة برنامجان مع توقعات علمية دقيقة لنتائج كل منهما.

✓ إذا قامت بتطبيق البرنامج (A) : سينجو 200 شخص.

✓ إذا تم تطبيق البرنامج (B) : هناك احتمال 3/1 بأن ينجو 600 شخص، واحتمال 3/2 أن يموت الجميع فأبي البرنامجين تختار ؟

تضمنت طريقة تقديم هذا المشكل احتمالات النجاة، ولذا فإن أغلب من أجابوا حاولوا تجنب الخطر (Risk averse) باختيار البرنامج الأول أين سينجو 200 شخص.

ثانيا: الصياغة الثانية للمشكل، تم تقديمها لعينة مكونة من 155 طالبا (N=155).

✓ إذا تم تطبيق البرنامج (C) فسيموت 400 شخص.

✓ إذا تم تطبيق البرنامج (D) فهناك احتمال 3/1 ألا يموت أحد، واحتمال 3/2 أن يموت 600 شخص فأبي البرنامجين تختار ؟

نلاحظ بأن المشكل هو نفسه، فقط تمت صياغته من جديد بشكل يظهر الخسائر المتوقعة، ولذا فإن أغلب من أجابوا قاموا بالمخاطرة (risk-taking) واختاروا البرنامج (D) لأن احتمال موت الجميع أكثر قبولا من موت مؤكد لـ 400 شخص¹. إذن نلاحظ من خلال هذا الاختيار كيف تغيرت تفضيلات الأفراد اتجاه نفس المشكل بمجرد تغيير صياغته².

(2) تجنب الخسارة، Loss aversion/ L'aversion aux pertes

different ways. Reversals of preference are demonstrated in choices regarding monetary outcomes, both hypothetical and real, and in questions pertaining to the loss of human lives».

¹ - Voir : Id.

² - لمزيد من التفصيل، أنظر :

من خلال المثال السابق، يظهر جليا كيف أن الأفراد يميلون إلى تجنب الخسائر في الوضعيات التي تتضمن الربح، ويميلون إلى المخاطرة في الوضعيات التي تتضمن خسارة¹، فالجميع يخشى الخسارة لأن وقعها أكبر من الربح (يمكن توضيح هذه الحساسية الزائدة للخسارة من خلال الدالة التي اقترحها كل من "باربريز" و "هوانغ"² (Barberis & Huang, 2001):

$$W(x) = \begin{cases} x & \text{si } x \geq 0 \\ 2x & \text{si } x < 0 \end{cases}$$

هذا التجنب للخسارة قد يقل عقب تحقيق الأرباح وقد يزيد عقب الخسارة، كما قد يسبب انحرافا آخر هو: "صعوبة إدراك الخسائر" (Disposition effet / La Difficulté à réaliser ses pertes) ونقصد التردد في البيع لوجود تعلق عاطفي وانطباع بأن التحلي عن هذا العنصر يعد خسارة في الثروة، والاعتقاد بأن السوق هو الذي يجهل القيمة الحقيقية، حيث يميل المستثمر في هذه الحالة إلى تأجيل بيع الأوراق المالية الخاسرة على أمل تعويض هذه الخسائر في المستقبل³، بالرغم من أن القاعدة الاستثمارية التي يجب إتباعها في هذه الحالة هي: "قاعدة وقف الخسائر"⁴ (Cut your losses, Ride your gains) ويعود هذا لصعوبة الاعتراف بالخطأ بسبب عناد المستثمر وشعوره بالنقص، لذا فهو يفضل الاستمرار في الخسارة على الإقرار بخطئه.

(3) أثر الالتزام، L'engagement

إذ يلاحظ عادة أنه حين يقبل شخص أو يشرع في القيام بأمر ما، أو حتى في الإنصات إلى أحد ما فإنه سيشعر من الآن فصاعدا بالالتزام اتجاه ذاته أو اتجاه الآخرين، وعندها سيقبل بكل سهولة التقدم خطوة فخطوات إلى الأمام.

¹ - Voir : Id.

² - Voir : D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 25.

³ - Voir : M.Albouy, Peut-on croire à l'efficience des marchés financiers ?, Op.Cit, P : 183-184.

⁴ - لمزيد من التفصيل حول هذه القاعدة الاستثمارية، أنظر :

- عبد المجيد المهلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، دليل شامل لتحقيق الأرباح في المضاربة والاستثمار، ط05، البلاغ للطباعة والنشر، مصر 2006، ص ص : 256-259.

ونحاول الآن أن نشير بشكل مختصر إلى بعض التفضيلات الأخرى للمستثمرين :

● يميل الأفراد إلى إسناد قيمة أكبر إلى الأشياء الباهظة أو التي كلفت جهدا وموارد أكبر ويفضلونها أكثر من الأشياء التي تم الحصول عليها بسهولة ويسر.

● عامل الملكية (the endowment effect / possession / appropriation) فحين يمتلك شخص شيء ما فإنه يميل إلى المبالغة في تقديره ويرفض بيعه بسعر السوق.

● يفضل بعض الأفراد تجنب خسارة مبلغ على توقع ربح نفس المبلغ، لهذا يميلون لاتخاذ قرارات تحمّل الخسائر عوض عن قرارات تسمح بزيادة الأرباح.

● لقد ثبت بأن الندم الناجم عن القيام بالفعل يفوق الندم الناجم عن عدم القيام به. (le 'regret of commission' est plus grand que le 'regret of omission') ولتوضيح هذا : لنفترض أنك تمتلك أسهما لشركة (A) وقد كنت تنوي بيعها السنة الماضية لأجل الاستثمار في الشركة (B) غير أنك لم تقم بذلك، اتضح اليوم أنه كان في وسعك أن تكسب 3000 أورو لو قمت بهذه الخطوة، من المؤكد أن هذا سيسب لك الندم، لكن لنقارن هذا الندم مع ما ستشعر به فيما لو كنت تمتلك أسهما لشركة (B) وبعثتها لتشتري أسهم الشركة (A)، عند أغلب المستثمرين سيكون مقدار الندم أكبر في الحالة الثانية أين اتخذوا القرار وأتبعوه بالفعل مما هو عليه في الحالة الأولى أين امتنعوا عن الفعل.

● من بين التفضيلات الأخرى نجد : تجنب الغموض (Ambiguity aversion / l'aversion à l'ambigüité) حيث يكره المستثمر أن يكون جاهلا لما حوله، ويظهر في هذا الصدد انحراف آخر هو الانحراف الناتج عن التعود أو تفضيل المؤلف (Home bias puzzle, Biais de familiarité) الذي اقترحه كل من "ماسا" و "سيمونوف" (Massa & Simonov) عام 2002 وهو ما يجعل الأفراد يفضلون الاستثمار في المؤسسات التي يعملون فيها وفي الشركات المحلية وعدم الاستفادة من منافع التنوع الدولي ويفسره "هيرشليفر، 2001, Hirshleier" بقوله* : "يتم استيعاب وفهم كل ما هو مألوف بشكل أفضل كما أنه غالبا ما يكون أقل خطورة"¹.

● مما يؤثر على التفضيلات كذلك، نجد ميل الأفراد إلى تقليد وتبني أفكار كل من :

* - « Tout ce qui est familier, est mieux compris et est souvent moins risqué ».

¹ - D.Azouzi, Essai en finance comportementale, Op.Cit, P : 24.

✓ الأفراد المقربين منهم "أثر الند" (pression de pairs).

✓ المجموعة التي ينتمون إليها "تفكير الجماعة" (pensée de groupe).

✓ عامة المستثمرين من خلال إتباع التيار (le suivisme).

يتعارض هذا التقليد مع استقلالية التفكير ومع فرضية الرشادة، كما أنه قد يقود إلى سلوكيات متطرفة حيث نلاحظ بأن الفرد يذوب في المجموعة ويميل إلى فقدان مرجعيته الخاصة لصالح انفعالات المجموعة وصولاً إلى ارتكاب تجاوزات ما كان ليرتكبها بمفرده، وهذا كما أوضحنا سابقاً يطلق عليه: "غريزة القطيع" ولتوضيح هذا نعطي مثلاً مبسطاً: لنفترض أن هناك مطعمين متجاورين A و B متماثلين من ناحية الشكل والأسعار والخدمة المقدمة، عند الساعة 18:30 يدخل زبون جائع إلى المطعم A، بعد 5 دقائق يأتي شخص يبحث عن مطعم ويلقي نظرة من النافذة على كلا المطعمين، فيلاحظ وجود زبون في المطعم A ويقرر الدخول حتى لا يتناول الطعام بمفرده في المطعم B، يمر شخص ثالث حوالي 19:00 فيلاحظ وجود زبونين في المطعم A ويستنتج عندها بأنه المطعم الأفضل، ونتيجة لهذا التفكير سيكون المطعم A ممتلئاً بالزبائن في نهاية الأمسية في حين أن B سيكون فارغاً¹.

خلاصة واستنتاجات :

شهدت النظرية المالية تطوراً كبيراً في النصف الثاني من القرن الماضي، حيث تعددت الأبحاث بشأنها في شقيها مالية المؤسسة ومالية الأسواق. وكل الفضل في هذا، يعود إلى فرضية رشادة الأفراد التي اقترحها "فون نيومان" و "مورغنسترن" والتي تظهر في سوق المال من جهة في قدرة المستثمرين على بناء توقعات عقلانية وفي قدرتهم على تعظيم منفعتهم المتوقعة من جهة أخرى .

وقد شكلت التوقعات العقلانية الأساس الذي قامت عليه فيما بعد نظرية الكفاءة على يد "يوجين فاما" وغيره من الباحثين، إذ يكون السوق المالي حسب هذه النظرية كفوفاً إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه

¹ - Voir : Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances Op.Cit, P : 15.

المالية

جميع المعلومات المتاحة، وبالتالي فإن تقييم السوق لأي ورقة مالية هو أفضل تقدير لقيمتها، وحتى ولو ظهرت في السوق بعض السلوكيات غير العقلانية فإنها تكون عشوائية ويتم إلغاؤها باللجوء إلى عملية التحكيم. إذ تتمثل وظيفة المحكمين في العمل على تصحيح السعر عند انحرافه مؤقتاً عن قيمته الحقيقية. إذن إجمالاً حين تكون التوقعات عقلانية في السوق سيتفق جميع المتعاملين على القيمة الحقيقية ويعكس السعر عندها أفضل تقدير لها.

بالرغم من كثرة الأدلة على كفاءة سوق المال، إلا أن الباحثين قاموا بتسليط الضوء على بعض التناقضات داخل نموذج الكفاءة كان أهمها تناقض "غروسمان" و"ستيجلتيز" (1980) إلى جانب ملاحظة تشوهات كثيرة عند تطبيق هذه النظرية في الواقع؛ كأثر نهاية الأسبوع، أثر الحجم والتذبذب المفرط... الخ. فقد أثبتت الدراسات وجود اختلالات مستمرة وسلوكيات بعيدة تماماً عن العقلانية وعمما تنص عليه النظرية. وفي محاولة لتفسير هذه التشوهات، سلك بعض الباحثين منحى جديداً في البحث، أساسه المزاوجة بين المالية وعلم النفس أثمر في التوصل إلى ما أصبح يعرف اليوم بـ "المالية السلوكية".

لقد تمحورت فلسفة "المالية السلوكية" على وصف مجموعة من الظواهر التي قد تؤثر على سلوك الأفراد في سوق المال باستعمال أدبيات ومصطلحات علم النفس، وخاصة تلك التي عجزت النظرية التقليدية عن تفسيرها، ثم السعي إلى اقتراح نموذج يأخذ في الاعتبار هذا الجانب النفسي، وقد قام الاتجاه السلوكي على فرضيتين جوهريتين هما: عدم تمتع كافة المستثمرين بالرشادة، إضافة إلى أن عملية التحكيم التي يفترض بها تصحيح السلوكيات غير العقلانية هي محدودة الأثر في الواقع لعدة أسباب تصل حتى التشكيك في رشادة المحكمين أنفسهم.

وقد أثبتت "المالية السلوكية" أن المستثمر في سوق المال يكون عرضة عند اتخاذ القرار لكثير من الأخطاء الإدراكية على غرار تبسيط عملية اتخاذ القرار سواء باللجوء إلى التمثيل أو الترسخ أو بالاعتماد على المعلومات المتاحة، إضافة إلى امتلاك رؤية نفقية وذاكرة انتقائية. هذا إلى جانب وجود عوامل كثيرة قد تؤثر على تفضيلاته، حيث أثبت كل من "كانمان" و"تفرسكي" أن معظم الأفراد يتأثرون بالطريقة التي قدم بها الموضوع دون التعمق في التفكير، كما يميلون إلى تجنب الخسارة في الوضعيات التي تتضمن الربح ويميلون إلى المخاطرة في الوضعيات التي تتضمن الخسارة، إضافة إلى أنهم يفضلون تجنب خسارة مبلغ على توقع ربح نفس المبلغ، وبالتالي يميلون لاتخاذ قرارات تحد من الخسائر عوضاً عن قرارات تزيد من الأرباح. وقد توصل البحث السلوكي أيضاً إلى إثبات أن الندم الناجم عن القيام بالفعل يفوق الندم الناجم عن الامتناع عنه، هذا إلى جانب انحرافات أخرى في التفضيل كأثر الالتزام وتجنب الغموض والميل إلى تقليد سلوك الغير كالأفراد المقربين أو المجموعة التي ينتمي إليها الفرد وهذا ما يطلق عليه "سلوك القطيع" الذي يتنافى مع استقلالية التفكير ومع فرضية الرشادة.

توالى ظهور النماذج الرياضية في المالية الحديثة (التقليدية) على مدار أكثر من نصف قرن، بالاستناد دائما على نظرية المنفعة المتوقعة لكل من "فون نيومان" و "مورغنسترن" (1944) ولعل من أهم هذه النماذج، حين يتعلق الأمر بمالية الأسواق هو نموذج "ماركوفيتز، Markowitz" (1952) في بناء المحفظة أو ما يعرف بـ : "التحليل العائد-المخاطرة".

لقد قدم "ماركوفيتز" (1952) أسسا عملية لاتخاذ القرار في ميدان بناء المحفظة، بالاعتماد على معايير إحصائية ورياضية، كما قام بوضع قواعد لاختيار الأوراق المالية، ثم قام بتطويرها لكيفية تسيير محفظة مكونة من ورقتين ماليتين فأكثر.

و حين بدأ الاتجاه السلوكي في الظهور، لم يكن هذا التحليل بمنأى عن التدقيق والنقد، وبالفعل أثبت الباحثون وجود تشوهات عند تطبيقه ناهيك عن بعده عن الواقع العملي، وكان هذا حافزا لدفع البحث في الميدان السلوكي ليشمل أيضا ميدان بناء المحفظة. وعلى الرغم من قلة الأبحاث فيه، واقتصارها بشكل كبير على التأسيس أولا لنظرية مالية سلوكية تحل محل نظرية الكفاءة، إلا أنها توصلت إلى نموذج سلوكي في بناء المحفظة يعد ثمرة لأعمال كل من "شيفرين" و "ستاتمن" (Shefrin & Statman , 2000).

أما فيما يتعلق بتقييم الأوراق المالية المكونة للمحفظة، فقد قامت المالية السلوكية بشكل غير مباشر بتبني أسلوب شائع في التقييم هو " التحليل الفني" كونه يقوم على فلسفة تتمحور حول الاهتمام بالجانب النفسي واعتباره المحرك لسلوكيات الأفراد في سوق المال، وبالتعرض لأهم النظريات التي قام عليها يظهر جليا الانسجام بينه وبين المالية السلوكية.

بناء على المحاور المذكورة سابقا، ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، حتى نستطيع تغطية كل محور على حدى :

نتطرق في المبحث الأول إلى العناصر الأساسية التي شكلت التحليل (العائد-المخاطرة)، ثم ننتقل في المبحث الثاني إلى إبراز الاتجاه السلوكي في بناء المحفظة ولكيفية ظهور المحفظة السلوكية (Behavioral potfolio) وأخيرا نتناول إسهامات البحث السلوكي في ميدان تقييم الأوراق المالية، بالتطرق أساسا لمدخل التحليل الفني.

المبحث الأول : بناء المحفظة وفق التحليل العائد - المخاطرة (تحليل ماركوفيتز)

يعود الفضل في بناء نظرية المحفظة إلى "هاري ماركوفيتز*" ، Harry Markowitz " إذا شكلت أعماله الأساس الأول الذي مهد فيما بعد لظهور نماذج أخرى ذات علاقة بها.

وفضلنا عند التطرق لبناء محفظة الأوراق المالية وما ارتبط بها من مفاهيم، أن ندرسها بشكل متسلسل في الإطار النظري الذي ظهرت فيه، أي تحليل ماركوفيتز أو التحليل (العائد-المخاطرة)** ، ولذا خصصنا هذا الجزء للمفاهيم المتعلقة بالمحفظة، إذ كان لا بد من المرور والتطرق قدر الإمكان لأغلب العناصر المتعلقة بها إضافة إلى أهم نموذج ظهر فيها، وهو نموذج MEDAF، وهذا كوننا لا نزال بصدد إجراء دراسة مقارنة بين الاتجاه الكلاسيكي والاتجاه السلوكي، غير أننا سننتقل الآن إلى ميدان محدد هو "بناء المحفظة".

1. مفهوم محفظة الأوراق المالية

لأجل توضيح مفهوم المحفظة، نحاول إيراد أربعة مفاهيم لها، هي :

- "المحفظة الاستثمارية هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية، يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية قيمتها السوقية أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة"¹.
- "تعرف 'المحفظة' بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الاستثمارات، وتعالج 'نظرية المحافظ' مشكلة اختيار المحافظ المثلى، وهي تلك التي تحقق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر، أو تلك التي تحقق أقل درجة خطر في ظل مستوى معين من العائد"².

* - هاري ماركوفيتز : اقتصادي أمريكي له أبحاث عديدة في مجال المالية إضافة إلى مواصلة أبحاث "جايمس توبين" (James Tobin)، وقد حصل على جائزة نوبل إلى جانب كل من "مرتون ميلر" (Merton Miller) و"ويليام شارب" (William Sharpe) في عام 1990 لإسهاماته المعتبرة في نظرية اختيار المحفظة، ويعد مقاله الذي نشره عام 1952 نقطة انطلاق التحليل الحديث في المالية. لمزيد من التفصيل، أنظر :

- Frédéric Teulon, Dictionnaire des grands économistes de la pensée économique, Presses universitaires de France, Paris, 2009, P : 197- 198.

** - يطلق على هذا التحليل باللغة الفرنسية والانجليزية على التوالي: (L'analyse moyenne-variance) (expected returns-variance of returns) وكلا التسميتين تستند إلى المعيار المستعمل لقياس كل شق (العائد/ المخاطرة)، وهذا ما سنفصل فيه لاحقاً.

¹ - كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية؛ تكوينها ومخاطرها، في : مجلة الباحث، العدد الثالث، 2004، ص : 37.

² - م. صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص: 267.

■ يعرف كل من "بيتر ديمارزو" و "جوناثان بورك" (Peter Demarzo & Jonathan Berk) المحفظة بكونها: "مجموعة من الأصول مرجحة بأوزانها النسبية، ويمثل هذا الترجيح (Pondération) الوزن النسبي أو حصة كل أصل من إجمالي قيمة المحفظة"¹.

وعلى هذا فإن وزن ورقة مالية i (X_i) في محفظة هو²:

$$X_i = \frac{\text{قيمة الورقة } i}{\text{القيمة الإجمالية للمحفظة}}$$

■ يعرف "جاك هامون، Jacques Hamon" المحفظة بكونها: "تشكيلة لأوزان الأوراق المالية المكونة لها"³ أي أنها قائمة بالنسب المئوية لحيازة الأوراق المالية أين لا بد أن يكون مجموع هذه النسب مساويا لـ 100%.

فعلى سبيل المثال: إذا كانت لدينا محفظة مشكلة مناصفة بين أسهم شركتي Alcatel و France télécom فهذا يجعلها معرفة كالتالي: $X_1 = 0.5$ و $X_2 = 0.5$ مع افتراض أن رقم 1 هو شركة Alcatel و رقم 2 يدل على شركة France Télécom غير أنه يمكن الاتفاق على تصنيف آخر، حيث إذا قمنا بتعريف هذه المحفظة بالعودة إلى جميع الأوراق المالية المسعرة في بورصة باريس (عددتها 900 سنة 2005) والمرتبة ترتيبا أبجديا أين تكون Alcatel في المرتبة 24 و France Télécom في المرتبة 368، ستكون نفس المحفظة معرفة كالتالي: $X_{24} = 0.5$ و $X_{368} = 0.5$ وبقية قيم X تساوي 0* مع مراعاة أن يكون مجموع الأوزان يساوي 1⁴.

يهدف المستثمر من وراء امتلاك وإدارة المحفظة إلى تحقيق هدفين أساسيين هما:

● الحصول على العائد المترتب عن الاستثمار في الأوراق المالية.

● تحويل تلك الأوراق المالية إلى سيولة جاهزة عند الحاجة⁵.

¹ - Peter Demarzo et Jonathan Berk, Finance d'entreprise, Traduit de l'anglais par Thomas Barron et autres Pearson Education, Paris, 2008, P : 339.

² - Voir : Id .

³ - Jacques Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, 2^{ème} Edition, Ed. Economica, Paris, 2005, P : 151.

* - إذا كانت هناك وضعية البيع على المكشوف تمثل بقيمة سالبة متعلقة بالورقة المالية المعنية بهذا البيع.

⁴ - Voir : Ibid , P : 151-152.

⁵ - أنظر: كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية؛ تكوينها ومخاطرها، في: مجلة الباحث، مرجع سابق، ص: 37.

وحتى يصل إلى تحقيق هذا، عليه الإمام بخصائص المحفظة وعلى رأسها عنصرين جوهريين في هذا التحليل هما "العائد" و "المخاطرة".

2. خصائص محفظة الأوراق المالية

إن المحفظة كما سبق وأن أشرنا هي تشكيلة من الأوراق المالية المرحة بأوزانها النسبية، وعلى هذا فإن خصائص المحفظة ليست إلا امتدادا لخصائص ما تحتويه من أوراق مالية*، مع وجود اختلافات بسيطة ناجمة عن الجمع بينها، وهذا ما سيتم التطرق إليه لاحقا عند الحديث عن تسيير المحفظة، هذه الخصائص هي :

1. المردودية، La rentabilité

تعتبر المردودية في التحليل "العائد-المخاطرة" عن الجانب المتعلق بالعائد، ويقصد بها الزيادة الحاصلة في الثروة بين زمني¹، يمكن حساب مردودية ورقة مالية إما انطلاقا من :

➤ النتيجة الصافية وتوزيعات الأرباح التي تقدمها المؤسسة للمساهمين، ونحن هنا بصدد الحديث عن المردودية الماضية.

➤ النتيجة المتوقعة، ونحن بصدد الحديث عن المردودية المتوقعة².

(1) المردودية الماضية (الفعلية / التاريخية) (الملاحظة)، La rentabilité passée, effective historique constatée

هي المردودية التي تم تحقيقها فعلا خلال فترة زمنية معينة وماضية³، حيث تحسب من خلال العلاقة بين تغيرات سعر السهم مضافا إليها توزيعات الأرباح وبين سعر السهم في تاريخ شرائه، وتعطى بالعلاقة التالية⁴ :

* - بناء على هذه الملاحظة وسعيا للتبسيط، نشير في بداية الأمر إلى خصائص الورقة المالية ثم نعممها عند التطرق إلى تسيير المحفظة.

¹ - Voir : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P : 77.

² - Voir : Pierre Ramage, Finance de marché, Edition d'organisation, Paris, 2002, P : 62.

³ - Voir : P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 300.

⁴ - Voir : P.Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 62.

$$\frac{(\text{سعر السهم في الفترة } t - \text{سعر السهم في الفترة } t - 1) + \text{توزيعات الأرباح}}{\text{سعر السهم في الفترة } t - 1} = \text{المردودية الماضية}$$

ويمكن التعبير عن هذه العلاقة باستعمال الرموز كالتالي :

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} + D_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

$$= \frac{P_{i,t} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1$$

$$= \underbrace{\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1}_{\text{فائض القيمة}} + \underbrace{\frac{D_{i,t}}{P_{i,t-1}}}_{\text{معدل العائد}}$$

حيث :

$$R_{i,t} = \text{مردودية الورقة } i \text{ في الزمن } t.$$

$$P_{i,t} = \text{سعر الورقة } i \text{ في الزمن } t.$$

$$P_{i,t-1} = \text{سعر الورقة } i \text{ في الزمن } t-1.$$

$$D_{i,t} = \text{توزيعات الأرباح في الزمن } t.$$

نلاحظ من هذه العلاقة بأن معدل العائد (le taux de rendement) يمثل العلاقة بين الأرباح الموزعة وسعر الورقة $\left(\frac{D_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$ ، إذن فله علاقة بتوزيعات الأرباح، في حين أن فائض القيمة $\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$ له علاقة بالسعر¹، كما نستنتج من العلاقة السابقة أن المردودية أشمل من العائد، فهي تضم كلا من العائد وفائض/نقصان القيمة*.

¹ - Voir : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P : 77.

* - نشير في هذا السياق إلى أن الأسهم تعد أعلى أدوات التوظيف مردودية (Le véhicule de placement le plus rentable) وهذا ما تمت ملاحظته منذ سنة 1925، غير أنها قد شهدت معدلات مردودية سالبة في بعض الفترات التي وصلت حتى خمس سنوات متتالية مثل (1970-1974) و (1973-1977)، إذن يمكن القول بأن التوظيف في الأسهم هو الأعلى من حيث العوائد على المدى المتوسط والطويل، غير أنه الأكثر خطورة.

(2) المرودية المستقبلية (المتوقعة)، La rentabilité future, espérée

وهي أهم ما جاء به هذا التحليل فيما يتعلق بجانب العائد، حيث اقترح "ماركوفيتز" أن يتم استعمال التوقع الرياضي لأجل حساب المرودية المتوقعة والتي يقصد بها النتيجة المنتظرة من الورقة المالية، أي سعر السهم المستقبلي وتوزيعات الأرباح المحتملة، وباعتبار أن كلا العنصرين يتبعان ردة فعل الورقة المالية اتجاه المؤثرات الظرفية (les aléas conjoncturels) وكذا سلوك المؤسسة اتجاه محيطها، فمن المنطقي استعمال معيار التوقع الرياضي (l'espérance mathématique)* الذي يتم حسابه بعد إسناد احتمالات لكلا العنصرين بحسب التوقع الرياضي للمرودية المستقبلية كالتالي¹ :

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^n R_i \cdot P_{R_i}$$

حيث :

$$R_i = \text{مرودية الورقة } i.$$

$$P_{R_i} = \text{احتمال الحصول على المرودية } R \text{ للورقة } i.$$

يتمثل الشق الثاني والمقابل من هذا التحليل في "المخاطرة"، فحين يأمل المستثمر في الحصول على عوائد الأوراق المالية التي يمتلكها، عليه أن يضع في حسابه الخطر الذي قد ينجم عنها.

2. Le risque، الخطر،

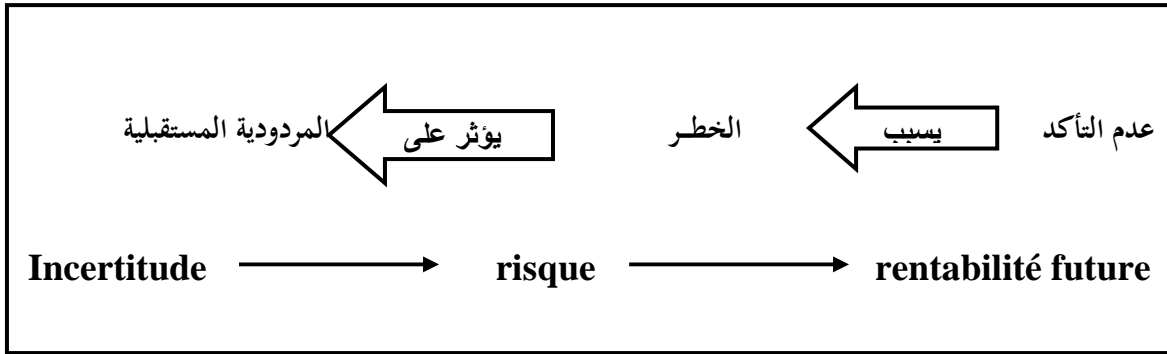
يؤثر الخطر المرتبط بالورقة المالية على كل من النتيجة والمرودية المستقبلية، وهو ناجم عن حالة عدم التأكد المصاحبة لعملية الاستثمار، ويمكن توضيح هذا كالتالي :

* - تعطى العلاقة العامة للتوقع الرياضي لـ X كالتالي :

$$E(X) = \sum_{i=1}^n x_i \cdot P(x_i)$$

¹ - Voir : P.Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 64.

الشكل رقم (01-02) : العلاقة بين الخطر والمردودية



المصدر : من إعداد الطالبة

نستنتج إذن وجود علاقة بين الخطر والمردودية، فكلما زاد تذبذب المردودية المتوقعة زاد الخطر¹.

انطلاقاً من تسمية هذا التحليل (في اللغة الفرنسية والانجليزية على حد سواء)، يمكن استنتاج أن "التباين" هو المقياس الإحصائي الأكثر شيوعاً لتقييم خطر ورقة مالية وهذا إلى جانب الانحراف المعياري، فالتباين (variance) var هو التوقع الرياضي لمربعات الانحرافات عن المتوسط، أما الانحراف المعياري (l'écart type) هو الجذر التربيعي للتباين².

وعلى هذا الأساس، يمكن حساب خطر ورقة مالية على النحو التالي* :

$$\sigma_R^2 = \text{var}(R) = E[R - E(R)]^2 = \sum R \cdot P_R \cdot (R - E(R))^2$$

$$= \sum R \cdot P_R \cdot (R - \sum R \cdot P_R \cdot R)^2$$

$$\sigma_R = \sqrt{\text{var}(R)}$$

¹ - Voir : Ibid , P : 65.

² - Voir : P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 298.

* - تعطى العلاقة العامة لتباين X كالتالي :

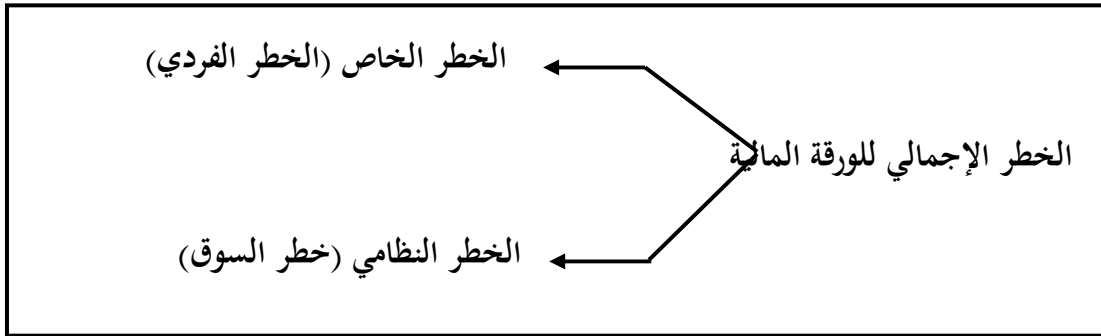
$$\text{var}(x) = E[(x - E(x))]^2 = E(x^2) - E^2(x)$$

ينقسم خطر الورقة المالية بدوره إلى شقان : خطر خاص وخطر نظامي.

1. الخطر النظامي، le risque systématique : كما قد يطلق عليه "خطر السوق" le risque (du marché) وهو الخطر الناجم عن تذبذب السوق، ولا يمكن إلغاؤه كون تغيرات السوق ناجمة عن ظواهر عامة لا يمكن التحكم فيها جميعا، كتغيرات معدلات الفائدة، الظروف الاقتصادية... الخ وعلى هذا فهو غير قابل للتنويع (non diversifiable)¹.

2. الخطر الخاص، le risque spécifique : هو خطر يرتبط بسلوك الورقة المالية، فهو خطر فردي (un risque individuel) يتعلق بموقف المؤسسة اتجاه الاقتصاد وهو مالا تشترك فيه جميع المؤسسات على غرار قدرة المؤسسة على الاستثمار، جودة منتجاتها، سلوك مديريها... الخ، وهو خطر يمكن إلغاؤه عن طريق التنويع²، ونشير إلى أن الخطر الخاص قد يطلق عليه أحيانا اسم : (idiosyncratic risk) حيث أن "Idio" هي كلمة يونانية الأصل تعني "خاص" *، ويمكن إجمال ما سبق في المخطط التالي :

الشكل رقم (02-02) : الخطر الإجمالي للورقة المالية



المصدر : من إعداد الطالبة

كخلاصة لما سبق يمكن القول، بأنه يمكن تخفيض الخطر الخاص عن طريق التنويع القطاعي، أي اقتناء تشكيلة من الأوراق صادرة عن مؤسسات تنشط في قطاعات اقتصادية مختلفة، أما الخطر النظامي فيمكن تخفيضه

¹ - Voir : P.Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 66.

² - Voir : Id.

* - يتم أحيانا الإشارة إلى كل من الخطر الخاص والخطر النظامي بمصطلحي : الخطر المشترك (النظامي) والخطر المستقل (الخاص)، Le risque commun & le risque individuel، ولمزيد من التفصيل، أنظر :

- P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 314.

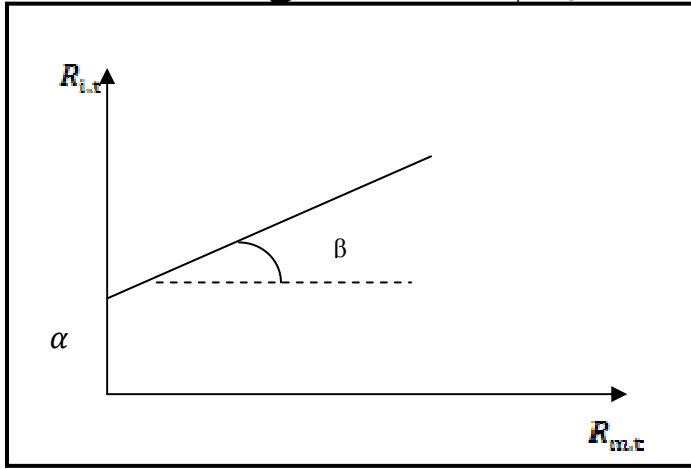
من خلال اللجوء إلى التنويع الدولي أي التعامل في البورصات الدولية تفاديا للخطر الذي قد ينجم عن السوق المحلية¹. غير أنه وفي إطار العوامة المالية قد لا يكون من الممكن إقصاء الخطر النظامي عن طريق التنويع الدولي، ذلك لأن الأمكنة الحالية قد تتأثر بنفس العوامل التي تتأثر بها أمكنة أخرى.

يمكن الآن وبناء على المفاهيم التي سبق شرحها أن نقوم ببناء نموذج السوق الذي يساعد أكثر في توضيح نوعي الخطر المرتبطين بالورقة المالية، وهذا باستعمال نموذج الانحدار الخطي البسيط (Le modèle de régression simple).

3. نموذج السوق (le modèle de marché) والخطر الإجمالي للورقة المالية :

لتكن لدينا ورقة مالية (سهم)، يمكن كتابة معدل مردودية هذه الورقة بدلالة معدل مردودية السوق وذلك انطلاقا من الشكل البياني التالي :

الشكل رقم (02-03) : نموذج السوق



Source : P.Ramage, finance de marché, Op.Cit, P : 07

إن معادلة المستقيم الممثل في الشكل البياني هي :

$$y_i = \alpha + \beta x_i + \varepsilon_i / i = 1..n$$

لنفترض أنه يمكن تقسيم جميع المعلومات التي تؤثر على سعر الورقة المالية إلى فئتين : تضم الفئة الأولى المعلومات التي تؤثر على جميع الأوراق المالية، أما الثانية فتضم المعلومات التي لا تؤثر إلا على ورقة مالية بعينها.

¹ - أنظر : كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية؛ تكوينها ومخاطرها، في : مجلة الباحث، مرجع سابق، ص : 37.

إذن انطلاقاً من هذه الفرضيات، ومن معادلة المستقيم المذكورة أعلاه، يمكن كتابة معدل مردودية ورقة مالية بدلالة معدل مردودية السوق وهذا من خلال نموذج الانحدار الخطي البسيط بعامل واحد كآتي :

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \dots (1)$$

حيث :

$R_{i,t}$: معدل مردودية الورقة المالية .

α_i : ثابت .

β_i : الميل الحدي للمستقيم .

يعكس $\varepsilon_{i,t}$ أثر الأحداث الخاصة على الورقة i والتي يمكن أن تترجم بقيمة موجبة أو سالبة (في حالة أنباء سارة أو العكس).

أما $R_{m,t}$ فيعكس الأثر الذي تخلفه المعلومات التي تطل جميع الأوراق المالية على هذه الورقة بحد ذاتها، إذ تتحدد ردة فعل الورقة i وفقاً لمعدل حساسيتها β_i اتجاه الأنباء العامة¹.

وعليه يمكن التعبير عن نوعي الخطر المذكورين سابقاً باستعمال المعادلة (1) كالتالي:

$$\underbrace{\sigma^2 (R_{i,t})}_{\text{الخطر}} = \underbrace{\beta_i^2 \cdot \sigma^2 (R_{m,t})}_{\text{الخطر النظامي}} + \underbrace{\sigma^2 (\varepsilon_{i,t})}_{\text{الخطر الخاص}}$$

الإجمالي

¹ - Voir : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P : 171-172.

$$\text{إذن}^1: \text{مربع الخطر الإجمالي} = \text{مربع الخطر النظامي} + \text{مربع الخطر الخاص}$$

(غير قابل للتنوع) (القابل للتنوع)

يقودنا الحديث عن الخطر النظامي إلى الحديث عن خاصية أخرى من خصائص الورقة المالية (المحفظة) هذه الخاصة تجعله (الخطر النظامي) يختلف من ورقة إلى أخرى، بالرغم من كونه خطرا مشتركا بين جميع الأوراق.

3. معامل الحساسية β ، (Le degré de sensibilité (le coefficient β))

يمثل معامل حساسية الورقة المالية لإجمالي السوق*، كما يمكن تعريفه بأنه التغير (بالنسبة المئوية) في المردودية الإضافية لورقة مالية عندما تتغير المردودية الإضافية لمحفظة السوق²، وعلى هذا، فإن المعامل β يقيس درجة حساسية ورقة مالية بالنسبة إلى محفظة يتم اعتبارها كمرجع (un portefeuille de référence)، فهو يقيس إذن مدى مساهمة الورقة المالية في خطر المحفظة³، لكن هذا المعامل لا يمثل الخطر النظامي لأن هذا الأخير يتأتى من السوق، والمعامل β ليس إلا طريقة استجابة الورقة لهذا الخطر، وعليه فكلما ارتفع β الخاص بالورقة كلما ارتفع خطرها النظامي⁴.

يمكن حساب β انطلاقا من نموذج الانحدار الخطي وطريقة المربعات الصغرى MCO وفق العلاقة التالية

:

$$\beta = \frac{\text{تباين الشرك بين عائد المحفظة أو الورقة المالية وعائد محفظة السوق}}{\text{تباين عائد محفظة السوق}}$$

ويمكن استعمال الصيغة الرياضية لإعادة كتابة العلاقة السابقة كالتالي :

¹ - Voir : Ibid , P : 174.

* - إن هذا المعامل ناتج عن نموذج السوق لكل من "ماركوفيتز" 1959 و "شارب" 1963.

² - Voir : P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 323.

³ - Voir : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P : 171.

⁴ - Voir : P.Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 68.

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{var}(R_m)} = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

حيث أن : $\text{COV}(R_i, R_m)$: هو التباين المشترك** بين كل من مردودية الورقة ومردودية السوق.

R_i : مردودية الورقة i ، R_m : مردودية السوق

$\text{Var}(R_m)$: هو تباين مردودية السوق.

إذن فالمعامل β هو العلاقة بين مقدار تقلب الورقة المالية المرتبط بمخطر السوق، ومقدار تقلب محفظة السوق.

• إذا كانت $\beta > 1$ فهذا معناه أن الورقة المالية مرتفعة الخطر وهي أكثر حساسية للتغير في سوق المال وبالتالي يجب على المستثمر أن يطلب معدل مردودية أعلى من معدل مردودية السوق.²

• إذا كانت $\beta < 1$ فهذا يعني أن الورقة أقل حساسية وأقل خطرا.³

إضافة إلى العلاقة السابقة، في وسعنا حساب β انطلاقا من معامل الارتباط (le coefficient de corrélation)

$$\text{cov}(R_i, R_m) = \text{corr}(R_i, R_m) \cdot \sigma(R_i) \sigma(R_m)$$

حيث يمثل $\text{Corr}(R_i, R_m)$ معامل الارتباط⁴، وعليه يمكن حساب β بالعلاقة التالية :

$$\beta = \frac{\text{corr}(R_i, R_m) \cdot \sigma(R_i)}{\sigma(R_m)}$$

** - يستخدم البعض لفظ "التغاير" كترجمة لكلمة (Covariance)، غير أن المصطلح الأكثر شيوعا والأكثر دقة هو "التباين المشترك" بين ورقتين والذي يعبر عن التوقع الرياضي لحاصل جداء الانحراف بين كل مردودية وتوقعها الرياضي، فالتباين المشترك بين R_i و R_j هو :

$$\text{cov}(R_i, R_j) = E[(R_i - E(R_i)) \cdot (R_j - E(R_j))]$$

² - Voir : Id .

³ - لمزيد من المعلومات حول قيم β أنظر :

- Ibid, P : 85.

⁴ - Voir : P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 391-392.

وباعتبار أن $\hat{\beta}$ هو معامل خطي (un opérateur linéaire)، فبالإمكان استنتاج معامل حساسية المحفظة انطلاقاً من معاملات حساسية الأوراق المشكلة لها.

ففي حالة محفظة مكونة من n ورقة متساوية الأوزان النسبية (équipondéré) حيث يكون الوزن النسبي لكل ورقة هو X_n يكون معامل حساسية المحفظة P هو :

$$\beta_p = \frac{\text{cov}(R_p, R_m)}{\sigma^2(R_m)} = \frac{\text{cov}\left[\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_i \cdot R_m)\right]}{\sigma^2(R_m)}$$

$$\beta_p = \frac{1}{\sigma^2(R_m)} \cdot \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \text{cov}(R_i, R_m)$$

إذن فمعامل حساسية المحفظة $\hat{\beta}$ هو متوسط (la moyenne pondérée) معاملات حساسية الأوراق المالية المكونة لها مرجحة بأوزانها النسبية.

وفي الحالة الخاصة أين تتساوى جميع الأوزان النسبية يصبح $\hat{\beta}$:

$$\beta_p = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \beta_i$$

أما في الحالة العامة، إذا كانت لدينا محفظة p وكان "capit_i" هو المبلغ المستثمر في الورقة i فإن معامل حساسية المحفظة هو¹ :

$$\beta_p = \frac{\sum_{i=1}^n \beta_i \cdot \text{Poids}_i}{\sum_{j=1}^n \text{capit}_j} = \frac{\text{capit}_i}{\sum_{j=1}^n \text{capit}_j}$$

يركز المستثمر عند حيازته لورقة مالية (محفظة) على مراقبة حركة سعرها الذي يمثل تقييم السوق لهذه الورقة، وهذا ما يقودنا إلى الحديث عن آخر خاصية من خصائص محفظة الأوراق المالية وهي : التذبذب.

4. التذبذب، la volatilité du portefeuille

¹ - Voir : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P : 176.

يقصد بالتذبذب معدل تغيرات سعر الورقة المالية خلال فترة معينة (شهر، ثلاثي ...). مقارنة بمعدل تغير السوق، بمعنى تقلب سعر ورقة (la fluctuation) بالنسبة لتطور السوق، حيث كلما زادت حركة السعر كلما اعتبرت الورقة المالية أكثر تذبذبا.

يمكن تقدير التذبذب بالعلاقة التالية¹ :

$$\text{التذبذب} = \frac{\text{أعلى سعر للورقة} - \text{أدنى سعر للورقة}}{\text{أدنى سعر للورقة}}$$

كما يمكن حساب التذبذب التاريخي (الماضي) (la volatilité historique) من خلال الانحراف المعياري لمعدلات المردودية الماضية على النحو الذي يلي² :

$$\sigma^p(R_i) = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (R_t^i - \bar{R}^i)^2} = \sqrt{E[(R^i - E(R^i))]^2}$$

حيث أن : $\sigma^p(R_i)$ هو تذبذب الورقة i بناء على العينة p .

R_t^i هو معدل مردودية الورقة i في الزمن t .

\bar{R}^i : المتوسط الحسابي لمعدلات المردودية.

n : عدد المشاهدات في العينة p .

يتطلب حساب تذبذب محفظة أوراق مالية مراعاة التفاعلات الموجودة بين الأوراق المشكلة لها، إذ يتعلق تذبذب المحفظة بالارتباط (التباين المشترك) الموجود بين معدلات مردودية الأوراق المالية الداخلة في تركيبها وهذا ما سنتطرق له في عناصر لاحقة.

حين نستعمل مصطلح محفظة، فهذا يعني بالضرورة وجود أكثر من ورقة مالية، وعليه فإن حساب كل من عائد وخطر المحفظة قد يختلف كلياً عما تطرقنا إليه سابقاً في حالة ورقة مالية واحدة، نتيجة احتمال وجود ارتباط بين الأوراق والذي لا بد أن يؤخذ في الاعتبار. كما أن هناك فرقا عند حساب هذين العنصرين بين محفظة مكونة من ورقتين مالييتين وأخرى مكونة من أكثر من ورقتين مالييتين، وهذا ما سنتطرق له بالتتابع.

¹ - Voir : P.Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 62.

² - Voir : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P : 114.

3. تسيير محفظة مكونة من ورقتين ماليتين

طبقا للتحليل "العائد - مخاطرة" إذا كانت المحفظة مكونة من أصلين فهذا يعني أن لها :

• مردودية متوسطة تمثل عائد المحفظة.

• انحراف معياري متوسط يمثل خطر المحفظة¹.

لتكن لدينا محفظة P مكونة من ورقتين ماليتين i و j : الورقة i متواجدة في المحفظة بنسبة X% أما الورقة j فهي متواجدة بنسبة Y%.

يعطى معدل مردودية هذه المحفظة كالاتي :

$$E(R_p) = [E(R_i) \cdot X\%] + [E(R_j) \cdot Y\%]$$

حيث : $1 = Y\% + X\%$

$E(R_i)$: المردودية المتوقعة للورقة i

$E(R_j)$: المردودية المتوقعة للورقة j .

حين تضم المحفظة عدة أوراق مالية فإنه يتم إلغاء قدر من الخطر بفعل أثر التنويع، وما تبقى من الخطر فإنه يمثل مقدار تعرض الأوراق المالية للأخطار المشتركة غير القابلة للإلغاء².

لذا فعند حساب تباين محفظة مكونة من ورقتين ماليتين نميز بين حالتين اثنتين :

1. إذا كانت الورقتان الماليتان مستقلتين بحسب التباين في هذه الحالة كالاتي :

$$\text{Var}(R_p) = X_1^2 \text{var}[R_1] + X_2^2 \text{var}[R_2]$$

حيث : X_1 : نسبة الورقة 1 في المحفظة و X_2 نسبة الورقة 2 في المحفظة.

¹ - Voir : P.Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 73.

² - Voir : P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 341.

R_1 : مردودية الورقة 1 و R_2 : مردودية الورقة 2.

R_p : مردودية المحفظة.

2. إذا كان هناك ارتباط بين الورقتين يكون التباين في هذه الحالة كالاتي ¹ :

$$\text{Var} (R_p) = X_1^2 \text{ var} [R_1] + X_2^2 \text{ var} [R_2] + 2 X_1 X_2 \text{ cov}(R_1 . R_2)$$

حيث : $\text{cov}(R_1 . R_2)$: هو التباين المشترك بين R_1 ، R_2 .

عند الحديث عن تذبذب المحفظة، لا بد من الإشارة إلى نقطتين أساسيتين :

أولا : عند الجمع بين عدة أوراق مالية في محفظة واحدة نعمل على تدنية الخطر الإجمالي للمحفظة بفعل التنوع، كما أن تذبذب المحفظة ككل يكون أقل من تذبذب الأوراق المشكلة لها.

ثانيا : إن مقدار الخطر الملغى مرتبط بمقدار الخطر المشترك بين الأوراق المالية، بمعنى ميل أسعار هذه الأوراق إلى التغير في نفس الاتجاه وهذا ما يقصد به الارتباط بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة ².

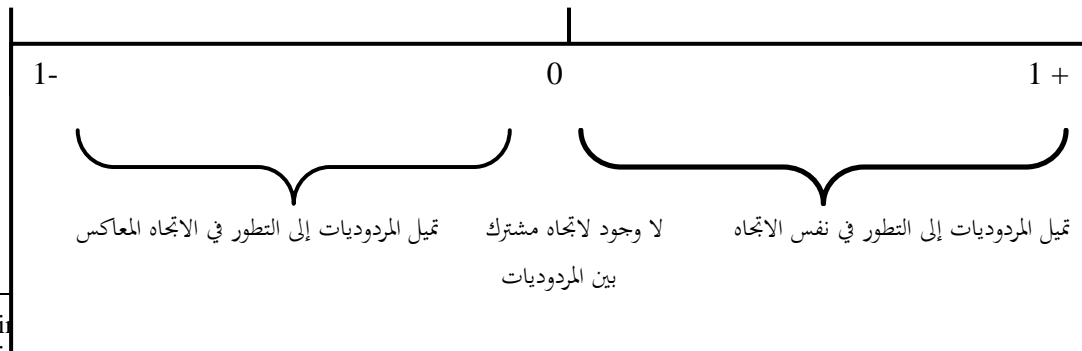
وهنا نذكر بأن التباين المشترك لمتغيرين x و y يحدد اتجاه التغير، فإذا كان التباين المشترك موجب فهذا معناه أن x و y يتغيران في نفس الاتجاه، أما إذا كان سالبا فإن x و y يتغيران في اتجاهين متعاكسين، وإذا كان معدوم فلا علاقة بين المتغيرين، وهذا ما يمكن توضيحه أكثر من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (02-04) : الارتباط بين مردودية ورقتين ماليتين

ارتباط سالب

لا وجود للارتباط

ارتباط موجب



¹ - Voir

² - Voir : F. Demarzo et J. Berk, Finance & Enterprise, Op.Cit, 1 : 342.

Source : J.Berk et P.Denarzo, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 344

إذن لأجل تقليل خطر المحفظة من الأفضل اختيار أصول يكون تباينها المشترك سالبا أين يعوض ارتفاع أصل انخفاض أصل آخر¹.

4. تسيير محفظة مكونة من أكثر من ورقتين ماليتين (n ورقة)

إن مردودية محفظة مكونة من عدد n من الأوراق المالية هو المتوسط المرجح لمردوديات جميع الأوراق التي تشكلها أي² :

$$R_p = X_1 R_1 + \dots + X_n R_n = \sum_{i=1}^n X_i \cdot R_i$$

أما خطر هذه المحفظة، فمن الممكن تدنيته من خلال زيادة عدد الأوراق التي تضمها أي زيادة حجمها ونميز بين حالتين عند حسابه :

■ **الحالة الخاصة:** أين تتساوى الأوزان النسبية للأوراق المالية المكونة للمحفظة يكون عندها التباين كالاتي³ :

$$\text{Var} (R_p) = \frac{1}{n} \left[\begin{array}{c} \text{التباين المتوسط} \\ \text{للأوراق المالية} \end{array} \right] + \left(1 - \frac{1}{n}\right) \left[\begin{array}{c} \text{التباين المشترك المتوسط} \\ \text{بين كل ورقتين ماليتين} \end{array} \right]$$

¹ - Voir : P.Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 69.

² - Voir : P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 348.

³ - Voir : Ibid, P : 349.

■ الحالة العامة : حين تختلف الأوزان النسبية ، فإننا نلجأ عند حساب التباين إلى نموذج الانحدار المتعدد :

$$y_i = \alpha + \beta_1 x_{i,1} + \beta_2 x_{i,2} + \dots + \beta_k x_{i,k} + \varepsilon_i$$

ولدينا طريقتان لحسابه: إما اللجوء إلى النموذج المصفوفي (La variance en notation matricielle) من خلال مصفوفة التباين - التباين المشترك.

أو مباشرة من خلال العلاقة التالية¹ (la variance en notation développée)

$$\sigma_p^2 = \underbrace{\sum_{i=1}^N X_i^2 \sigma_i^2}_{i=j} + \underbrace{\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i Y_j C_{i,j}}_{i \neq j}$$

حيث :

X_i : الوزن النسبي للورقة i

Y_j : الوزن النسبي للورقة j

σ_i^2 : الانحراف المعياري للورقة i

$C_{i,j}$: التباين المشترك بين الورقتين i و j

نشير أخيرا إلى أن تباين المحفظة، يمكن أن يكون أقل من تباينات الأوراق المالية المكونة لها، لأن الخطر المحفظة يتبع كل من :

➤ خطر كل ورقة مالية على حدا.

➤ الارتباط الموجود بين الأوراق المالية، أو العلاقة بين المردوديات.

➤ عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة¹.

¹ - Voir : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P : 160.

بعد أن تطرقنا إلى خصائص محفظة الأوراق المالية وكيفية التعامل مع محفظة مكونة من ورقتين ماليتين فأكثر، يبقى أن نشير إلى أن هذه المعلومات قد لا تكفي بمفردها لأن المستثمر في الواقع يكون أمام احتمالات كثيرة للتوليفة "عائد-مخاطرة" وينبغي عليه عندها اكتشاف التوليفة المثلى.

ولأجل هذا قام "ماركوفيتز" سنة 1952 بتطوير مفهوم آخر في هذا التحليل هو مفهوم "حدود الكفاءة" الذي سيكون مع مجموعة مفاهيم مشتقة منه محور النقاش في العنصر الموالي.

5. حدود الكفاءة*، (la frontière efficiente) والمحفظة الكفؤة

أشرنا عندما تحدثنا عن خصائص المحفظة إلى أن حالة عدم التأكد هي السبب وراء وجود الخطر الذي بدوره يطال ويؤثر على المردودية المتوقعة، ولذا في الوسع تمثيل العلاقة بين المردودية المتوقعة والخطر من خلال منحنى يمثل توليفة الأوراق المالية المشكلة لمحفظة لها عائد متوقع $[E(R)]$ عند مستوى خطر معين σ_p ، ينتج عن هذا التمثيل سحابة من النقاط يمكن من خلالها التعرف على المحافظ الكفؤة².

يقصد بالمحفظة الكفؤة (le portefeuille efficient) "المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر، أو تلك التي تحقق أقل درجة من الخطر في ظل مستوى معين من العائد المتوقع"³، كما قد تعرف هذه المحفظة بكونها تلك المحفظة التي لا تتأثر مردوديتها إلا بالخطر النظامي، وهذا لأنها تتماشى مع مبدأ التنويع** (أثر التنويع)⁴.

إذن أمام التوليفات ذات نفس مستوى الخطر، لا يختار المستثمر إلا التوليفة ذات أعلى مردودية (في وسعه اختيار مستوى معين للخطر والحصول على المردودية الموافقة له أو العكس أي اختيار المردودية التي يرغب فيها لحفظته وتحمل الخطر الموافق لها) (niveau de risque – niveau de rentabilité souhaité).

¹ - Voir : P.Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 73.

* - يطلق عليها أحيانا اسم "حدود ماركوفيتز".

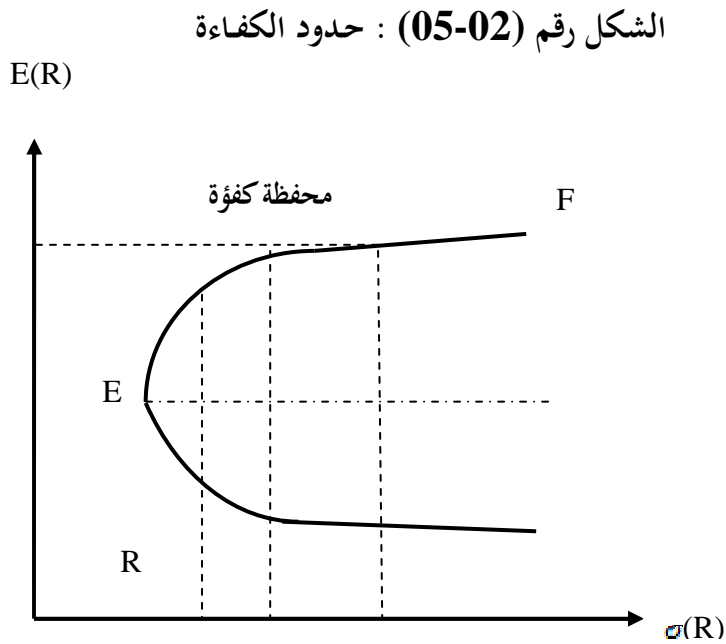
² - Voir : Id.

³ - محمد صالح الخناوي، نبال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات؛ مدخل للهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص : 235.

** - يفترض كل من "جونانان بورك" و"بيتر دمارزو" بأن المحفظة الكفؤة هي تلك التي تستفيد إلى أقصى حد ممكن من أثر التنويع.

⁴ - Voir : P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 322.

يمكن توضيح كل ما سبق من خلال المنحنى التالي :



Source : P.Ramage, finance de marché, Op.Cit, P : 75

هناك العديد من المحافظ الكفؤة الواقعة على المحور (EF) والذي يطلق عليه اسم "حدود الكفاءة"¹.

يمكن تقسيم هذا المنحنى إلى قسمين علوي وسفلي :

¹ - Voir : P.Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 74-75.

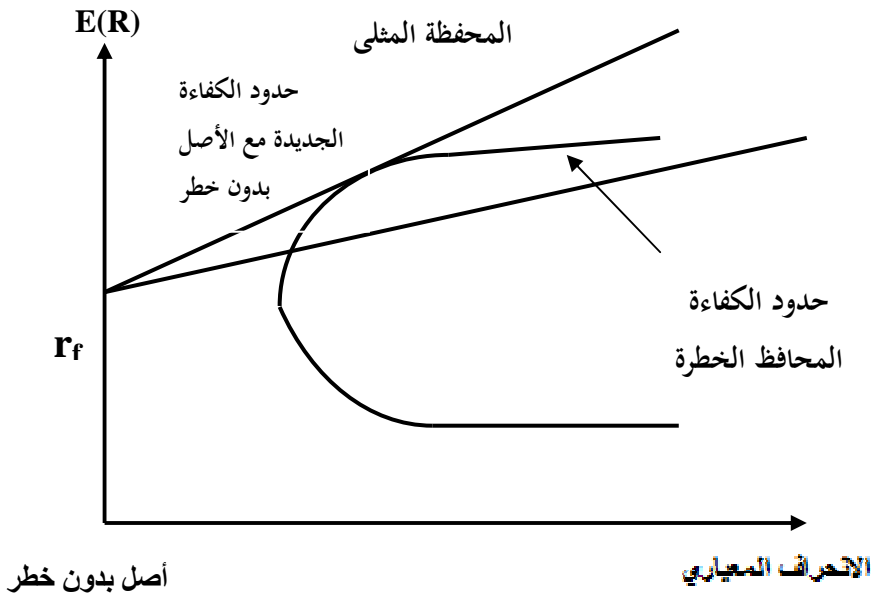
■ في الجزء العلوي (منحنى المحافظ الكفؤة) تزداد المردودية ويزداد الخطر.

■ في الجزء السفلي (منحنى المحافظ غير الكفؤة) تقل المردودية ويزداد الخطر*.

إن اختيار المستثمر بين محافظ واقعة على المنحنى EF وبين محافظ تقترب من E حيث يقل الخطر وترتفع المردودية، إنما يرتبط بموقفه اتجاه الخطر ومن المستحيل أن تتواجد أي محفظة في المنطقة R^1 .

ليست المحفظة الواقعة في النقطة E أفضل توليفة بين الأصول الخطرة والأصول عديمة الخطر، حيث توجد عدة محافظ كفؤة تتكون من أصول خطيرة فقط وتقدم أحسن ثنائية (عائد-مخاطرة). وبناء على هذا، يمكن الجمع بين أصل عديم الخطر ومحفظة كفؤة (مكونة من أصول خطيرة فقط) للحصول على محافظ جديدة تقع على خط جديد ينطلق من الأصل عديم الخطر ويمر بمحاذاة حدود الكفاءة، حيث نجد على هذا الخط أن كل مستوى تذبذب يقابله أعلى مستوى ممكن من المردودية، ولمزيد من التوضيح انظر الشكل التالي:

الشكل رقم (02-06) : المحفظة المثلى



Source : J.Berk et P. Denarzo, Finance d'entreprise, Op.Cit, P = 369

* - يمكن القول أيضا بأن المردودية تزداد في الجزء السفلي ويقل الخطر عند الاقتراب من النقطة E وبالتالي فهي ليست محافظ كفؤة، لأنه بالإمكان دائما الحصول على مردودية أعلى عند نفس المستوى من الخطر.

¹ - Voir : Ibid, P : 79.

إن نقطة التماس بين هذا الخط الجديد وبين حدود الكفاءة يطلق عليها اسم: "المحفظة المثلى (المثالية)"
 (Le portefeuille super-efficient) كما يطلق عليها أحيانا اسم: "المحفظة المحاذية (المماسية)"
 (Le portefeuille tangent)، هذه المحفظة تعظم نسبة "شارب"¹ (Le ratio de sharpe est maximal)
 قدم "ويليام شارب" عام 1966 مقياسا مركبا لقياس أداء المحفظة يقوم على أساس العائد والمخاطرة أطلق
 عليه اسم: المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد (the reward to variability)² وتحسب هذه النسبة كالاتي
 :

$$\text{نسبة شارب} = \frac{\text{المردودية الإضافية للمحفظة}}{\text{تذبذب المحفظة}}$$

$$R \text{ de Sharpe} = \frac{E[R_p] - r_f}{\sigma_{R_p}}$$

حيث أن :

$E(R_p)$: المردودية المتوسطة للمحفظة.

r_f : الأصل عديم الخطر.

وجدير بالإشارة، أن المحفظة المثلى لا ترتبط بموقف المستثمر إزاء الخطر، فعلى كل مستثمر أن يمتلك محفظة
 مثالية، فإذا كان متحوطا فإنه يقترب أكثر من الأصل عديم الخطر والعكس³.

لقد شكل التحليل (العائد-المخاطرة) أرضية صلبة لظهور عدة نماذج ونسب تحليلية لعل أهمها وأشهرها على
 الإطلاق هو نموذج تقييم الأصول المالية **MEDAF** إذ يحتل هذا النموذج في نظرية المحفظة ذات المكانة التي
 تحتلها نظرية كفاءة الأسواق المالية في المالية الحديثة. نحاول في الجزء الموالي التطرق إلى هذا النموذج بشكل مختصر،
 إذ لا مجال للحديث عن بناء محفظة الأوراق المالية دون المرور به، ولذا سنركز بشكل أساسي على التعريف به
 وبالفرضيات التي قام عليها، ثم نحاول بالاعتماد عليه الوصول إلى مفهومين أساسيين هما: خط ومحفظة السوق.

¹ - Voir : P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 367-368 .

² - أنظر : م. صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص : 281-282.

³ - Voir : P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 368.

6. نموذج تقييم الأصول المالية، LE MEDAF

يعد MEDAF (Le modèle d'évaluation des actifs financiers) أول نموذج يوضح العلاقة الكمية بين المردودية المتوقعة للأصل وخطره (الخطر النظامي)*، وقد جاء هذا النموذج كثمرة لجهود عدة باحثين (من خلال أعمال متفرقة) هم: "جاك وتريثور" (Jack & Treynor, 1962)، "ويليام شارب" (William Sharpe, 1964)، "جون لينتير" (John Linter, 1965)، "جان موسان" (Jan Mossin, 1966)¹ وقد غدى أحد النماذج المهيمنة على النظرية المالية الحديثة، لا سيما منذ تأكيده ميدانيا على يد كل من بلاك، جنسن، سكولز (Black, Jensen, Scholes, 1972) و"فاما" و"مكبث" (Fama & Macbeth, 1973)²، وبالرغم من ظهور عدة نماذج أخرى توضح العلاقة السابقة*، إلا أن MEDAF لا يزال يحتل الصدارة، كما أنه يعد النموذج المرجعي والأكثر استعمالا في أغلب المؤسسات لتقدير تكلفة رأس المال**.

يسمح هذا النموذج بمقارنة مردودية سوق المال مع مردودية الأصل محل الدراسة، فهو إذن يهدف إلى تحديد المردودية المتوقعة لأصل ما بدلالة خطر السوق، كما يهدف إلى البحث عن المحافظ التي تعظم المردودية مع مراعاة تدنية الخطر (مع العلم أن هذه المحافظ تضم أصولا خطيرة وأخرى عديمة الخطر).

إذن يوضح هذا النموذج العلاقة بين كل من³:

- مردودية السوق.
- مردودية الأصول عديمة الخطر.
- مردودية الأصول الخطرة.

* - لا يأخذ هذا النموذج في الاعتبار الخطر الخاص لأنه يفترض أنه قد تم إلغاؤه عن طريق التنوع، وهذا وفقا للتحليل "العائد-المخاطرة".

¹ - Voir : Ibid, P : 385.

² - Voir : Florin Aftalion, Le MEDAF et la finance comportementale, IN : Revue française de gestion, Avril 2005, n°157, P : 203.

* - ظهر لاحقا بفعل الانتقادات التي وجهت لهذا النموذج خاصة ما تعلق منها باستحالة تحقق فرضياته في الواقع إضافة إلى صعوبة اختياره، نموذج جديد هو نموذج التقييم عن طريق التحكيم MEA (APT) المقدم من طرف "روس" (Ross, 1976)، يستند هذا النموذج إلى فرضية وحيدة هي عدم إمكانية تحقيق أرباح عن طريق التحكيم، غير أنه وكسابقه يطرح إشكاليات اختبارها في الواقع، ولمزيد من التفصيل، أنظر :

-Gérard Cgarreaux, Théorie Financière, Sur : gerard.charreaux.pageperso-orange.fr/perso/articles/THFIENCV2.pdf , Consulté le : 16/09/2011.

** - توصلت دراسة أجريت عام 2001 شملت 400 مدير مالي للمؤسسات الأمريكية إلى أن حوالي 70% من هؤلاء المديرين يستعملون MEDAF لحساب تكلفة رأس المال.

³ - Voir : P.Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 78.

كأي نموذج نظري، تم بناء MEDAF بالاستناد إلى جملة من فرضيات نحاول التطرق إليها فيما يلي.

1. فرضيات النموذج

قام نموذج الميдав MEDAF على ثلاث فرضيات أساسية هي :

(1) لا وجود للضرائب أو لتكاليف الصفقات، ففي وسع جميع المستثمرين شراء أو بيع أي أصل مالي بسعره السوقي.

(2) يمتلك جميع المستثمرين محفظة كفاءة تقدم لهم أعلى مردودية ممكنة عند مستوى معين للخطر.

(3) تجانس توقعات المستثمرين الخاصة بالمردوديات المستقبلية للأصول، إضافة إلى تلك الخاصة بخطورها والارتباط فيما بينها*، فإذا علمنا أن جميع المستثمرين يعتمدون على نفس المعلومات المتاحة، فليس من المستحيل أن تتجانس توقعات المستثمرين¹.

هناك من يضيف إلى هذه الفرضيات، فرضية أخرى تتعلق بالجانب القياسي، هي ضرورة أن تتبع مردوديات الأصول الخطرة توزيعاً طبيعياً².

نلاحظ من خلال هذه الفرضيات، كيف ساهمت نظرية الكفاءة في تطوير واتساع النظرية المالية، وفي تمهيد الطريق لظهور نظريات ونماذج جديدة. فلو لم تشكل نظرية الكفاءة نقطة الانطلاق، لما كان في الإمكان البناء عليها فوضع الفرضيات السابقة، فالخروج بنموذج كمنموذج تقييم الأصول المالية مثلاً وهذا ما يؤكد جميع ما تناولناه وركزنا عليه في الفصل الأول.

يقودنا التطرق إلى نموذج تقييم الأصول المالية إلى مفهومين أساسيين لاكتمال فهم نظرية المحفظة والحديث عنهما يشكل موضوع العنصر الموالي.

2. خط السوق وخط الMEDAF

يوضح MEDAF كما سبق وأن ذكرنا العلاقة الخطية بين علاوة خطر أصل مالي (ورقة أو محفظة) (بمعنى الفرق بين مردودية الأصل ومردودية الأصل بدون مخطر) وبين علاوة خطر السوق. وبالعودة إلى فرضية تجانس

* - صحيح أن احتمال تجانس توقعات المستثمرين معدوم في الواقع غير أن احتمال اختلاف هذه التوقعات ضعيف بدوره ولذا فمن الممكن القبول بهذه الفرضية بغية التبسيط.

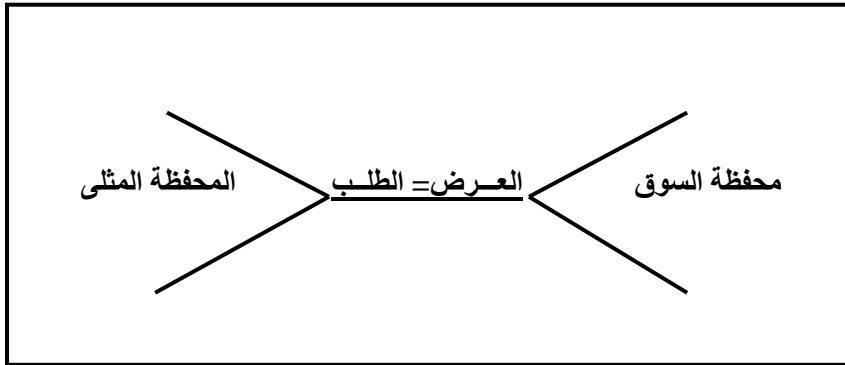
¹ - Voir : P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 368-387.

² - Voir : F. Aftalion, Le MEDAF et la finance comportementale, Op.Cit, P : 204.

التوقعات، يمكن القول بأن جميع المستثمرين سيصلون إلى اكتشاف ومعرفة المحفظة المثلى**، غير أن الترجيح بينها وبين الأصول بدون مخطر سيرتبط بموقف كل مستثمر من المخطر، وعليه فإن محافظ جميع المستثمرين ستضم جميع الأوراق المالية المخطرة (في الشق الخاص بالمحفظة الكفؤة) وبنفس النسب (في المحفظة المخطرة)، إذن فلا بد أن تكون هذه الأوراق مرجحة حسب رسمتها البورصية، وهذا ما يثبت أن المحفظة المثلى ليست إلا محفظة السوق* (le portefeuille de marché¹ وهذا التطابق ليس في واقع الأمر إلا نتيجة للتوازن الحاصل في سوق المال بين العرض والطلب**.

فمن جانب العرض، تشكل جميع الأوراق المالية المتداولة في السوق "محفظة السوق" ومن جانب الطلب يجوز جميع المستثمرين على المحفظة المثلى.

الشكل رقم (02-07) : المحفظة المثلى عند التوازن



المصدر : من إعداد الطالبة

** - المحفظة المثلى هي نفسها محفظة كفؤة (لأنها تمثل نقطة التماس، أنظر الشكل السابق)، غير أن هنالك من يقترح مصطلح آخر هو (le portefeuille optimal) للدلالة على أفضل ترجيح (توليفة) بين المحفظة المثلى والأصل بدون خطر، يحصل عنده المستثمر على أعلى عائد ممكن عند أدنى مستوى للخطر. فأفضل محفظة ممكنة = المحفظة المثلى أو محفظة السوق + الأصل بدون خطر.

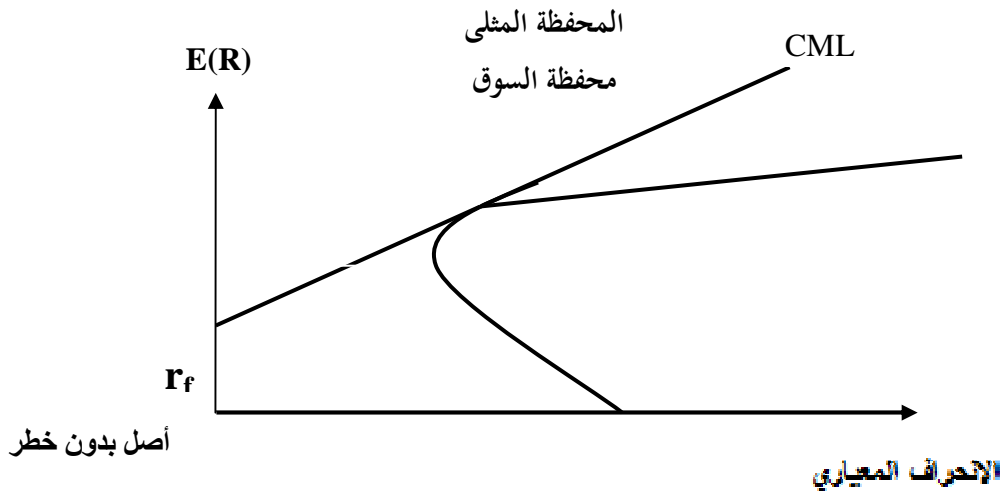
* - عادة ما يتم اللجوء إلى أحد المؤشرات البورصية كمؤشر SBF 250 في فرنسا أو مؤشر S&P 500 في الولايات المتحدة الأمريكية، واعتباره ممثلاً لمحفظة السوق وذلك سعياً للتبسيط بسبب عدم توفر جميع المعلومات، هذا التبسيط يقوم بدوره على فرضية مفادها أن هذه المؤشرات تضم ما يكفي من الأوراق المتداولة لاعتبارها متنوعة تنوعاً تاماً (totalement diversifiés).

¹ - Voir : P.Demarzo et J.Berk, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 387.

** - لهذا السبب هناك من يطلق على هذا النموذج اسم "نموذج توازن الأصول المالية" (le modèle d'équilibre des actifs financiers) وهناك من يسميه "نموذج تقييم الأصول المالية عند التوازن" (modèle d'évaluation des actifs financiers à l'équilibre).

تقع جميع المحافظ التي يمتلكها المستثمرون على الخط الممثل في الشكل التالي:

الشكل رقم (08-02) : خط السوق



Source : J.Berk et P. Denarzo, Finance d'entreprise, Op.Cit, P = 389

يسمى هذا الخط : خط السوق أو خط الاستثمار (la droite du marché CML) أو (capital market line).

تتكون كل محفظة تقع على هذا الخط من نسبة X من محفظة السوق، وما تبقى أي $(1-X)$ مخصصة للأصل بدون خطر.

إن مردودية هذه المحفظة هي :

$$E [R_{X,CML}] = (1-X) r_f + X E[R_m]$$

$$= r_f + X [(E(R_m) - r_f)]$$

$$\sigma R_{X,CML} = X \sigma R_m$$

أما خطرها فهو :

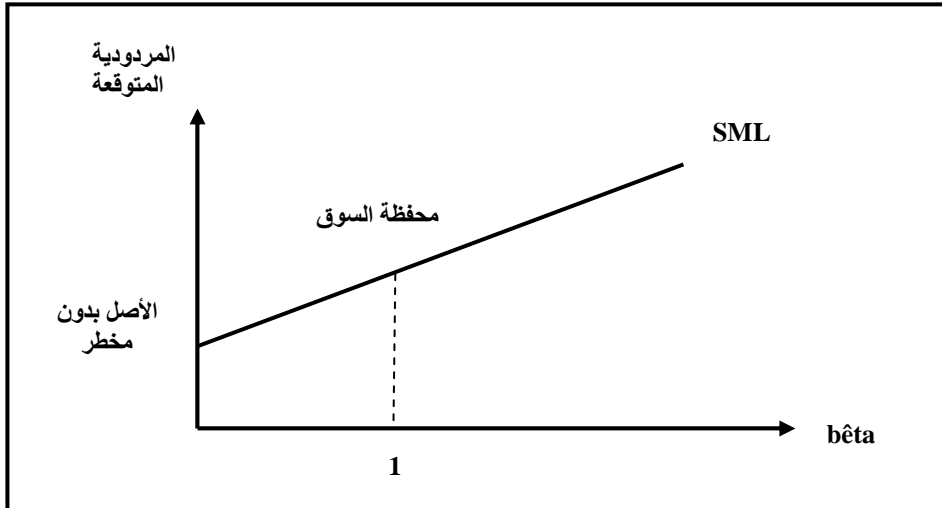
وهذا ما يثبت أن خطر كل محفظة يتبع X أي المقدار المستثمر في محفظة السوق¹.

وكما اعتمدنا سابقا على نموذج الانحدار البسيط، من الممكن إظهار العلاقة الخطية التي تربط بين المردودية المتوقعة وبين المعامل β من خلال خط ينطلق من الأصل عديم الخطر [$\beta=0$] ويمر بمحفظة السوق [$\beta=1$] يطلق على هذا الخط اسم : خط MEDAF أو خط الأصول*.

(La droite du MEDAF, la droite des actifs, security market line SML)

وهذا ما يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (02-09) : خط MEDAF



Source : J.Berk et P. Denarzo, Finance d'entreprise, Op.Cit, P = 394

¹ - Voir : Ibid, P : 388.

* - يطلق عليه اسم "خط الأصول" لأن جميع الأصول تظهر عليه من خلال علاقتها مع β .

بالمطابقة بين المنحنيين [08-02] و [09-02]

نجد أن :

$$E(R_i) - r_f = \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

$$= [E(R_m) - r_f] \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

وأخيراً، يمكن لنا الوصول إلى صيغة **MEDAF** *

والتي هي :

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

حيث أن $E(R_i)$: معدل المروددية المتوقع من طرف المستثمر.

β_i : معامل حساسية الأصل.

$(E(R_m) - r_f)$: علاوة خطر السوق.

$\beta_i [E(R_m) - r_f]$: الخطر النظامي.

نعود مجدداً للحديث عن عنصر هام في نظرية المحفظة سبق وأن أشرنا له عند تطرقنا للخطر، غير أن أهميته في هذا التحليل تقتضي منا الوقوف عنده، ناهيك عن أن عدم الالتزام به شكل أحد التشوهات التي أدت إلى البحث عن اتجاه جديد في بناء المحفظة.

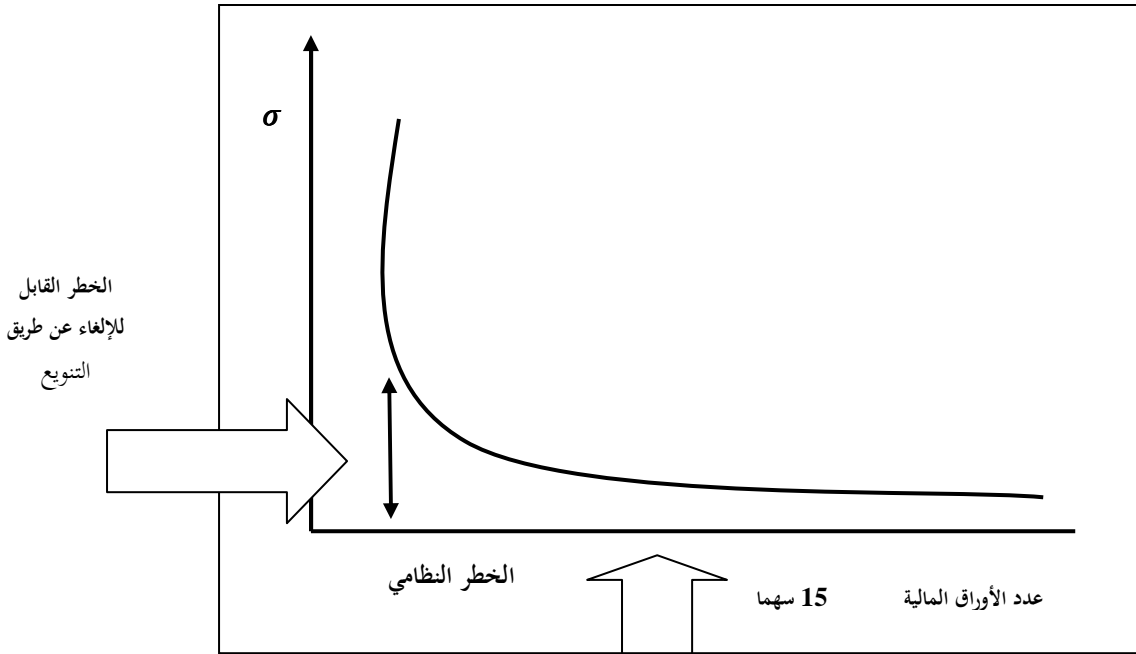
7. التنوع الساذج والتنوع العقلاني (تنوع ماركوفيتز)

* - نفس ما يقال عن المحفظة أو الورقة المالية يقال عن المشروع الاستثماري، إذ يتم اللجوء إلى نموذج MEDAF لحساب تكلفة رأس المال الخاصة بالمشروع والتي تعمل على تعويض تحمل المستثمر للخطر (علاوة الخطر).

يتعلق التنويع بتشكيلة الأصول المالية التي تتكون منها المحفظة، والهدف من وراء تنويع هذه الأصول هو تخفيض درجة الخطر دون التأثير على حجم العائد، وذلك بإلغاء الخطر الممكن إلغائه¹، وقد ثبت فعلا أن التنويع يسمح بتخفيض خطر المحفظة، وهذا يعود إلى اختلاف اتجاه التغير الذي يسلكه كل أصل مالي² وينقسم التنويع إلى نوعين أساسيين^{**}: التنويع الساذج والتنويع العقلاني.

يقصد بالتنويع الساذج (la diversification naïve) زيادة عدد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة مع اختيارها بشكل عشوائي غير مدروس، ومن دون الأخذ في الاعتبار خصائص هذه الأوراق المالية، ويمكن توضيح أثر هذه الإستراتيجية من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (10-02) أثر التنويع الساذج على الخطر



Source : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P = 225

¹ - أنظر : كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية؛ تكوينها ومخاطرها، في : مجلة الباحث، مرجع سابق، ص : 43.

² - Voir : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P : 221.

^{**} - توجد عدة طرق للتنويع نذكر منها: تنويع جهة الإصدار أو تنويع تواريخ الاستحقاق أو التنويع الدولي...الخ.

وقد أثبت "ماركوفيتز" سنة 1952 سداجة هذا التنوع واقترح تنوعا عقلانيا (Diversification) (rationnelle) يتم أساسا من خلال الأخذ في الاعتبار الارتباط (la corrélation) بين الأوراق المالية، ثم من جملة المحافظ الممكنة يتم اختيار المحافظ التي تقدم أعلى مردودية عند نفس مستوى الخطر، أي تلك التي تقع على حدود الكفاءة¹.

المبحث الثاني : بناء محفظة الأوراق المالية وفق الاتجاه السلوكي

أشار "ماركوفيتز" في مقاله الثاني* الذي نشره عام (1952 b) إلى أن معيار التباين قد لا يشكل أفضل معيار لقياس الخطر، وقد حاول اقتراح حل لهذا الخلل من خلال تقديم معايير أخرى، غير أن هذا مهد من جانب آخر لظهور مفاهيم جديدة تماما في بناء المحفظة بعد حوالي 30 سنة، كانت نواتها الأولى في "النظرية الاستشرافية" لكل من "كانمان" و "تفرسكي" (1979) على غرار ظهور مفهوم "تجنب الخسائر" عوضا عن فرضية "تجنب الخطر" التي كانت سائدة آنذاك، كما تبع هذا تسليط الضوء على سلوكيات واقعية لا تتماشى مع ما تنص عليه النظرية كالتنوع غير الكافي وإهمال الارتباطات التي قد توجد بين الأوراق المالية في المحفظة الواحدة. ولذا لم يعد التيار السلوكي يقتصر على مجرد محاولة تفسير التشوهات الملاحظة في الواقع، وإنما اتجه إلى أبعد من هذا في محاولة لبناء محفظة سلوكية تأخذ في الاعتبار التشوهات الملاحظة، وتقدم في الوقت ذاته طريقة لبناء المحفظة دون إهمال السلوكيات الفعلية للأفراد.

¹ - Voir : Ibid, PP : 221-235.

* "customary wealth theory", 1952b.

لكن إلى أي مدى نجح هذا الاتجاه في الوصول إلى نظرية متكاملة في بناء المحفظة واتخاذ القرار الاستثماري؟ هذا ما سنحاول التطرق إليه في هذا الجزء الذي سيكون مخصصا للحديث عن أبرز التشوهات الملاحظة عند تطبيق التحليل "العائد-المخاطرة" في الواقع، ثم التطرق إلى أهم النماذج السلوكية في بناء المحفظة، وأخيرا المحاولات السلوكية لإيجاد بديل لنموذج تقييم الأصول المالية.

1. التشوهات الملاحظة عند تطبيق التحليل "العائد-المخاطرة"

لقد قامت النظرية الحديثة في المحفظة على التحليل "العائد-المخاطرة" (التوقع الرياضي - التباين) الذي اقترحه "ماركوفيتز" في عام 1952، والذي يعتمد بشكل أساسي - كما لاحظنا - على فكرة التنويع، من خلال تركيزه عند حساب الخطر على الارتباط الموجود بين الأوراق المالية. لكن بالرغم من الانتشار الواسع والنجاح الكبير الذي لاقاه هذا التحليل في الأوساط المهنية، تمت ملاحظة بعض الممارسات التي لا تتماشى مع ما تنص عليه هذه النظرية، نذكر منها :

(1) التنويع غير الكافي، La diversification insuffisante

إن هذه الممارسة هي نتيجة لانحراف سبق وأن تطرقنا إليه في الفصل الأول، عند الحديث عن الانحرافات السلوكية الملاحظة، وقد صنفناه حينها مع انحرافات التفضيل، هذا الانحراف هو انحراف التعود أو الميل للمألوف*

* - أنظر : الفصل الأول، البحث الثاني.

(home biais) حيث أثبتت العديد من الدراسات أن هناك قصورا في التنوع عند بناء المحافظ الفردية مقارنة مع ما تنص عليه نظرية المحفظة، إذ ظهرت اتجاهات في التنوع لا تمت بصلة إلى التحليل "العائد-المخاطرة"، حيث وجد مثلا أن الأجراء يميلون أكثر إلى اقتناء الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات التي يعملون فيها إلى الحد الذي أصبحت تشكل فيه النسبة الأكبر في محافظهم، وهذا حسب كل من "هولدن" و"فاندرهي" (Holden & VanDerhei, 2001)، "ليانغ" و"ويسبينر" (Liang & Weisbenner, 2003)، وقد شرح "هابرمان" (Huberman, 2001) هذه الظاهرة بأن جاذبية الاستثمار ترتفع كلما كان مألوفًا، في حين شرحها كل من "كيلكا" و"ويبر" (kilka & Weber, 2000) بوجود إدراك خاطئ لتوزيع احتمالات المدفوعات المستقبلية، إلى جانب هذا التشوه أوضح كل من "تشان" و"كوفريغ" و"نغ" (Chan, Covring, Ng, 2005) بأن صناديق الاستثمار المشتركة تميل إلى تفضيل الأوراق المالية المحلية (les titres domestiques)، وأن هذا التفضيل مرتبط بدرجة تطور السوق المحلية ويمدى كونها مألوفة لديهم¹.

(2) الحساب العقلي، La comptabilité mentale

سبقت الإشارة إليه كذلك في الفصل الأول، حيث يطال هذا التشوه مبدأ التنوع ويظهر جليا عند بناء المحفظة فكما رأينا سابقا حتى لا يكون التنوع ساذجا، لا بد أن تؤخذ الارتباطات بين الأوراق في الحسبان غير أن "تالر" أشار عام 1985 إلى أن الأفراد يهملون هذه الارتباطات في الواقع بالرغم من أهمية هذه القاعدة في عملية التنوع، وقد أطلق "تالر" على هذا التشوه اسم "الحساب العقلي".

أثبتت العديد من الدراسات وعلى رأسها دراسة "بنارتزي" و"تالر" (Benartzi & Thaler, 2001) * أنه لا يتم التعامل مع المحفظة في شكلها المجمع وإنما يتم دراسة كل أصل على حدة، وغالبا إذا تم تخيير المستثمرين بين أصلين، فإنهم يلجؤون إلى الإستراتيجية 50/50 من الاختيارات الموجودة ويطلق على هذا الخيار عادة (التبسيط من خلال الترجيح المتساوي n/1)، (heuristique 1/n) أو ما يعرف أيضا بـ "التنوع الساذج" فكما لو أن الأفراد ينشؤون حسابات (أرصدة) عقلية متفرقة لكل أصل ل يتم التعامل معها فيما بعد بشكل مستقل².

(3) اختيار المحافظ الكفوءة، Le choix de portefeuilles efficients

¹ - Voir : Marie-Hélène Broihane, Maxime Merli, Patrick Roger, "Théorie comportementale du portefeuille" Interets et limites, In : Revue économique, Février, 2006, Vol 57, P : 300.

* - للاطلاع أكثر على الاختبار الذي أجريه، أنظر :

- Ibid, P : 300-301.

² - Voir : Ibid, P : 300-301.

أوضحت بعض الدراسات أن اختيار المحافظ في الواقع لا يتم بالتماشي تماما مع التحليل "العائد-المخاطرة" حيث وبالرغم من لجوء المستثمرين إلى نظرية المحفظة فهم لا يطبقونها في الواقع إلا بشكل جزئي أو خاطئ. وفي المقابل أثبتت بعض التجارب قدرة المستثمرين على بناء محافظ تقع بالقرب من حدود الكفاءة وتميل إلى التطابق مع المحافظ الكفؤة عبر مرور الزمن، وهذا ما يبرز وجود أثر التعلم (l'effet d'apprentissage) غير أن هذا لا يلغي حقيقة أن المستثمرين يلجؤون بشكل عام إلى معايير أخرى لاختيار الأوراق المالية المشككة لمخاطرتهم تتمحور أساسا حول "تجنب الخسائر" (l'aversion aux pertes) إلى جانب تشويه الاحتمالات (la déformation des probabilités)¹.

كما دفعت التشوهات الملاحظة في نظرية الكفاءة الباحثين، إلى اللجوء إلى اتجاه جديد، دفعتهم كذلك إلى البحث عن أسلوب بديل في بناء المحفظة يراعي الجانب السلوكي الملاحظ في الواقع، لا ما ينص عليه تحليل ماركوفيتز، كما يأخذ في الاعتبار التطورات الحاصلة في أسواق المال وفي المنتجات المالية المتداولة فيها.

وقد وجدنا أن الأبحاث التي تهدف للتوصل إلى نظرية سلوكية للمحفظة قليلة جدا مقارنة بالأبحاث في المالية السلوكية عموما، وقد يفسر هذا بكونها ميدانا فرعيا، ناهيك عن أن البحث فيها يعد حديثا، كما قد يكشف في الوقت ذاته عن الصعوبة التي يلاقيها هذا الاتجاه الجديد في الوصول إلى نماذج فعلية على غرار ما يوجد في نظرية الكفاءة، فلم تتناول الأبحاث التي وجدناها عموما سوى ثلاثة نماذج كانت مساهماتها سطحية وتفسيرية على العموم، وأدت إلى التوصل إلى نظرية تفسيرية نوعا ما لبناء المحفظة، ونحاول فيما يلي عرض هذه الأعمال.

2. النماذج السلوكية المقترحة

ساهمت الأزمة التي وقعت سنة 2000 (فقاعة الانترنت) في انتشار منتجات مالية ذات رأس مال مضمون (produits à capital garanti) تجنب المستثمر خطر تكبد خسائر ضخمة عند انهيار السوق، وتسمح له في ذات الوقت أن يستفيد من الارتفاعات الحاصلة في المؤشرات البورصية، كما ظهرت منتجات ادخارية أخرى تحافظ على رأس المال لها طابع المقامرة (la loteries : اليانصيب) تمكن المستثمر من تحقيق زيادة ضخمة في ثروته (احتمالات هذه الزيادة ضئيلة جدا).

** - إن مفهوم "تجنب الخسائر" هو مفهوم جديد ظهر مع الاتجاه السلوكي، وتحديدًا كان كل من "كانمان" و"تفرسكي" أول من قاما باقتراحه في "النظرية الاستشرافية" كبدل لمفهوم "تجنب الخطر" الذي كان سائدا في ظل النظرية التقليدية إذ يرى العالمان أن الجمع يتجنب الخسائر في حين لا يخشى الجمع الخطر (Des riscophobes).

¹ - Voir : Ibid, P : 302.

لم يكن من الممكن تفسير جاذبية هذه المنتجات في النظرية التقليدية للمحفظة، إذ من المستحيل لمستثمر عقلائي يتبع التحليل "عائد-مخاطرة" أن يختار منتجا من هذا النوع (يرتبط عائده بعملية السحب)، ولم يتم تفسير هذه الظاهرة إلا في ظل النموذج السلوكي، إذ أن جميع النماذج التي سنتطرق إليها فيما يلي تتماشى مع التطور الحاصل في المنتجات المالية، كما تعد أكثر ملاءمة لها¹.

(1) أعمال "روي" (Roy, 1952)

إن أهم ما جاء به "روي" هو اقتراح مفهوم جديد، أطلق عليه اسم "المستوى الأدنى للعائد" (le niveau de subsistance)، إذ يرى أن أساس اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة هو مراعاة عدم انخفاض ثروة المستثمر عن مستوى معين (عتبة) أطلق عليه اسم: "المستوى الأدنى للعائد"، ونلاحظ أن هذا المفهوم يتماشى مع المنتجات الشائعة حاليا، غير أنه وبعد ضمان وصول الثروة إلى حد العتبة لم يحدد "روي" ما الذي يتجوب على المستثمر فعله بالثروة المتبقية، وندرج لتوضيح هذه الفكرة المثال التالي :

يملك مستثمر 100 أورو، ويقدر المستوى الأدنى للعائد بـ 95 أورو، أما المؤشر المرجعي فيقدر بـ 100 نقطة، هذا المستثمر في موضع المفاضلة بين منتجين :

✓ المنتج الأول: يضمن له 95 أورو في جميع الأحوال و 60% من الارتفاع المحتمل في المؤشر المقيم هنا بقيمته الحالية 100.

✓ المنتج الثاني: يضمن له 95 أورو كذلك، ويقترح 100% من الزيادة في المؤشر حين يتجاوز قيمة 110%.

نلاحظ أن احتمال تجاوز الثروة النهائية مستوى العائد يساوي الواحد في كلتا الحالتين، لكن في غياب أي معيار إضافي يبقى كلا المنتجين سيان من وجهة نظر المستثمر².

(2) نموذج "أرزاك - باوا" (ARZAC – BAWA, 1977)

حاول الباحثان سد الثغرة في أعمال "روي" بإيجاد العنصر الإضافي في عملية المفاضلة، وقد تمثلت أعمالها في محاولة صياغة نموذج يترجم المشكل الذي يواجهه المستثمر، يظهر هذا النموذج كيف أن المستثمر يسعى إلى

¹ - Voir : Ibid, P : 298.

² - Voir : Ibid, P : 303.

تعظيم ثروته النهائية، غير أنه يعطي الأولوية للحفاظ على المستوى الأدنى للعائد بشرط مراعاة قيد آخر وهذا ما يمكن صياغته في النموذج التالي¹ :

$$\text{Max } E(w)$$

$$\text{s.c } P(w < s) \leq \alpha$$

حيث أن :

W : ثروة المستثمر

S : المستوى الأدنى للعائد.

α : احتمال الإفلاس.

يتضح من خلال هذا النموذج أن المستثمر يسعى إلى تعظيم ثروته بشرط أن يكون احتمال انخفاض ثروته عن مستوى العائد أقل من احتمال الإفلاس.

(3) نموذج "شيفرين" و "ستايتمن" (Shefrin & Statman, 2000)

بناء على أعمال كل من "روي"، "أرزك" و"باوا" وكذا بالاعتماد على أعمال عالمة النفس "لولا لوبس" (Lola Lopes , 1987) التي توصلت إلى نتيجة مفادها أن ما يتحكم أساسا في القرارات الفردية هما الخوف والأمل (la crainte et l'espoir)، قام كل من "شيفرين" و"ستايتمن" بملاحظة وجود تشويه لتوزيع احتمال الثروة النهائية عند اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة ناجم أساسا عن العاملين السابقين. وقد كان التحدي أمامهما هو محاولة تقديم نمذجة لكل من مشاعر الخوف والأمل (وغيرهما من المشاعر الأخرى والانحرافات السلوكية التي تطرقنا إليها في الفصل الأول، والتي تعد أساس النظرية السلوكية ونقطة ضعفها في الوقت ذاته)².

¹ - Voir : Ibid, P : 304.

² - Voir :Id.

حاول الباحثان تقديم نموذج يوضح عملية التشويه التي تحدث، وسنحاول تبسيط هذا الطرح لأن الغرض من ورائه لا يتمثل في مناقشة النموذج الرياضي، وإنما إثبات وجود محاولات لنمذجة الجانب النفسي :

▪ لأجل ترجمة خوف المستثمر، تم اقتراح الدالة D التي يتم تحويلها عن طريق الدالة ϕ (التي تترجم الخوف) حيث:

$$\phi(D_i) = D_i^{1+a}$$

$$\begin{cases} \phi(0) = 0 \\ \phi(1) = 1 \end{cases}$$

إذا كانت الدالة ϕ محدبة، بمعنى إذا كان a موجب (في حالة الخوف) فإن: $\phi(D) < D$

▪ إن تمثيل أمل المستثمر يتم عن طريق التحويل ψ المعروف كالتالي:

$$\psi(D_i) = 1 - (1 - D_i)^{1+b}$$

هذه الدالة أيضا تحقق :

$$\begin{cases} \psi(0) = 0 \\ \psi(1) = 1 \end{cases}$$

غير أنها تكون مقعرة حين يكون b موجبا (حالة الأمل).

يقوم "شيفرين" و"ستايتمن" باستعمال هذه الدوال لوصف كل مستثمر من خلال توزيع الاحتمالات الذاتية للثروات المستقبلية، والتي يعبر عنها ب :

$$\gamma(D_i) = \delta \phi(D_i) + (1 - \delta)\psi(D_i)$$

حيث: $\delta \in [0, 1]$ بمعنى إما خوف أو أمل.

وبناء على هذا يمكن تمثيل كل فرد بالمحددات التالية $[a, b, \delta, A, \alpha]$ ، حيث تعبر المحددات الثلاثة الأولى عن صفاته النفسية التي تدفعه إلى تشويه الاحتمالات الموضوعية، في حين يرتبط المحددات الأخيران A و α

السلوكية

بموقفه اتجاه الخطر، إذ تمثل A : سعيه إلى إيجاد وتحقيق مستوى الأمان (المستوى الأدنى للعائد A) في حين أن α تعكس الخطر الناجم عن عدم الوصول إلى هذا المستوى¹.

لقد ساهمت جميع هذه الأعمال وغيرها في ظهور ما يعرف بـ " النظرية السلوكية للمحفظة " **BPT** (Behavioral Potfoto Theory)، والتي تنسب إجمالاً إلى كل من " شيفرين " و " ستايتمن " لأنها تعد امتداداً وتحصيلاً لنموذجهما السابق، ونحاول فيما يلي توضيح الجوانب الرئيسية لهذه النظرية.

3. النظرية السلوكية للمحفظة BPT

تبلورت النظرية السلوكية بشكل تدريجي بالاستناد على جميع الأعمال والنماذج التي سبقت الإشارة إليها. حيث ساهمت جميعها في رسم المعالم النهائية لهذه النظرية. وقد كان ظهورها عام 2000 على يد كل من " شيفرين " و " ستايتمن " إذ قامت على ثلاثة مفاهيم أو أسس محورية هي :

أولاً: السلامة أولاً، **Safety First**

كان " روي " هو أول من اقترح هذا المفهوم عام 1952، إذ يتميز كل فرد تبعاً لهذا المفهوم بعتبة خاصة يطلق عليها اسم "المستوى الأدنى للعائد" وتمت الإشارة إليه بالحرف A^* وهذا المستوى هو أدنى مستوى للثروة يتم الحصول عليه ، وليكن w متغيراً عشوائياً يمثل الثروة النهائية* أو عوائد المحفظة، فأى w أقل من العتبة، يتم اعتبارها خسارة واحتمال هذا الانخفاض هو الذي يقيس الخطر $P (w < A)$.

قام (تيلسر Telser) عام 1955 باقتراح مفهوم : "احتمال الإفلاس" α المقبول من طرف المستثمر والذي يقصد به احتمال عدم الوصول إلى المستوى الأدنى للعائد، وعليه فإن المستثمر في نموذج (Safety First) يسعى إلى بناء محفظة تحقق له قيد الأمان التالي:

¹ - Voir : Ibid, P : 305.

* - كان يرمز لمستوى العائد بـ "s" ثم أصبح يرمز له في نموذج "Lopes" بـ "A" دلالة على التطلع "Aspiration" إلى مستوى معقول من العائد، وعدم الاكتفاء بالحد الأدنى منه كما هو الحال في نموذج "روي"، لذا فعند الحديث عن نموذج "Arzac-Bawa" ونموذج "روي" فإننا نتحدث عن s وليس A.

* - نلاحظ أن هناك من يستعمل مفهوم الثروة النهائية w وهناك من يستعمل مفهوم الثروة الابتدائية w_0 وبالعودة إلى مقترح هذا المفهوم "روي" نلاحظ أن لا أهمية للتفريق بينهما، فهو يقصد بالأمر تخفيض ثروة المستثمر بشكل عام عن مستوى العائد وهو كونه لم يتطرق إلى الثروة المتبقية بعد تحقيق العتبة فلا أهمية للتفريق بين المفهومين، أما فيما بعد ظهرت عند Arzac-Bawa أهمية هذا التفريق على اعتبار السعي لاستثمار ما تبقى بعد الوصول إلى مستوى العائد وهنا يقصد الثروة النهائية بعد الاستثمار في الأصل المضمون، وبما أن هذا النموذج يتماشى مع المنتجات مضمونة رأس المال الشائعة حالياً فإننا سنعرف العائد المتوقع من هذا الاستثمار المضمون، أي يتم في مرحلة أولى تحقيق مستوى العائد ثم المخاطرة بالباقي.

$$P (W < A) \leq \alpha$$

قام بعد ذلك كل من "أرزك - باوا" بإضافة معيار إضافي هو تعظيم التوقع الرياضي للثروة النهائية، فإذاً أمام محفظتان تحققان قيد الأمان، يختار المستثمر تلك التي تعظم التوقع الرياضي للثروة $E (w)$ ¹.

ثانياً: تشويه الاحتمالات الموضوعية، La déformation des probabilités objectives

يركز نموذج **BPT** على حقيقة قيام الأفراد بعملية تشويه الاحتمالات الموضوعية، وهذا ما أثبتته كل "إدواردز" (Edwards, 1953-1954)، "علي" (Ali, 1977)، "كانمان"، "سلوفيك"، "تفرسكي" (Kahneman, Slovic, Tversky, 1982)، إذ تمت ملاحظة أن الأفراد يبالغون في تقدير (Surestimation) بعض الأحداث ضعيفة الاحتمالات، ولا يقومون بتقدير صحيح للأحداث الأخرى (Sous Estimation)، وهذا ما يفسر انتشار ونجاح المنتجات المالية التي تعتمد عوائدها على الحظ والمقامرة كاليانصيب (la loterie)، فهذا النجاح غير قابل للتفسير في نظرية المنفعة المتوقعة التي تفترض أن الجميع يخشى الخطر [Des riscophobes] في حين يمكن أن يفسر بالمبالغة في تقدير احتمال الربح².

ولهذا يقوم هذا النموذج** بإعادة تحويل الاحتمالات الموضوعية (في نظرية المنفعة المتوقعة)، وقد تم اقتراح عدة دوال تحويل لهذا الغرض، ولا يزال النقاش قائماً حول شكل الدالة التي تسمح بترجمة أفضل للسلوك الملاحظ، إضافة إلى المحددات التي تدخل في حساب هذه الدالة، وتعد هذه النماذج في مجملها غير خطية (non linéaire)، كما أنها تحمل نظرة مختلفة للخطر، ففي ظل النظرية التقليدية يوصف المستثمر بأنه يخشى الخطر إذا كانت دالة منفعته مقعرة (Concave)، أما في هذه النماذج غير الخطية فإن الطريقة التي يستعملها الفرد لتحويل الاحتمالات تسمح بمعرفة ما إذا كان متفائلاً أو متشائماً، فالفرد المتشائم يتصف بدالة تحويل يكون فيها توقع الثروة النهائية المحسوب وفقاً للاحتمالات المشوهة أقل من المتوقع المحسوب وفقاً للاحتمالات الموضوعية والعكس.

سمح تطبيق عملية تشويه الاحتمالات على مفهوم "السلامة أولاً"، لـ "لويس" باقتراح نموذج شكل نقطة انطلاق لنظرية **BPT** فاختيار المحفظة حسب "لويس" يتم بالسعي إلى تعظيم العنصرين التاليين:

Max {

¹ - Voir : O.Bourachnikova, La uéorie comportementale du portefeuille et l'équilibre du marché, Working paper, Juillet , 2009, P : 03.

² - Voir : Id.

** - يطلق على هذا النموذج أيضاً اسم (SP/A) بمعنى "Security Potential / Aspiration"، حيث يقصد بمفهوم الأمان المستوى الأدنى للعائد أما التطلع فيشير إلى المردودية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في مقابل الخطر الذي يتحمله، أما القدرة فتعكس رغبة المستثمر في تحقيق أرباح (عن طريق المقامرة مثلاً).

$$E_h(w \geq A) *$$

$$E_h(w)$$

h : هو محدد لعملية تحويل الاحتمالات الموضوعية حسب درجة تفاؤل الفرد.

ثالثا: الحساب العقلي، La comptabilité mentale

وهو مفهوم سبقت الإشارة إليه، يتعلق بطريقة تصرف الأفراد في ثرواتهم إذ تختلف هذه المعاملة حسب طريقة تحصيلها، فهم يقومون بإنشاء أرصدة عقلية (Des comptes mentaux) يتم تسييرها بشكل مستقل كما أن لكل منها هدف مستقل، ولهذا يتم إهمال الارتباط الذي قد يوجد بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة، وهذا السلوك يتماشى تماما مع ملاحظة كل من " فريدمان " و " سافاج " (Frideman & Savage, 1948) أين لاحظا قيام الأفراد بشراء عقود التأمين، وفي الوقت ذاته المقامرة بشراء أوراق يانصيب (Des billets de Ioteries)¹ فعقد التأمين ينتمي إلى الحساب الذي يهدف إلى ضمان حد أدنى من الثروة في حين أن ورقة اليانصيب تنتمي إلى الحساب الذي يهدف إلى الاغتناء وتحقيق مستوى مرتفع من الثروة².

قد تختلف المحفظة المشككة حسب نموذج BPT عن تلك التي يشكلها المستثمر عند إتباع نموذج "ماركوفيتز"، فهذا الأخير يرى أن على المستثمر تقليل الخطر (الذي يتم قياسه بالتباين) وذلك عن طريق تنويع محفظته، غير أن كل من " شيفرين " و " ستايتمن " يبينان أنه لا يجب على المستثمر أن يلجأ إلى التنويع، إذ في وسعه استثمار جزء معتبر من ثروته في أصل خطر (له نفس مواصفات اليانصيب) بشرط أن يسعى أولا إلى ضمان حد أدنى للعائد، ثم يصبح على استعداد بعدها لتحمل أخطار كبيرة عند استثمار الثروة المتبقية³. ويوضح الشكل التالي الفرق بين محفظة "ماركوفيتز" ومحفظة BPT :

* - نلاحظ أنه حين تم استبدال s بـ A أي المستوى المعقول للعائد تم استعمال علامة \approx عوضا عن $=$.

¹ - Voir : Ibid, P : 04.

² - Voir : Ibid, P : 04-05.

³ - Voir : Ibid, P : 02.

الشكل رقم (11-02) : بناء المحفظة وفقا للنموذج التقليدي والنموذج السلوكي



المصدر : من إعداد الطالبة

إن ما عزز الاعتقاد في عدم قدرة التحليل "العائد-المخاطرة" على وصف إستراتيجية الأفراد عند بناء المحفظة هو تلك التشوهات التي طالت نموذج تقييم الأصول المالية **MEDAF** باعتباره أهم نموذج في النظرية المالية الحديثة يسمح بحساب المردودية المتوقعة للورقة أو المحفظة بالأخذ في الاعتبار خطر السوق، وهذا ما دفع بالباحثين في الاتجاه السلوكي إلى توسيع نطاق بحثهم لأجل الوصول إلى نموذج جديد يحتل المكانة ذاتها ويأخذ في الاعتبار جميع الانحرافات الملاحظة في نموذج **MEDAF**.

وياتباع المنهجية ذاتها، نحاول فيما يلي، أولا الإشارة إلى بعض التشوهات الملاحظة عند تطبيق هذا النموذج في الواقع، ثم ننتقل إلى ما تم اقتراحه كبديل له.

4. التشوهات الملاحظة عند تطبيق نموذج MEDAF

لاحظ الباحثون عند تطبيق نموذج MEDAF في الواقع وجود تشوهات وتناقضات مع ما تنص عليه النظرية، ومن هذه التشوهات الملاحظة نشير :

➤ إن العامل الوحيد المسبب للخطر حسب هذا النموذج هو خطر السوق، ولا يقوم أي عامل آخر غيره بتفسير مردودية الأوراق المالية¹، غير أنه لوحظ في الواقع أن هناك عوامل كثيرة تفسر المردودية نذكر منها : الرسملة البورصية* (la capitalisation boursière) إضافة إلى الكثير من خصائص الورقة المالية على غرار العلاقة بين السعر والعائد** (PER)، أو العلاقة بين القيمة المحاسبية والقيمة السوقية*** (M/B) .

ولقد حاول كل من "فرانش" و"فاما" (French & Fama, 1992) تدارك هذه التشوهات بالبقاء دائما في إطار النظرية التقليدية، وذلك عن طريق الأخذ في الاعتبار لكل من أثر الحجم**** (L'effet (taille والأثر الناجم عن الخصائص السابقة كالعلاقة M/B وقد تمخضت جهودهما عن نتيجة غاية في التناقض إذ قاما بإعلان "موت bêta"² (la mort de bêta)، حيث أكد الباحثان بأن مردودية الأوراق المالية تتأثر بعاملين لا يظهران في نموذج MEDAF هما : الرسملة البورصية للأوراق المالية والعلاقة M/B وبناء، على هذا قاما بتصنيف الأوراق إلى قيم النمو* (Valeurs de croissance, growth stocks) وقيم الدخل** (Valeurs à .revenu / value stocks)

¹ - Voir : F. Aftalion, Le MEDAF et la finance comportementale, Op.Cit, P : 205.

* - يقصد بالرسملة البورصية معرفة قيمة المؤسسة انطلاقا من سعرها السوقي، وتحسب بالعلاقة التالية : الرسملة البورصية = السعر في البورصة * عدد الأسهم.

** - PER (Price Earning Ratio) (مضاعف السعر إلى العائد) : يمثل هذا المضاعف مقلوب معدل المردودية ويتم استعماله لرسملة العوائد بمعنى إيجاد قيمة أصل بدلالة عدد المرات الواجب تحقيقها من العوائد لتغطية قيمته، ويحسب بالعلاقة التالية : المضاعف PER = السعر / العائد.

*** - M/B = القيمة المحاسبية / القيمة السوقية = la valeur comptable / la valeur du marché.

**** - أنظر: الفصل الأول، المبحث الثاني.

² - Voir : Ibid, P : 206.

* - قيم النمو : هي أسهم تصدرها شركات تسعى للنمو، فهي غالبا ما تعيد استثمار معظم أرباحها ولا تعطي إلا توزيعات أرباح قليلة أو معدومة. تناسب هذه الأسهم المستثمرين الذين يسعون للحصول على أرباح رأسمالية على المدى الطويل، كما تنسم بكونها سريعة التغيير وهي لهذا عالية الخطر مقارنة ببقية الأسهم.

** - قيم الدخل : تصدرها الشركات التي تميل إلى تقديم جزء معتبر من دخلها في شكل توزيعات أرباح، وهي مناسبة للمستثمرين الراغبين في الحصول على دخل جاري عوضا عن أرباح رأسمالية.

وقد لاحظنا عند قيامهما بتصنيف الأوراق المالية حسب المؤسسات المصدرة لها أن المحافظ المكونة انطلاقاً من هذا التقسيم ترتفع مردوديتها بارتفاع β ، لكنهم لاحظوا من جهة أخرى أن معامل حساسية المحفظة إنما يرتفع بسبب ارتفاع حجم المؤسسة، حيث وعند حجم معين يظهر الارتباط العكسي بين β والمردودية إذن فملاحظة العلاقة الخطية بين المردودية المتوقعة وبين β في ظل نموذج MEDAF ليست إلا نتيجة جانبية للارتباط الحقيقي الموجود بين الحجم والمردودية، فإذا المفسر الفعلي للمردودية المتوقعة هو "الحجم"¹.

أما عند قيامها بتصنيف الأوراق المالية بالاعتماد على العلاقة M/B لاحظنا أن المحافظ الناتجة عن هذا التقسيم ترتفع مردوديتها المتوقعة تبعاً لارتفاع العلاقة M/B، وفي الوقت الذي لاحظنا فيه أن معامل حساسية هذه المحافظ يتغير في نفس اتجاه تغير العلاقة M/B، لوحظ أيضاً أن المحافظ ذات أعلى معامل حساسية تكون الأضعف من حيث المردودية المتوقعة، وهذا بدوره يشكل تناقضاً في نموذج MEDAF².

لقد تمخض عن الملاحظات السابقة سؤال جوهري هو : كيف يمكن تعديل نموذج MEDAF لأجل تفسير كل من أثر الحجم، والعلاقة M/B ؟

سنحاول التطرق بشكل سريع فيما يلي إلى محاولات تعديل MEDAF في ظل النظرية التقليدية ومحاولات إعادة بنائه في ظل الاتجاه السلوكي.

5. تعديل نموذج MEDAF في ظل النظرية التقليدية "النموذج ثلاثي العوامل"

قام كل من "فرانش" و "فاما" بمحاولة الإجابة عن هذا السؤال من خلال اقتراح نموذج بثلاثة عوامل³ (un modèle à trois facteurs) تفسر فيه المردودية بدلالة خطر السوق، إضافة إلى عاملين آخرين هما: الحجم، ويرمز له بـ SMB (Small caps Minus Big caps) والعائد (من خلال العلاقة M/B) والذي يرمز له بالرمز : HML (High B/M Minus Low B/M) وقد تم تقديم النموذج بالصيغة التالية:

$$E(R_i) - r_f = a_i + b_i (E(R_m) - r_f) + S_i E (SMB) + h_i E(HML)$$

¹ - Voir : Id.

² - Voir : Id.

³ - لمزيد من التفصيل، أنظر :

- J. Hamon, Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, In : les grands auteurs en finance, Op.Cit, PP : 88-119.

وتجدر الإشارة إلى أن هذا النموذج لا يقوم على أساس نظري، وإنما يعد تعديلا اقتضاه الواقع وتم إجراؤه بناء على أسس تجريبية¹.

لقد حاول العديد من الباحثين كذلك تفسير كل من أثر الحجم، وأثر العلاقة M/B (أثر العائد) نذكر في هذا الصدد تفسير كل من "فرانش" و "فاما" اللذان أرجعا المردودية العالية للأوراق المالية التي تصدرها شركات ذات رسملة بورصية صغيرة إلى تعرضها إلى خطر تدهور وضعيتها المالية وهو عامل لا يستطيع المعامل β قياسه، في حين يدركه المستثمرون ويدفعهم إلى طلب علاوة خطر إضافية².

6. محاولات بناء بديل لنموذج MEDAF في ظل النظرية السلوكية

بالعودة إلى جميع الانحرافات السلوكية التي سبق وأن تمت مناقشتها خلال الفصل الأول، وبلاستناد إلى النظرية السلوكية للمحفظة المقترحة من طرف "شيفرين" و"ستايتن" أوضح كل من "لوفي دي جيورجي" و "هانس" (Levy de Giorgi & Hens, 2003) بأن النظرية الأساسية في النموذج السلوكي ألا وهي النظرية الاستشرافية (Prospect Theory) لكل من "كامان" و"تفرسكي" (1979) لا تتناقض مع نظرية الفصل المقترحة من طرف "توبين" (Tobin, 1958) وكذا مع خط MEDAF (SML) (الذي يوضح العلاقة الخطية بين المردودية المتوقعة و β) وهذا ما يعني أنه من الممكن التوصل إلى MEDAF سلوكي بشرط التوصل إلى دوال تحويل (fonctions de transformation) تعكس عملية تشويه الاحتمالات التي يقوم بها المستثمرون وتأخذ في الاعتبار سلوكياتهم، لكن السؤال يبقى : هل تعد هذه النماذج أفضل من التحليل "العائد-المخاطرة" ؟ إذن يؤكد الباحثون أنه من الممكن أن توفر نظرية BPT محيطا ملائما للتوصل إلى MEDAF سلوكي، وهو أمر لم يتم التوصل إليه بعد.

غير أننا نشير إلى أن كل من "دانيال"، "هيرشليفير"، "سابرامانيام" (Daniel, Hirshleifer, Subrahmanyam, 2001) قاموا باقتراح نموذج بديل لنموذج MEDAF أين تعكس أسعار الأصول المالية كل من خطر التباين المشترك وأخطاء التقييم، ويقوم المستثمرون غير العقلانيون في هذا النموذج بدفع الأسعار للابتعاد عن قيمها الأساسية، وفي الوقت ذاته يقوم المحكمون بالاستفادة من هذه الانحرافات، وعند التوازن نجد بأن المردوديات المتوقعة ترتبط ارتباطا خطيا مع الخطر " β مع السوق" ومع مقدار انحراف السعر (le degré de désajustement).

¹ - Voir : F. Aftalion, Le MEDAF et la finance comportementale, Op.Cit, P : 207.

² - Voir : Id.

إذن بالرغم من جميع المحاولات السلوكية لإعادة بناء نموذج يحل محل نموذج MEDAF، إلا أن الباحثين في هذا المجال لم يتوصلوا بعد إلى إيجاد علاقة كمية (Quantitative) تربط بين عوامل الخطر كالحجم وعوائد الأوراق المالية (value) وبين الخصائص السلوكية للمستثمرين¹.

7. الانتقادات التي يمكن توجيهها للنموذج السلوكي في بناء المحفظة

اتضح بعد تطبيق نظرية BPT لكل من "شيفرين" و "ستايتن" بأن المحافظ الكفؤة التي تم التوصل إليها تقع أيضا على خط MEDAF (SML). كما أظهرت بعض الدراسات أن أسعار الأصول المالية عند التوازن الذي يتم التوصل إليه وفقا لنموذج BPT تحقق نفس الشرط التوازن الذي يتم التوصل إليه وفقا لنظرية المنفعة المتوقعة*، وهذا يؤدي إلى التشكيك في قدرة هذه النظرية على أن تحل مكان النظرية الكلاسيكية فهي لم تقدم جديدا في هذا الصدد.

إن الانتقادات التي توجه إلى هذا الاتجاه لا تمس جوهره في غالبية الأحيان (بل على العكس من ذلك، إذ من الجيد محاولة فهم العوامل الكامنة وراء السلوك البشري- غير العقلاني حسب النظرية الكلاسيكية- وأثرها على بناء المحفظة) وإنما تتعلق بكونه لا يختلف كثيرا عن الاتجاه الكلاسيكي.

نلاحظ مثلا أن ما توصلت إليه نظرية BPT من أن المحفظة المثلى تتكون من أصل آمن يهدف من ورائه إلى ضمان حد أدنى من الثروة، وأصل آخر يهدف من ورائه إلى الاغتناء حتى ولو تطلب ذلك تحمل المخاطرة لا يختلف كثيرا عما جاء به "توبين" عام 1958 في نظريته التي أطلق عليها اسم: "نظرية الفصل"² (le théorème de séparation) والتي يطلق عليها كذلك في الأدبيات المالية اسم "نظرية الفصل إلى أصلين" (séparation en deux fonds)، و يتمثل فحوى هذه النظرية في الملاحظة التي مفادها أن فرضية بغض الخطر** (l'hostilité à l'égard du risque) غير كافية لتفسير سلوك المستثمر إزاء الخطر، وهذا بعد أن لوحظ أن جميع المستثمرين يمتلكون نوعين من الأصول: "أصول عديمة الخطر" r_f والمحفظة M (المحفظة المثالية) على خط السوق CML، فقبل MEDAF كان يعتقد بأن الشخص الذي يبغض الخطر سيقوم عند شرائه

¹ - Voir : Ibid, P : 210-211.

* - هذا الشرط هو أن العلاقة بين الأسعار تساوي العلاقة بين الاحتمالات حيث أن π يمثل السعر و P يمثل الاحتمال كما يلي :

$$\frac{P_1}{P_2} = \frac{\pi_1}{\pi_2}$$

ولزيد من التفصيل، أنظر:

- Voir : O.Bourachnikova, La théorie comportementale du portefeuille et l'équilibre du marché, Op.Cit PP : 07-17.

² - Voir : J.Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Op.Cit, P : 253.

** - ارتأينا ترجمة هذا المصطلح بـ "بغض" أو "كره" أو "نفور" غير أن هنالك من الباحثين من يترجمها بـ "معاداة" أي انتهاج سلوك عدائي في مواجهة الخطر.

الأسهم باختيار تلك التي يصاحبها خطر أقل. والعكس لدى المغامرين، أما عقب MEDAF أصبح يعتقد بأن لجميع المستثمرين توقعات متجانسة، وجميعهم يبغضون الخطر، لكن وبالرغم من هذا إلا أنهم يمتلكون جميعا المحفظة M التي تضم جميع الأوراق المسعرة، ويظهر تجنب الخطر في قيام هؤلاء المستثمرين بجائزة أكبر قدر ممكن من الأصول عديمة الخطر، وبالتالي الاقتراب من النقطة r_f (في حين يقترب المغامرون من النقطة M)¹. إذن وبعد هذا التحليل نلاحظ بأن نظرية BPT من حيث النتيجة التي توصلت إليها في بناء المحفظة ليست إلا صياغة معادة لنظرية الفصل.

آخر ما يمكننا توجيهه كانتقاد لهذا الاتجاه في بناء المحفظة، هو انتقاد يتعلق بالنموذج السلوكي عموما ألا وهو صعوبة إيجاد علاقة كمية تربط بين التشوهات الملاحظة في الواقع وبين السلوك البشري، بعبارة أخرى إشكالية نمذجة هذه الظواهر السلوكية، فعلى سبيل المثال لا وجود لاتفاق على شكل دوال التحويل المستعملة للتعبير عن عملية تشويه الاحتمالات التي يقوم بها المستثمرون، كما لم تثبت أفضليتها على التحليل: "العائد- المخاطرة".

هذه إجمالا بعض الانتقادات التي ارتأينا الإشارة إليها بعدما تطرقنا إلى الاتجاهين البارزين حاليا في بناء المحفظة: الاتجاه المهيمن والسائد ألا وهو اتجاه "ماركوفيتز" في مقابل الاتجاه السلوكي الذي يحاول أنصاره جاهدين إثبات كفاءته وقدرته على الحلول مكان الاتجاه "التقليدي".

¹ - Voir : Id.

المبحث الثالث : الاتجاه السلوكي في تقييم وتحليل الأوراق المالية

امتد الاتجاه السلوكي في مالية الأسواق ليتجاوز التنظير في بناء المحفظة إلى التنظير في تقييم الأوراق المالية المشكلة لها، و بما أن عملية التقييم تسبق بناء المحفظة (كما أنها تتم باستمرار) كان من المفروض التطرق لها قبل بناء المحفظة، إلا أننا فضلنا تأخيرها لأننا بصدد عرض نموذج متكامل هو النموذج السلوكي، ولذا كان من الأحسن الانطلاق من الكل إلى الجزء أي من المحفظة إلى ما تحتويه من أوراق مالية.

سنعمد في هذا الجزء إلى التعريف بالمدخلين الأكثر استعمالاً في أسواق المال أي التحليل الفني والتحليل الأساسي، ثم المقارنة بينهما لاستنتاج أيهما أقرب إلى الاتجاه السلوكي وفلسفته. يلي هذا التطرق أكثر إلى التحليل الفني ونظرياته، ومحاولة الوقوف على العلاقة بينه وبين المالية السلوكية.

إذن إجمالاً لن يهدف طرحنا لهذا التحليل إلى التعريف به وبأدواته وبطرقه على اعتبار انتشاره الواسع من جهة وكثرة البحوث والكتب التي تناولته من جهة أخرى، وإنما سيهدف أكثر إلى محاولة إظهار الجانب النفسي في فلسفته ومدى انسجامه مع المالية السلوكية.

1. خطوات الاستثمار المالي

تنطلق العملية الاستثمارية بقيام المستثمر برسم المعالم الكبرى للسياسة التي سيتبناها، تتضمن هذه السياسة أساساً تحديد أهدافه وقيمة الثروة التي سيقوم بتخصيصها لهذا الاستثمار الجديد، كما يقوم كذلك بتحديد مستويات المردودية التي يتوقع الحصول عليها في مقابل المخاطر التي لا بد أن يكون واعياً بوجودها وبمدى قدرته واستعداداته لتحملها.

بعد الوقوف على هذه العناصر، يجد المستثمر نفسه في مواجهة تشكيلة واسعة من الأوراق المالية ينبغي عليه الاختيار فيما بينها، وهذا الاختيار سيتوقف على عوامل ثلاثة هي :

■ أهداف الاستثمار.

■ قيمة الثروة التي يمكن توجيهها لهذا الاستثمار.

■ موقف المستثمر.

بعد الانتهاء من وضع السياسة، تأتي خطوة ثانية في العملية الاستثمارية هي القيام بتحليل الأوراق المالية لأجل اختيار تلك التي تتناسب وسياسة المستثمر، وذلك باللجوء إلى مداخل وأساليب ستلي مناقشتها لاحقاً للوصول إلى اكتشاف الأوراق التي تشهد خلافاً سعرياً وتعطي فرصاً أكبر لتحقيق أرباح غير عادية.

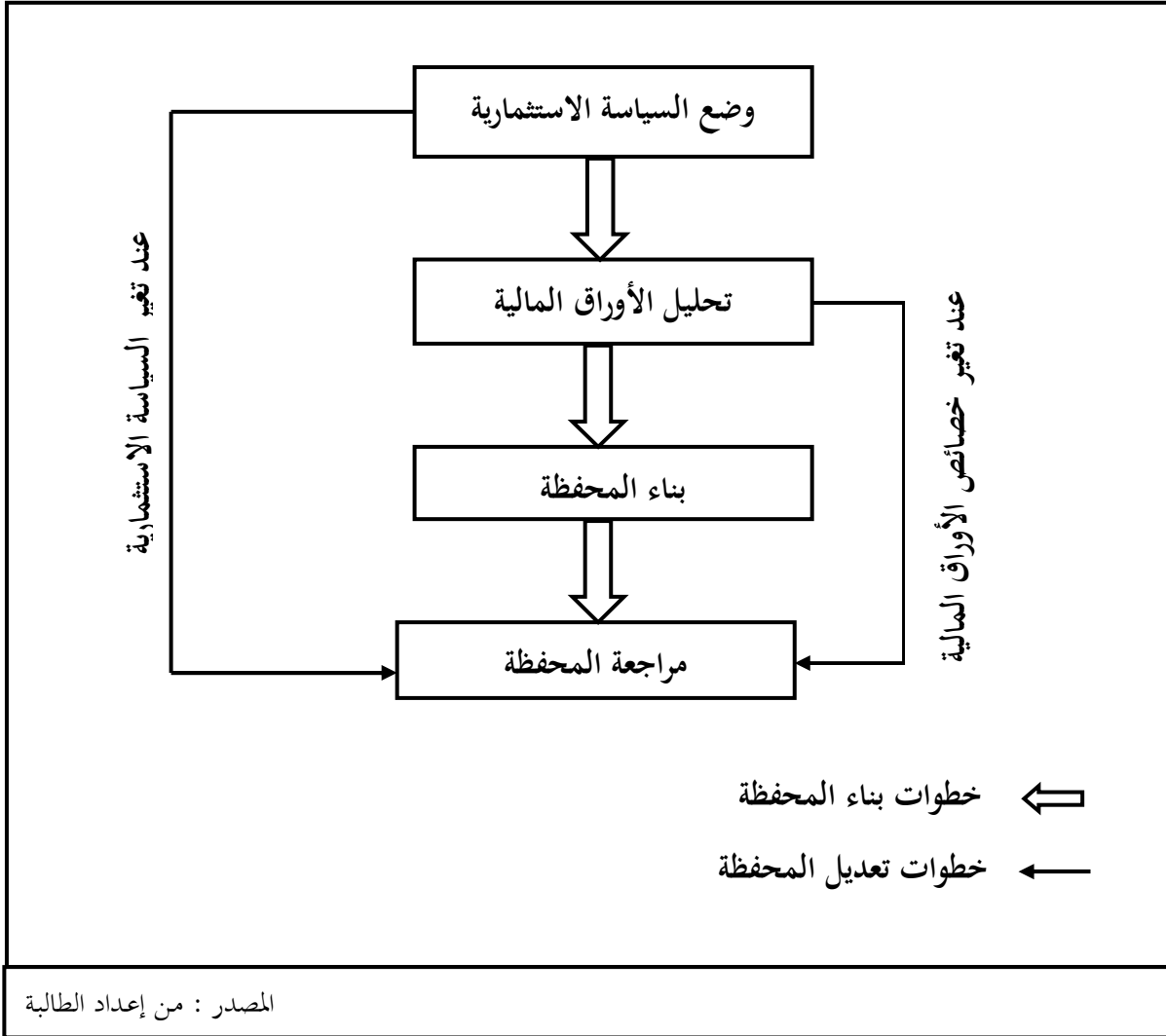
بعد القيام بالتحليل يصل المستثمر إلى مرحلة الاختيار، إذ يتعين عليه اختيار تلك الأوراق التي تحقق أعلى مردودية ممكنة مقابل أدنى مستوى للخطر مع مراعاة احترام مبدأ التنوع من خلال دراسة الارتباط الممكن بين الأوراق المالية، وهذا لأجل الوصول إلى محفظة كفؤة، وتكامل عملية الاختيار في نهاية المطاف ببناء محفظة الأوراق المالية.

لا تنتهي عملية الاستثمار عند الخطوات السابقة إذ ينبغي على المستثمر تقييم ومراجعة محفظته باستمرار فقد تتغير أهدافه الاستثمارية، ناهيك عن أن خصائص الأوراق المالية المكونة للمحفظة تتغير باستمرار وفي كلتا الحالتين لن تصبح المحفظة المكونة سابقاً كفؤة وجذابة من وجهة نظر المستثمر وتتطلب القيام بتعديلها أو تغييرها¹.

ويمكن توضيح الخطوات السابقة من خلال الشكل التالي :

¹ - أنظر: م. صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص ص : 11-14.

الشكل رقم (02-12) : خطوات الاستثمار المالي



لاحظنا مما سبق إذن الأهمية الكبيرة للتحليل في العملية الاستثمارية، وهذا ما يدفعنا للتساؤل عن الأسباب التي تجعل من عملية التحليل تكتسي كل هذه الأهمية.

بعبارة أخرى : لماذا يجب على المتعامل في سوق المال أن يقوم بتقييم الأوراق المالية ؟

2. أهمية التحليل عند الاستثمار المالي

يتعامل الاقتصاد في الجزء الأكبر منه مع المستقبل الذي يرتبط بوجود حالة من عدم التأكد ولذا اتجهت جهود الباحثين في هذا المجال إلى محاولة وضع قوانين وطرق للتنبؤ بالمستقبل [الحصول على نظرة مستقبلية] حتى لا يكون غامضا بشكل كلي. ويبرز الخوف من المستقبل بشكل كبير عند القيام بالاستثمار وخاصة عند الاستثمار في سوق المال.

"فالاستثمار المالي هو عملية توظيف أموال في أصول مالية تنتج عنها عوائد دورية أو غير دورية، ويهدف المستثمر إلى اختيار الأصول المالية التي تعظم العائد المتوقع لمستوى مخاطرة معين، أو تقلل الخطر إلى الحد الأدنى لعائد متوقع مطلوب"¹، ونظرا لارتباط القرار الاستثماري بالمستقبل، فإن اتخاذ يواجهه الخطر، حيث أن هنالك العديد من النتائج الممكنة التي قد تترتب عنه²، وهنا تبرز أهمية التحليل كأداة للتقليل من هذا الخطر.

يقصد بالتحليل المالي للأوراق المالية عملية "تحديد مستويات الخطر والعائد المتوقع للأصول المالية منفردة أو في صورة مجموعات"³، وعلى هذا فمحلل الأوراق المالية هو: "ذلك الشخص الذي يقوم بتحليل الأوراق المالية ويقدم مقترحات بشأنها"⁴.

وقد لاحظنا من خلال خطوات الاستثمار السابقة الذكر، أن المستثمر يحتاج للقيام بالتقييم مرتين أثناء العملية الاستثمارية:

(1) عند تشكيل المحفظة للمرة الأولى لأجل اكتشاف الأوراق التي تتناسب وسياسته الاستثمارية.

(2) أثناء المراجعة المستمرة لمحفظته⁵.

ويهدف التحليل المالي إلى:

✓ تحديد خصائص الأوراق المالية وذلك بتقدير كل من: معاملات حساسيتها، مردوديتها، خطرها.

¹ - عبد المجيد المهلبي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 25.

² - أنظر: نفس المرجع والصفحة.

³ - م. صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص: 60.

⁴ - نفس المرجع والصفحة.

⁵ - أنظر: هوارى سويسى، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، في: مجلة الباحث، مرجع سابق، ص: 107.

✓ محاولة اكتشاف الأوراق المالية التي أخطأ السوق في تقييمها (ذات الخلل السعري)، بمعنى البحث عن أي ورقة مالية تكون فيها تقديرات المحلل عن إيرادات الشركة في المستقبل وتوزيعاتها :

■ مختلفة بشكل كبير عن التقديرات التي توصل إليها مجمل المتعاملين (le consensus).

■ تعتبر أكثر قربا من القيم الحقيقية مقارنة مع التقديرات التي جرى الإجماع عليها.

■ لا تنعكس حاليا في السعر السوقي للورقة المالية، ولكنها ستنعكس حتما في المستقبل¹.

✓ متابعة إدارة الشركة لمنعها من اتخاذ قرارات والقيام بأعمال تؤثر سلبا على ثروة ومصالح مالكي الأسهم على غرار ما يحدث عند العرض العمومي للشراء * OPA.

✓ محاولة التغلب على السوق (Beating the market)².

نتيجة لكل ما سبق، تعتبر عملية التحليل محور العملية الاستثمارية ككل، ومحل اهتمام جميع المتعاملين في سوق المال، ولهذا السبب أيضا توجهت جهود الباحثين إلى إيجاد أساليب ناجعة للقيام بهذه العملية، وهذا ما سيكون محور نقاشنا في العنصر الموالي.

3. مداخل تقييم وتحليل الأوراق المالية

يلجأ المضاربون** والمستثمرون اليوم إلى طرق كثيرة في التحليل بغية معرفة الأسعار والقيم المستقبلية للأوراق المالية، فنجد مثلا أن البعض يلجأ إلى طرق بدائية وغير علمية كالاعتماد على الحدس، أو اللجوء إلى التنجيم،

¹ - أنظر: نفسه، ص: 61-62.

*- العرض العمومي للشراء أو ما يطلق عليه كذلك بعقوبة السوق (la sanction du marché) : هو عملية (ميكانيزم) تضمن تماشي أهداف مسيري المؤسسة مع أهداف المساهمين، فإذا افترضنا أن المؤسسة X تكتشف وجود مؤسسة مسيرة بشكل سيء، (معنى أن المديرين فيها قاموا باختيار استثمار يخفض من قيمة المؤسسة)، فإذا نجحت X في شراء ما يمكن من أسهم الشركة الأخرى ستتحكم فيها، وستقوم بتغيير طاقم المديرين الحالي بأخر أكثر كفاءة إضافة إلى إلغاء الاستثمار غير المريح، وهي لن تتحمل في سبيل قيامها بهذا أي تكاليف باستثناء تكاليف المعلومات التي أنفقتها لأجل اكتشاف هذه المؤسسة، ولهذا السبب، نجد أن العديد من المؤسسات في السوق قد تخصصت في عمليات OPA. وإجمالا يمكن القول أن OPA يوقف سوء التسيير سواء كان راجعا لسوء السياسة المختارة أو لجهل المسيرين أو لتعمدهم القيام بذلك. ولمزيد من الإطلاع أنظر :

- Zvi Bodie et Robert Merton, finance ,opcit , P : 18-19.

² - أنظر: م. صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص: 61-64.

**- يعتبر الكثيرون أن المضاربة (Speculation) كلمة مرادفة للمقامرة (Gambling) وهذا أمر خاطئ، المضاربة هي المتاجرة (بيعا أو شراء) توخيا للكسب في سبيل ما يتوقع من تقلب الأسعار في المستقبل، أما المقامرة فهي الشراء بناء على تخمين ما سيكون عليه السوق بالنسبة لسلمة ما دون أي دراسة بقصد الاستفادة من تغير الأسعار، ولذا فإن القمار هو كل لعب فيه مراهنه. ولعل أبرز فارق بينهما هو أن تحقيق الأرباح بالمضاربة دائما ما يكون نتيجة اتخاذ القرارات السليمة، أما القرارات الخاطئة فتعرض صاحبها للخسارة، أما في المقامرة فلا يكون لتصرفات الأشخاص أي أثر على نتيجة الرهان، كشرائه ورقة يا نصيب مثلا، ومن ناحية أخرى يصعب التفريق بين المضاربة والاستثمار، حيث أن المضاربة في

وهو ما اصطلح على تسميته بـ : (Astro finance)، وهناك من يلجأ إلى استعمال التحليل الكمي*، غير أن الأسلوبان أو المدخلان الأكثر شيوعا واستعمالا هما : التحليل الأساسي والتحليل الفني¹.

"وتمثل مداخل التحليل نظاما يحتوي على تقنيات تشخيص وتقييم الأوراق المالية المستهدفة (مدخل التحليل الأساسي) وتقنيات وأساليب دراسة حركة الأسعار لمعرفة واكتشاف نمط معين تسلكه في المستقبل القريب (مدخل التحليل الفني) قصد اتخاذ القرار المناسب"²، ولمزيد من الإيضاح نحاول التطرق فيما يلي باختصار لهذين المدخلين ثم المقارنة بينهما.

(1) التحليل الأساسي (L'analyse fondamentale)

يعرف التحليل الأساسي بأنه : "دراسة المعلومات الداخلية لسوق الأوراق المالية على حالتها"³، كما أن هذا المدخل "يعنى بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح والتدفقات المستقبلية للمؤسسة محل التحليل، ويرتكز هذا التحليل على فلسفة وأفكار مستمدة من نظريتي الاستثمار والتقييم، حيث يبدأ بمرحلة التشخيص من جمع وتحليل للمعلومات ليتم بعد ذلك في مرحلة ثانية قياس قيمة ما ستؤول إليه الأسهم"⁴.

ويقوم هذا التحليل على فلسفة مفادها أن لكل ورقة مالية قيمتان : قيمة بورصية أو سوقية (une valeur boursière) تتحدد وفقا لقوى العرض والطلب، وقيمة محورية أو حقيقية أو نظرية (une valeur intrinsèque, théorique) يتم حسابها وفقا لعدة نظريات ونماذج بحيث أن الفرق بين القيمتين هو الذي يحدد القرار الذي على المستثمر اتخاذه (شراء أم بيع)⁵.

واقع الأمر هي استثمار يتفاوت عائده المحقق عن العائد المتوقع منه، إذن ما يميز المضاربة عن الاستثمار هو اختلاف العائد الحقيقي عن العائد المتوقع في كل منهما، ويرى الباحثون أن المضاربة جائزة شرعا.

* - يتم التحليل الكمي بالاعتماد على الاقتصاد القياسي وذلك باستعمال برامج معقدة على الحاسب الآلي واللجوء إلى المصفوفات الرياضية لحساب المؤشرات الاقتصادية.

¹ - عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص : 31-32.

² - هواري سويسبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص : 160.

³ - م. صالح الخناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص : 102.

⁴ - هواري سويسبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص : 164.

⁵ - Voir : Yann STuTZmann, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale : deux outils de dissection de sociétés, Application pratique aux titre du SMI, Travail de diplôme, Mars 2001, P : 27.

فإذن : من خلال تسمية هذا المدخل نجد أن القيمة الحقيقية تتحد بناء على العوامل الأساسية للمؤسسة المصدرة للورقة المالية إضافة إلى قطاعها ومحيطها الاقتصادي وتأثير ذلك على تدفقاتها المستقبلية وعلى معدل المردودية والمخاطرة المرتبطين بها¹.

ينتهج أصحاب هذا المدخل أي الأساسيون (Les fundamentalistes) منهجية متسلسلة في تحليل وتقييم الأوراق المالية بغية الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة محل الدراسة، حيث يقومون أولا بعملية جمع المعلومات وتشخيص كل الظروف التي تساعد على التنبؤ بخصائص الورقة أي : التدفقات المستقبلية (معدل المردودية والمخاطرة) تليها عملية تقييم للوصول أخيرا إلى القيمة الحقيقية ومن ثم اتخاذ القرار المناسب، إذن نلاحظ بأن المرحلة الأولى تستغرق وقتا أطول وجهدا أكبر نظرا لحساسيتها وتأثير مخرجاتها بشكل أساسي على عملية التقييم ومن ثم القيمة الحقيقية للورقة المالية².

حيث يتم في هذه المرحلة الأولى تحليل وتشخيص المعلومات والعوامل الآتية :

- تحليل العوامل الكلية للاقتصاد (la macroéconomie).
- تحليل العوامل المرتبطة بالقطاع المستهدف الذي تنشط فيه المؤسسة (le secteur).
- تحليل العوامل المرتبطة مباشرة بالمؤسسة (l'entreprise) *.

أما المرحلة الموالية وهي مرحلة التقييم فإنها تتم باستعمال إحدى الطرق المتواجدة في هذا الشأن³، حيث نجد أن المحلل ينكب أساسا على دراسة التقارير السنوية والقوائم المالية للمؤسسة ثم يتبع ثلاث خطوات :

(1) تقدير التدفقات المستقبلية.

(2) تحديد معدل الاستحداث (الخصم) الذي سيتم تطبيقه في عملية استحداث التدفقات، ومن ثم الوصول إلى القيمة الحقيقية.

¹ - أنظر : هواري سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، في : مجلة الباحث، ص : 109.

² - هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص : 164.

* - يطلق على هذا الأسلوب اسم : التحليل من الأعلى إلى الأسفل (L'approche Top-Down) أو التحليل من الكل إلى الجزء، وفي الوسع أيضا التحليل بإتباع الأسلوب المعاكس، أي التحليل من الأسفل إلى الأعلى.

³ - لمزيد من الاطلاع، أنظر :

- هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص : 164-184.

(3) المقارنة بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية¹، ومن ثم اتخاذ القرار المناسب^{**}.

إذن : بناء على ما سبق نلاحظ بأن التحليل الأساسي يهدف إلى اكتشاف الأوراق المالية المقيمة بغير قيمتها الحقيقية وإلى اكتشاف فرص الشراء والبيع، إذن فهو يجيب أساسا على السؤال التالي : أية ورقة مالية ينبغي على المستثمر القيام بشرائها ؟

في مقابل التحليل الأساسي نجد أن المدخل الآخر الأكثر شيوعا هو مدخل : التحليل الفني.

(2) التحليل الفني (L'analyse technique)

تم التطرق إلى موضوع التحليل الفني في كثير من الكتب والمؤلفات، ولذا سنحاول الاكتفاء بسرد ثلاثة تعاريف شاملة لهذا المدخل :

■ يعرفه "جون مورفي" (John Murphy) بكونه : "دراسة حركة السوق بالاعتماد على الرسوم البيانية وذلك بغية التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلا"².

■ ويعرفه "عبد المجيد المهيلمي" نقلا عن "إدوارد" و "ماججي" بأنه : "دراسة حركة السوق وليس السلع والبضائع المتداولة به، والتحليل الفني هو علم رصد وتسجيل -عادة في شكل بياني- جميع المعلومات الخاصة بالتداول (السعر، حجم التداول، تاريخ التداول...الخ) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة"³.

¹- Voir : Yann STuTZmann, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale, Op.Cit P : 27.

^{**} - نشير إلى أن هذه هي مراحل التقييم وفق نماذج استحداث توزيعات الأرباح (Dividend Discount Model) DDM، حيث هناك اتجاه آخر للتقييم يتم باستخدام النسب التي من أشهرها :

PER : مضاعف السعر إلى العائد (Price Earning Ratio)، **ROE** : معدل المردودية المالية (Return On Equity)، **EPS** : ربح السهم (Earning Per Share). ولزبد من التفصيل، أنظر :

- هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص ص : 180-184.

- Yann STuTZmann, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale, Op.Cit ,PP : 31-37.

² - John Murphy , L'analyse technique des marchés financiers, Traduit de l'américain par : P.Stokowski et A.Dublanc, Valor Editions, Hendaye, 2003, P : 01.

³ - عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص : 47.

■ ويعرفه "محمد صالح الحناوي" بكونه عملية تهدف إلى : "تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم، إذن فحركة الأسعار في الماضي وفقا لهذا المدخل تعد مؤشرا يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها المستقبلية"¹.

إذن نستشف من هذه التعاريف الثلاثة أن التحليل الفني يهدف أساسا إلى اكتشاف الوقت الأنسب (the Timing) لشراء أو بيع ورقة مالية².

وكما أشرنا سابقا إلى أنه يطلق على مستعملي التحليل الأساسي اسم "الأساسيون"، نجد أن هناك العديد من التسميات التي تطلق على من يطبق التحليل الفني نذكر منها : المحلل الفني (Analyste Technique) مستعمل الرسوم البيانية (Chartiste)، محلل السوق، المحلل البصري (Analyste Visuel)، فحتى سنوات الثمانينات كان التحليل الفني يتم أساسا بالاعتماد على الرسوم البيانية مما أدى إلى الخلط في استعمال مفردتي التحليل الفني والتحليل بالاعتماد على الرسوم البيانية، حتى أن البعض يعتقد أنهما مترادفتان، وهذا ليس غريبا على اعتبار أن التحليل باستعمال الرسوم البيانية يشكل أساس التحليل الفني، إذ من المستحيل التنبؤ دون الاعتماد على رسوم بيانية³، وعادة ما يتم التمييز بين فئتين من المحللين الفنيين :

1. مستعملي الرسوم البيانية (Chartiste ou Analystes Graphique)*

يستعملون الرسوم البيانية باعتبارها أهم أداة بحوزتهم، وقد يلجؤون بشكل ثانوي إلى استعمال بعض الطرق الكمية، والاعتماد على الرسوم البيانية تشوبه الذاتية كونه يرتبط بقدرات كل محلل على اكتشاف وفهم الاتجاهات السعريّة، ولذا يقال عادة "فن استعمال وقراءة الرسوم البيانية (L'art du charting).

2. المحلل الفني الإحصائي (الكمي) (Le Staticien Technique, ou Quantitatif)

¹ - م. صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص: 139.

² - Voir : Y. Yann STuTZmann, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale, Op.Cit P : 06.

³ - Voir : Laurent Thiaville, Connaître l'analyse technique : Pour comprendre les graphique en bourse, Edition le journal des finances, Paris, 2002, P : 24.

* - نشير بأن تسمية Chartiste مشتقة من الكلمة الإنجليزية Chart والتي يقصد بها "رسم بياني (Graphique)"، ونجد في اللغة الفرنسية كلا التسميتين : Chartiste وهي كلمة مقترضة من اللغة الإنجليزية، وكلمة Analyste Graphique وهي الترجمة التي يفضل العديد من المحافظين في اللغة الفرنسية استعمالها عوضا عن المفردة الإنجليزية، وكلا المفردتين تشير إلى التحليل بالاعتماد على الرسوم البيانية.

ينطلق من الأدوات الذاتية المستعملة لدى الفئة الأولى، ويقوم باختبارها وتطويرها للوصول إلى أنظمة تداول آلية [باستعمال الإعلام الآلي] تحدد بشكل آلي الوقت المناسب للشراء أو البيع، ويكمن الهدف من ورائها في تقليص أثر العامل البشري والذاتي في عملية التداول إضافة إلى إضفاء صبغة علمية عليها.

أخيرا وللتمييز بين الفئتين يمكن القول أن كل مستعمل للرسوم البيانية (un chartiste) هو محلل فني (un technicien)، غير أن كل محلل فني لا يستعمل بالضرورة الرسوم البيانية¹.

ويرتكز التحليل الفني على ثلاثة أسس محورية تشكل الدعائم الرئيسية في فلسفته هي :

1. السوق يأخذ كل شيء في الاعتبار

يعتقد المحلل الفني بأن حركة الأسعار* في السوق تعكس في أية لحظة كل ما من شأنه التأثير على قيمة الأصل، سواء تعلق الأمر بعوامل أساسية، سياسية... الخ، أما الميزة الأهم لهذا التحليل هو اعتقاده بأن الأسعار تعكس أيضا نفسية المستثمرين²، كما يعتقد المحلل الفني أيضا بأنه لا بد من أن تعكس حركة الأسعار تطور العناصر المكونة لقوى العرض والطلب، فالسعر يرتفع إذا كان الطلب أكبر من العرض وينخفض في الحالة العكسية، وعلى هذا فإن ارتفاع السعر يعني وجود اتجاه صعودي للعوامل الأساسية، والعكس.

إذن نستنتج بأن المحلل الفني يقوم أيضا بدراسة العوامل الأساسية بطريقة غير مباشرة، فهو يعتقد أيضا بأن العوامل الأساسية للاقتصاد هي ما يتحكم في قوى العرض والطلب، وهي التي تجعل السوق صعوديا أو هبوطيا

¹ - Voir : J. Murphy , L'analyse technique des marchés financiers, Op.Cit ,P : 12-13.

* - يستعمل تعبير "حركة الأسعار" (L'action des Prix) عادة للدلالة على حركة السوق (L'action de marché)، غير أن المحللين الفنيين يلحظون في الواقع إلى ملاحظة عناصر أخرى إلى جانب السعر كالحجم والوضعية المفتوحة (la position ouverte) والتي يقصد بها العدد الإجمالي للعقود المستقبلية التي لم يحن موعد (أجل) استحقاقها عند نهاية جلسة التداول، إذن هو مصطلح خاص بأسواق العقود المستقبلية والخيارات. إذن عموما يعتبر مصطلح "حركة السوق" أشمل من "حركة الأسعار" لأنه يشمل جميع العناصر التي يقوم المحللون بمراقبتها.

² - Voir : Y. Yann STuTZmann, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale, Op.Cit ,P : 06.

وليست المنحنيات والرسوم البيانية، غير أن المحلل الفني لا يهتم بمعرفة الأسباب الكامنة وراء حركة الأسعار وإنما يركز على دراسة تطورها من خلال المنحنيات والرسوم البيانية محاولا بذلك استنتاج السوق لمعرفة الاتجاهات التي سيسلكها¹، ولمزيد من الإيضاح أنظر الشكل الموالي :

الشكل رقم (02-13) : السوق يأخذ كل شيء في الاعتبار



2. يتبع السوق اتجاهات معينة يستغرق تغييرها فترة من الزمن

يهدف الرسم البياني للأسعار أساسا إلى التعرف إلى الاتجاهات التي تسلكها، والوقوف في أسرع وقت ممكن على أية إشارة تنبئ باحتمال تغير مسارها². و يعود الاعتقاد بوجود الاتجاهات السعرية* إلى قانون الحركة الأول الذي وضعه عالم الفيزياء "إسحاق نيوتن" والذي ينص على أن : "كل جسم يحتفظ بحالته من سكون أو حركة مستقيمة منتظمة ما لم تؤثر عليه قوة خارجية تغير حالته"، وعلى هذا فإن احتمال استمرار الاتجاه السعري أكبر من احتمال تغيره [أو أنه يستمر حتى يتغير]³.

3. التاريخ يعيد نفسه

¹ - Voir : J. Murphy , L'analyse technique des marchés financiers, Op.Cit ,P : 02-03.

² - عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص : 34.

* - يقصد بالاتجاه السعري (La tendance) المسار الذي تسلكه الأسعار خلال فترة زمنية معينة، إذ قد تسلك أحد الاتجاهات الثلاثة التالية :

- صعودي (صاعد) : (ascendant, ascending) / هبوطي (نازل) : (descendant, descending) / جانبي (أفقي) : (latéraux, sideways)، ومن النادر أن يسلك السوق في حركته مسارا مستقيما إذ غالبا ما تتبع الأسعار مسارا متعرجا (ZigZags) يأخذ شكل تموجات، فالإتجاه السعري إذن هو الإتجاه الذي تسلكه تلك التموجات.

³ - Voir : J. Murphy , L'analyse technique des marchés financiers, Op.Cit ,P : 04-05.

تكمن معرفة المستقبل في معرفة الماضي¹، ولذا يقوم التحليل الفني على قراءة التاريخ لاستشراف المستقبل وذلك بتسجيل التسلسل التاريخي للأسعار ومختلف البيانات الأخرى في شكل بياني ثم القيام بتحليلها لبناء التوقعات المستقبلية بنجاح كبير نسبياً².

إذن نلاحظ مما سبق، أن التحليل الفني لا يقوم على أية نظرية اقتصادية، فظهوره فرضه الواقع العملي بعد أن تم اكتشاف وجود اتجاهات سعرية عند ملاحظة حركة الأسعار في البورصة، ظهرت في الماضي وتميل إلى معاودة الظهور في المستقبل، ولهذا الغرض تم ابتكار مجموعة كبيرة من الأدوات -استناداً إلى هذا الاعتقاد- تساعد المهنيين على اكتشاف سريع لهذه الأنماط. ولذا يمكن القول، أنه أقرب إلى الميدان المهني منه إلى الجانب النظري، والدليل على هذا أن في وسع الجميع تعلمه وإتقانه من خلال الممارسة، وهذا ما يقودنا إلى التساؤل عما إذا كان هذا التحليل علماً أو فناً؟

إن التحليل الفني هو علم، لكنه ليس علماً دقيقاً، شأنه في ذلك شأن جميع العلوم الإنسانية التي تدرس تصرفات المجموعة البشرية، كما أنه جزء من علم الاقتصاد، وهذا الأخير لا يعتبر علماً دقيقاً لأن موضوعه الإنسان كما قال "جورج سوروز، George Soros" (1998)، والإنسان كائن ذاتي وكل علم دقيق لا بد وأن يتمتع بالموضوعية، لذا لا يمكن اعتبار الاقتصاد علماً دقيقاً³. والأمر سيان عند الحديث عن التحليل الفني، لأن ميول الناس وأهواءهم وتصرفاتهم العقلانية، وفي كثير من الأحيان غير العقلانية هي التي تصنع حركة السوق. ويقول "ريتشارد ويكوف" في هذا الصدد: "ليس التحليل الفني للأوراق المالية علماً دقيقاً ذلك أن أسعار الأسهم مصنوعة من آراء الناس وأهوائهم"⁴، وبالتالي نتفق على أن التحليل الفني ورغم ما يوظفه من طرق وصيغ إحصائية ورياضية ليس علماً دقيقاً، إضافة إلى أن إشكالا آخر يطرح على مستوى المعطيات التي تم الاعتماد عليها عند رسم الأشكال البيانية والتي من المؤكد أنها تأثرت بجوانب نفسية*.

ومن جهة أخرى، يمكن اعتبار التحليل الفني فناً، لأن قراءة الرسوم والأشكال البيانية تتطلب حدساً وموهبة خاصة تختلف من محلل لآخر⁵.

¹ - Voir : Y. Yann STuTZmann, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale, Op.Cit P : 06.

² - أنظر: عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص : 34-35.

³ - Voir : George Soros, L'Alchimie de la finance, Traduit par Antoine Dublanc et Stéphan WRobel, Valor Editions, Paris, 1998, P : 39-40.

⁴ - نقلاً عن : عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص : 36.

*- يمكن أن نوضح كيفية تأثير العوامل النفسية على جمع المعطيات من خلال الاستناد إلى انحراف سلوكي سبق وأن أشرنا له في الفصل الأول ألا وهو امتلاك ذاكرة انتقائية ووجود نفور إدراكي يجعل الفرد يميل إلى إقصاء وإبعاد الوقائع المخالفة لمعتقداته والتمسك بما يناسبها ويتمشى معها.

⁵ - أنظر: نفسه، ص : 48.

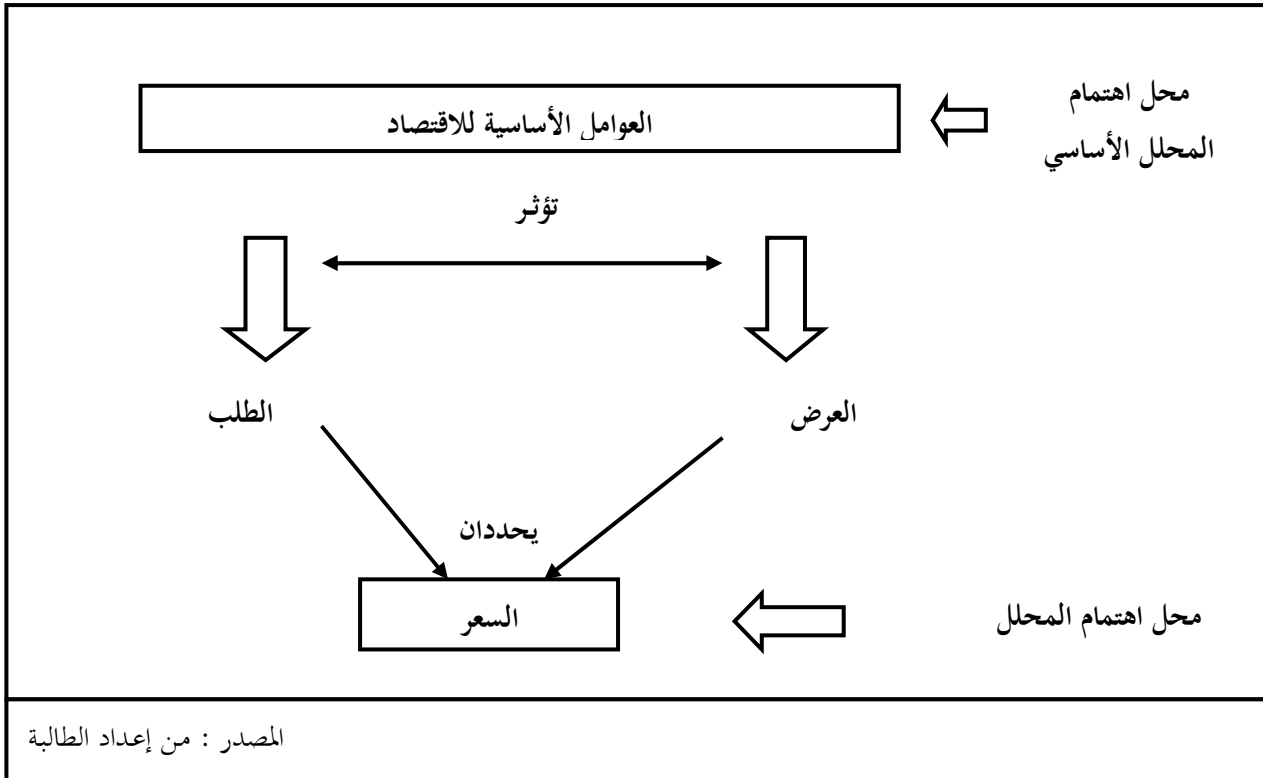
يساعدنا هذا العرض الوجيز لهذين المدخلين على إجراء مقارنة بسيطة بينهما من عدة نواحي بالاعتماد على ما أشرنا إليه عند الحديث عن كل منهما، وهذه المقارنة ستشكل موضوع العنصر الموالي.

(3) المقارنة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

نحاول من خلال النقاط الموالية الإشارة إلى الفروق الجوهرية بين هذين التحليلين، لمعرفة أيهما أنسب للاستعمال في ظل التحليل السلوكي.

❖ من حيث محور اهتمام كل منهما : نلاحظ بأن التحليل الفني يهتم بدراسة حركة السوق، في حين يولي المحلل الأساسي اهتمامه إلى كل من العوامل الاقتصادية المؤثرة على قوى العرض والطلب المتحركة في السعر. فهو يأخذ في الاعتبار كل ماله تأثير على السعر بهدف الوصول إلى تحديد القيمة المحورية¹، وهذا ما يمكن إظهاره من خلال الشكل التوضيحي التالي :

الشكل رقم (02-14) : محور اهتمام كل مدخل



إذن يسعى كلا المحللان إلى هدف واحد هو معرفة اتجاه الأسعار، إلا أن كلا منها يسلك سبيلا مختلفا فالأساسيون يدرسون السبب وراء حركة السوق، أما الفنيون فيهتمون بنتيجة هذه التحركات منعكسة في السعر، إذ يشكل كل ما يجب معرفته بالنسبة لهم (لا داعي للبحث عن الأسباب وراء الوصول إلى هذا السعر)، وعلى هذا يمكن القول أن الفنيين يهتمون بالنتيجة، في حين يهتم الأساسيون بالسبب¹.

❖ من حيث السؤال الذي يطرحه كل منها : يطرح المحلل الأساسي السؤال الآتي : "لماذا تحرك السعر في اتجاه معين؟" في حين يطرح المحلل الفني أسئلة عدة هي : ماذا بعد ؟ إلى أين ؟ إلى متى ؟ وباعتبار أن المحلل الفني يهتم بتوقيت الشراء والبيع كون التوقيت (Timing) هو أحد أهم عناصر العملية الاستثمارية، نجد أنه يطرح عدة أسئلة تتعلق بالتوقيت على غرار : متى تشتري ؟ متى تبيع ؟ متى تدخل السوق ؟ أما المحلل الأساسي فيجيب على سؤال جوهري واحد هو : أية ورقة ينبغي على المستثمر القيام بشرائها² ؟

❖ من حيث الطريقة التي ينتهجها كل منهما : يسعى كل تحليل بطريقته الخاصة إلى دراسة قوى العرض والطلب، فالتحليل الأساسي يصب اهتمامه على دراسة القوائم المالية (الميزانية، جدول حسابات النتائج...) للشركة³، أي يقوم بتشخيص وفحص شامل لوضعية الشركة ووظائفها، مما يمكنه من تتبع وتوقع أدائها الاقتصادي وفهم سلوك أسهمها، ناهيك عن تقدير التدفق النقدي والمخاطرة المرتبطة بهذه الأسهم⁴، أما التحليل الفني فكل ما يهمه هو حركة الأسعار في السوق باعتبار أنها تعكس جميع المعلومات سواء كانت معلنة أم لا، فالرسم البياني لا يحتوي فقط على المعلومات الاقتصادية الأساسية، بل أيضا كل ما يقال عن الموضوع من آراء وتعليقات، وكل ما يطلق من إشاعات وروايات سواء كانت صحيحة أم لا، فدراسة الرسم البياني تشكل طريقا مختصرة لدراسة أساسيات السوق ولذا يقال عادة : (everything is in the chart).

¹ - Voir : Ibid, P : 06.

² - Voir : Y. Yann STuTZmann, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale Op.Cit P : 06.

³ - أنظر: عبد الحميد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص : 37.

⁴ - أنظر : هواري سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، في : مجلة الباحث ، ص : 110.

- ❖ من حيث العلاقة بنفسية المستثمرين : نجد أن التحليل الفني يهتم بدراسة سيكولوجية المتعاملين في سوق المال ونفسياتهم باعتبار أن كثيرا من قرارات التداول تبنى على اختيارات نفسية بالدرجة الأولى، كما أن حركة الأسعار تحكمها تطلعات المستثمرين وتوقعاتهم، أطماع المضاربين وعواطفهم، وآمال ومخاوف كافة المتعاملين في السوق، وفي المقابل في وسعنا ملاحظة أن التحليل الأساسي يعتمد على تحليلات علمية وحسابات دقيقة.
- ❖ يؤمن التحليل الأساسي بنظرية السير العشوائي للأسعار*، في حين لا يعتقد بها المحلل الفني لأن الأسعار بالنسبة له تتحرك في اتجاهات تميل إلى الاستمرار في مسارها إلى حين حدوث تغيرات في ميزان العرض والطلب¹.
- ❖ لا يميل المحلل الفني أبدا على السوق حركته، وإنما يترك له عملية إرشاده إلى مسار الأسعار، فظهور شكل معين في الرسم البياني للأسعار يرجح سيرها في اتجاه معين مستقبلا، وفي المقابل يقوم المحلل الأساسي بحساب القيمة العادلة** لسهم ما ويتوقع من السوق أن يتحرك نحوها ثم يتوقف².
- ❖ نلاحظ أيضا أن للمحلل الفني نظرة خلفية فهو يهتم بماضي الأسعار، أما المحلل الأساسي فله نظرة مستقبلية إذ يبحث عن تحديد التدفقات المستقبلية لأجل حساب القيمة المحورية.
- ❖ من حيث مصدر المعلومات : بالنسبة للمحلل الأساسي هي المؤسسة المصدرة الورقة المالية ومحيطها الخارجي (القطاع، الاقتصاد الكلي وحتى الاقتصاد العالمي)، وبالنسبة للمحلل الفني هو السوق.
- ❖ يمكن للجميع تعلم التحليل الفني نظرا لسهولة طرقه وأدواته، إذ يكفي استيعاب فلسفة هذا التحليل ومعرفة أدواته مع الالتزام بالممارسة أيضا³، ولهذا هناك من يعتبره عملا مهنيا صرفا عكس التحليل الأساسي الذي يتطلب الإلمام بنظرية الاستثمار وبطرق التقييم، كما يتميز بنوع من البطء وارتفاع التكاليف مقارنة بالتحليل الفني⁴.
- ❖ يتم استعمال التحليل الأساسي عادة في المدى الطويل، في حين يمكن استعمال التحليل الفني في المدى القصير والمتوسط والطويل أيضا (على وحدات زمنية مختلفة).

* - أنظر : الفصل الأول، المبحث الأول.

¹ - أنظر: عبد المجيد المهلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص : 38.

** - يقصد بالقيمة العادلة هنا القيمة المحورية (la valeur intrinsèque).

² - أنظر : نفس المرجع والصفحة.

³ - Voir : L.Thiaville, Connaître l'analyse technique, Op.Cit , P : 16.

⁴ - أنظر : هواري سوسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق ، ص : 171.

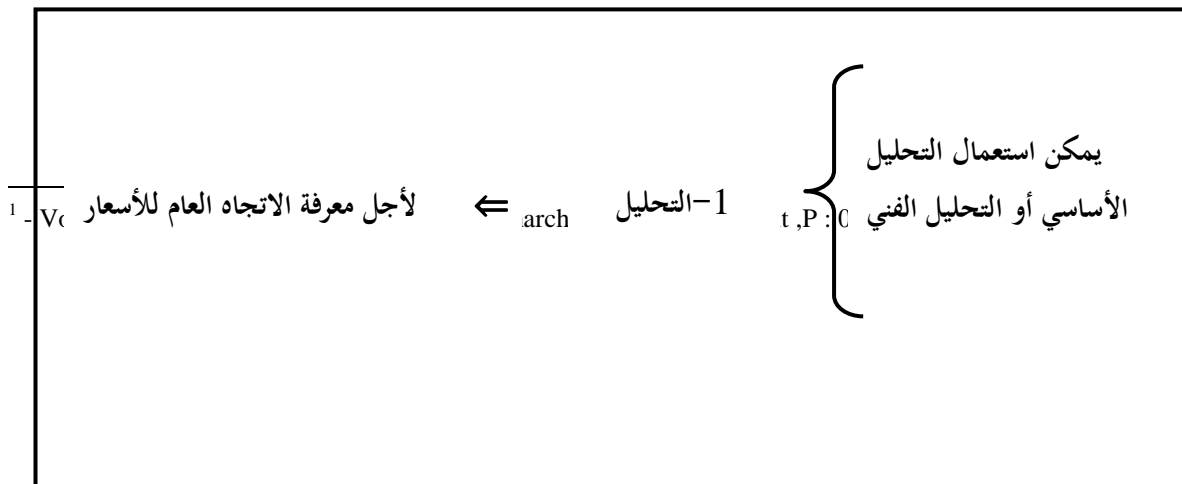
❖ من حيث المرونة : يكون المحلل الأساسي مجبرا على التخصص في سوق واحدة بفعل الكم الهائل من المعلومات التي لا بد عليه تحليلها، في حين أن في وسع المحلل الفني اختيار السوق التي يشاء، ويركز كل جهده وطاقته لتحليلها (عادة يختار الأسواق التي تظهر فيها اتجاهات سعرية (une forte directionnalité)). كما في وسعه تتبع الفرصة عند انتقالها من سوق لأخرى (فعادة لا تشهد الأسواق جميعها اتجاهات سعرية في نفس الوقت) وهذه القدرة على تحليل الأسواق والانتقال فيما بينها تمنحه رؤية شاملة وأكثر وضوحا ناهيك عن إدراك العلاقات الاقتصادية فيما بينها.

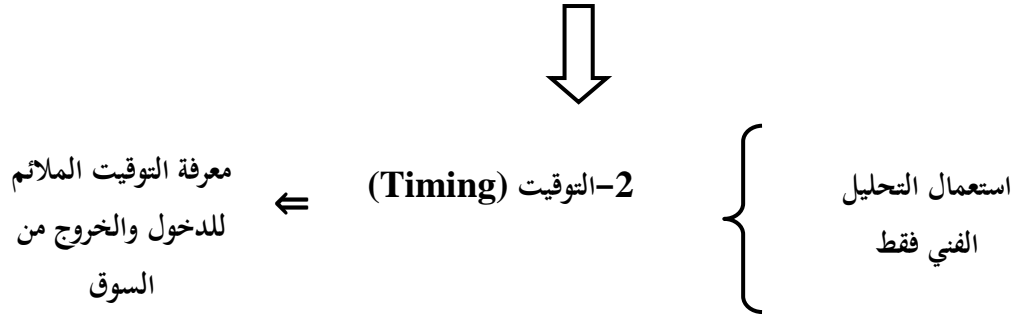
يبقى السؤال أخيرا عن أي التحليلين أنسب للاستعمال ؟ بالعودة إلى الواقع العلمي نجد أن كثيرا من المحللين الأساسيين هم على إطلاع بقواعد التحليل الفني والشيء ذاته بالنسبة للمحللين الفنيين، لكن الإشكال غالبا ما يقع عند وجود تناقض بين تحليل العوامل الأساسية وقراءة الرسوم البيانية، وهذا ما يحدث عادة عند بداية الاتجاه السعري أين لا يستطيع المحلل الأساسي الوقوف على سبب بداية هذا الاتجاه السعري، وقد يفسر هذا بأن الأسعار تسبق في حركتها العوامل الأساسية، فهي تتحرك وفقا لعوامل أساسية قد تكون مجهولة في ذلك الوقت ولا تلبث أن تتضح فيما بعد وعندها يكون الاتجاه السعري قد تشكل. ولهذا نرى بأن المحلل الفني يشعر بالاطمئنان حين يرى تناقضا بين حركة الأسعار وبين ما تشير إليه العوامل الأساسية، فهو يدرك أن السبب وراء هذه التحركات سرعان ما سيتضح، ولذا فهو يتمتع بالسبق.

إذن بالعودة إلى مبادئ التحليل الفني نستطيع أن نفهم مدى اقتناع أصحابه به، فإذا كان لابد للمتعاملين من الاختيار بين أحد المنظورين فسيكون التحليل الفني هو الخيار المنطقي طبعاً، لأنه كما أشرنا سابقا يتضمن التحليل الأساسي، فقراءة البيانات مباشرة تعني عن تحليل الأساسيات من جديد، ولهذا يقول "جون مورفي" في كتابه "التحليل الفني للأسواق المالية" : "إنه من الممكن التعامل في سوق المال بالاعتماد على التحليل الفني، غير أنني أشك في مقدرة أي شخص على القيام بهذا بالاعتماد على التحليل الأساسي وحده"¹.

وفيما يلي رسم بياني يوضح موقع كل تحليل في عملية اتخاذ القرار :

الشكل رقم (02-15) : موقع كل تحليل في عملية اتخاذ القرار





المصدر : من إعداد الطالبة

إذن أخيرا نشير إلى أن لكل أسلوب أهميته ودواعي استعماله، غير أن الشكل السابق يؤكد بالفعل رؤية أنصار التحليل الفني، إذ يتضح لنا جليا أنه لا مفر من الاعتماد عليه في عملية اتخاذ القرار السابقة، فحتى لو تم استعمال التحليل الأساسي في مرحلة التحليل يبقى اللجوء إلى التحليل الفني ضروريا لتحديد الوقت الأنسب للشراء والبيع، ونظرا لعلمنا بأن غالبية المتعاملين في سوق المال ليسوا مختصين ماليين يبقى أن نقول أنه يستحسن اللجوء إلى التحليل الفني أولا لاكتشاف نطاق الدراسة، ثم استعمال التحليل الأساسي على العينة المختارة.

إن المقارنة السابقة بين المدخلين تكشف بوضوح عن أيهما أقرب للاتجاه السلوكي، فالتحليل الأساسي يقوم على نظرية الاستثمار والتقييم ويعتمد على طرق رياضية للوصول إلى القيمة الحقيقية، في حين أن التحليل الفني يحاول اكتشاف الاتجاهات السعرية من خلال قراءة السوق ونفسيات المتعاملين فيه لاعتقاده بأن للعوامل النفسية أثرا بالغا في تشكل الاتجاهات السعرية وانعكاسها، ولهذا السبب نجد أن هناك اعتقاد سائد مسبقا بأن التحليل الفني هو أداة سلوكية في التقييم حتى لو سبق ظهوره ظهور النظرية المالية السلوكية بكثير، فما مدى صحة هذا الاعتقاد؟

هذا ما سنحاول اكتشافه في الجزء الموالي، من خلال البحث أولا عن العلاقة بين المالية السلوكية والتحليل الفني، ثم ننتقل بهذا البحث إلى النظريات الأساسية في التحليل الفني بالتركيز أولا على نظرية "داو" ثم المرور على غيرها من النظريات التي ساهمت في بلورة فلسفة هذا التحليل.

4. التحليل الفني كأداة للتقييم والتحليل في ظل النظرية السلوكية

سلك البحث الأكاديمي بداية من سنوات الثمانينات من القرن الماضي اتجاهها جديدا في البحث، ألا وهو الاتجاه السلوكي الذي يعتقد بوجود ارتباط بين الجانب النفسي وعملية تشكل الأسعار في سوق المال، وهذا ما يتوافق إلى حد ما مع فلسفة التحليل الفني، مما يدفعنا إلى التساؤل عن العلاقة بينهما.

(1) العلاقة بين التحليل الفني والمالية السلوكية

شكلت "النظرية الاستشرافية" المقدمة عام 1979 من طرف "كامان" و "تفرسكي" النواة الأولى للبحث في الميدان السلوكي والذي أدى إلى ظهور ما أصبح يعرف بـ "المالية السلوكية" على يد كل من "دوبونت" و "تالر" (1986). وقد بدأ هذا الاتجاه بالتبلور وتنازلت الأعمال والأبحاث فيه، خاصة فيما يتعلق بمالية الأسواق. مما أدى إلى ظهور "نظرية سلوكية في بناء المحفظة" على يد كل من "شيفرين" و "ستايمتن" عام 2000.

نلاحظ إذن بأن المالية السلوكية تحاكي في تطورها النظرية التقليدية، فانطلاقا من نقد هذه النظرية ونماذجها وكشف الاختلالات التي تشهدها عند التطبيق، تم استبدالها بنماذج أخرى أكثر تماشيا مع الواقع ومع حاجة المتعاملين في سوق المال، فكانت لدينا النظرية الاستشرافية كبديل لنظرية المنفعة المتوقعة لكل من "جون نيومان" و "مورغنسترن"، ثم النظرية المالية السلوكية عوضا عن نظرية الكفاءة، ثم بالتخصص أكثر في ميدان بناء المحفظة، تمت محاولة استبدال تحليل "ماركوفيتز" بنظرية سلوكية في بناء المحفظة.

وعند الحديث عن بناء المحفظة، يتبادر إلى أذهاننا مباشرة تقييم الأوراق المالية لأجل اختيار مكونات هذه المحفظة، فإلى ماذا توصلت النظرية المالية السلوكية في هذا الصدد؟ وهل جاءت بأسلوب جديد في تقييم الأوراق المالية؟

عند البحث عن إجابة لهذا السؤال، لاحظنا بأن البحث في المالية السلوكية قد توقف لغاية الآن عند بناء المحفظة، وعند نموذج "ستايمتن" و "شيفرين"، ولم يتم اقتراح أي مدخل جديد لتقييم وتحليل الأوراق المالية ينافس المدخلان الشائعان حاليا. وقد يفسر هذا، بأنه لا ضرورة للبحث باعتبار وجود مدخل سلوكي لتقييم الأوراق المالية، إذ يرى كثير من الباحثين بأن نموذج تقييم الأوراق المالية في ظل النظرية السلوكية لا يمكن أن يكون إلا "التحليل الفني". ولهذا السبب اخترناه في بحثنا لأنه يعد أنسب مدخل للاتجاه السلوكي، ولإثبات هذا نقارن بين خلفية كل من التحليل الفني والمالية السلوكية.

تعد المالية السلوكية نظرية براغماتية تنطلق من ملاحظة الواقع أولاً ثم تقوم بالتأسيس النظري، وكما سبق وأن أثبتنا أن البحث في الميدان السلوكي ليس حديث العهد في المالية فلطالما وجدت محاولات لوصف السلوكيات غير العقلانية في سوق المال. وفي محاولة لوصف عمل الأسواق من خلال توضيح هذا البعد النفسي قام " تشارلز هنري داو" (Charles Henry Dow, 1851-1902) في نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين بنشر أفكاره في الافتتاحيات التي كان يكتبها في مجلة وال ستريت* (وهي مجلة اقتصادية متخصصة**)، والتي حاول من خلالها توضيح العلاقة بين الجانب النفسي وتشكل الأسعار في سوق المال، وقد شكلت هذه المقالات فيما بعد*** ما أصبح يعرف بنظرية "داو" التي يرى الكثير من الباحثين أنها تشكل الدعامة الأساسية للتحليل الفني¹. إذن ظهر التحليل الفني كاستجابة لحاجة المتعاملين في سوق المال إلى أدوات تساعدهم على اكتشاف اتجاه الأسعار، وعلى معرفة التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري. وعلى هذا فظهوره قد سبق ظهور المالية السلوكية بكثير، وهذا قد يعزز الرأي الذي يعتقد بأنه يمثل الاتجاه السلوكي في تقييم الأوراق المالية، على اعتبار أن ظهور الأداة في البحث البراغماتي يسبق ظهور النظرية.

هذا من حيث ظهور كل منها، أما من حيث الفلسفة، فنلاحظ تشابهاً كبيراً بين فلسفة التحليل الفني والمالية السلوكية، إذ يلجأ كل منها إلى علم النفس بسبب اعتقاده في الأثر البالغ الذي يلعبه الجانب النفسي في تفسير سلوكيات المتعاملين في السوق، وفي عملية تشكل الأسعار. فالتحليل الفني يقوم بمراقبة الأسعار لاعتقاده بأن كل شيء منعكس فيها، ثم يحاول أولاً اكتشاف وجود اتجاه سعري وتحديد الوقت المناسب للاستثمار، ثم اكتشاف لحظة انعكاس هذا الاتجاه السعري من خلال فهم نفسيات المتعاملين وسلوكياتهم، وهذا ما يسلط الضوء على فرق جوهري بينهما حسب اعتقاد البعض، فبالرغم من لجوء كليهما إلى الجانب النفسي، فإن التحليل الفني يحاول من وراء ذلك التنبؤ مما يعكس اعتقاده بعقلانية كل من السوق والمتعاملين فيه كونهم يقومون بالتصرفات ذاتها في نفس المواقف، في حين أن المالية السلوكية تحاول فهم وتفسير التشوهات الملحوظة في سوق المال مما يعكس عدم اعتقادها برشادة السوق والأفراد. غير أننا لا نعتقد كثيراً في أن هذا الفرق قد يحول دون اعتبار التحليل الفني أداة

* - وال ستريت (wall street) : يطلق هذا الاسم على شارع المال الشهير بمدينة نيويورك أين تتواجد كل من بورصة نيويورك للأوراق المالية وبورصات القطن والسكر والقهوة والكافكاو وغيرها، إضافة إلى البنوك الاستثمارية العالمية والمراكز الرئيسية للعديد من البنوك التجارية، وشركات التأمين وشركات السمسرة الدولية، وتعود تسميته إلى الخائط الترابي الذي بناه المستوطنون الهولنديون عام 1653 لصد هجوم متوقع من الإنجليز.

** - يعد "تشارلز داو" مؤسس مجلة "وال ستريت" (Wall street journal) بالاشتراك مع "إيدي جونز"، كما نشر في 03 جويلية 1884 أول مؤشر لحركة الأسعار والذي يعد صورة أولى لأشهر مؤشر في أسواق المال "مؤشر داو جونز الصناعي" (Dow Jones Industrial Average) (DJIA) الذي يعد أبسط أداة قياس يستخدمها كافة المتعاملين لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية الأمريكية حيث يعكس صورة واضحة أمام المستثمر العادي عما يحدث في السوق.

*** - لم يؤلف "تشارلز داو" أي كتاب حول هذه النظرية، باستثناء بعض المقالات التي كان ينشرها في مجلة "وال ستريت"، وفي السنة التي تلت وفاته (1903) قام "نيلسون" (S.A.Nelson) بجمع هذه المقالات وإصدارها في كتاب يحمل عنوان "مبادئ المضاربة في الأسهم" (The ABC of stock speculation) أين أطلق للمرة الأولى على مساهمات "داو" اسم "نظرية داو" (Théorie de Dow).

¹ - Voir : Ibid, P : 27-28.

سلوكية للتقييم، لأننا حتى ولو تصورنا في المستقبل وصول البحث السلوكي إلى أداة جديدة فلن تكون فلسفتها بعيدة جدا عن فلسفة التحليل الفني، لأن أسلوب المالية السلوكية يقوم على اكتشاف التشوهات وتسيط الضوء عليها. فلنفترض مثلا أنها توصلت إلى انحراف آخر من انحرافات التفضيل، فلن ينتج عنه إلا أخذ هذا الانحراف في الاعتبار عند التنبؤ بحركة السوق، أي بالبقاء دائما في إطار التحليل الفني، وهذا ما يجعل احتمال توصل المالية السلوكية إلى أداة جديدة للتقييم مختلفة تماما عن التحليل الفني بعيدا جدا، وإنما نتوقع أن يتم تزويده بأسس وقواعد ونظريات سلوكية جديدة.

وسواء اعتقدنا بصحة الاتجاه الأول في اعتبار التحليل الفني هو الأسلوب الذي تمخض عنه البحث السلوكي في مجال تقييم الأوراق المالية، أو اعتقدنا في وجود فرق جوهري بينهما ينفي هذا الاحتمال، يبقى هو الأسلوب الوحيد المتواجد في الواقع والذي تتشابه فلسفته مع فلسفة المالية السلوكية، كما أن ظهوره لم يكن وليد النظرية التقليدية على غرار التحليل الأساسي، وإنما فرضه الواقع العملي.

ولإظهار مدى اهتمام التحليل الفني بقراءة الجانب النفسي للمتعاملين، مما يؤكد تماشيه مع فلسفة المالية السلوكية، نتطرق للحديث عن نظرية "داو" وإسهاماتها في الاتجاه السلوكي .

(2) نظرية "داو" (Théorie de Dow)

قام "تشارلز داو" بتطبيق أفكاره على المؤشرات التي أنشأها أي مؤشر داو جونز الصناعي ومؤشر السكك الحديدية، وقد تمحورت النتائج التي توصل إليها في ست مسلمات رئيسية هي¹ :

1. المؤشرات تأخذ كل شيء في الاعتبار : أورد "جون مورفي" في كتابه مقولة "ويليام بيتر هاميلتون"* (William Peter Hamilton) الذي قام بتصنيف هذه المبادئ وتجميعها في كتابه الذي أصدره عام

¹ - Voir : Id.

* - "ويليام بيتر هاميلتون" هو شريك "تشارلز داو" وخليفته في مجلة "وال ستريت".

1922 والذي يحمل عنوان "مقياس سوق الأوراق المالية" (The stock market barometer)، إذ يقول في هذا الشأن: "إن إجمالي واتجاهات المعاملات التي حدثت في البورصة تعكس كل المعلومات الماضية عن السوق، ولذا فمن غير المجدي إدخال أية إضافات على هذه المؤشرات على غرار ما يحاول بعض الإحصائيين القيام به من إعادة تشكيل سلاسل إحصائية جديدة بناء على معطيات مستنبطة من المؤشرات أو غيرها من المعطيات لأن السوق قد أخذ كل شيء في الاعتبار"¹.

نلاحظ أن هذه المسلمة تشبه إلى حد كبير الركيزة الأولى في فلسفة التحليل الفني وهي أن السوق يأخذ كل شيء في الاعتبار، كما تعزز الاتجاه السلوكي من حيث أن جميع العناصر قد انعكست في السعر الأساسية منها والنفسية.

2. لسوق المال ثلاثة اتجاهات : عرف "داو" الاتجاه السعري الصاعد بأنه : "ارتفاع متواصل في قمم وقواعد الأسعار"، إذن "يكون مسار الأسعار في ارتفاع مستمر حين تعلو آخر قمة للسعر عن القمة التي سبقتها، كما أن آخر أدنى سعر يكون أعلى من أدنى سعر سابق له" أما الاتجاه الهابط (النزولي) فيعرف بأنه "انحدار متواصل لقمم وقواعد الأسعار" أين تكون آخر قمة للسعر أدنى من القمة التي سبقتها وآخر انخفاض أدنى من الذي سبقه، أما في الاتجاه الجانبي فإن كل من مرتفعات ومنخفضات الأسعار تكون في مستوى واحد تقريباً"². كما يرى "داو" بأن الاتجاه السعري يتألف من ثلاثة أجزاء هي : اتجاه رئيسي متوسط، ثانوي، شبهها بالمد والموجة والموجة³.

■ **الاتجاه الرئيسي أو الأولي (Tendance primaire) :** هو الحركة الغالبة على الأسعار في السوق وقد شبهها "داو" بحركة المد والجزر كما يعتقد أنه في وسعها الاستمرار لأكثر من سنة أو حتى لعدة سنوات.

■ **الاتجاه المتوسط (Secondaire) :** وهو اعتراض مؤقت للاتجاه الرئيسي يشكل تصحيحاً له، فإذا كان الاتجاه الرئيسي صاعداً فإن الاتجاه المتوسط يحدث بنزول مؤقت للأسعار قبل معاودة الارتفاع والعكس، وقد شبهه "داو" بحركة الأمواج المكونة لحركة المد والجزر، وتستمر عادة من ثلاثة أسابيع إلى ثلاث سنوات.

¹ - Voir : Ibid, P : 29.

² - أنظر: عبد الحميد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص : 74-76.

³ - أنظر : نفسه، ص : 189.

■ الاتجاه الثانوي (Mineure) : يتمثل في الاضطرابات التي تحدث في الاتجاه المتوسط والتي قد تستمر لأقل من ثلاثة أسابيع¹.

3. يمر الاتجاه السعري في تشكيله بثلاثة مراحل

(1) مرحلة التجميع (la phase d'accumulation) : يقوم الأشخاص الذين يملكون معلومات خاصة (غير متاحة للجميع) بشراء/بيع الأوراق المالية، وبالتالي فهم الذين يبدؤون أو يؤسسون لهذا الاتجاه.

(2) مرحلة التقليد (la phase d'imitation/la phase de participation du grand public) اعتمادا إلى نظرية الإشارة وعلى التقليد، يبدأ المستثمرون الأذكى بإتباع هذا الاتجاه (les suiveurs de) (tendance).

(3) مرحلة التوزيع (la phase de distribution) : تنتشر المعلومات في كل الصحف ويبدأ عامة المتعاملين في إتباع هذا الاتجاه، عندها يبدأ المؤسسون (الأوائل) في بيع/شراء أوراقهم المالية محققين فوارق قيمة وهكذا ينتهي هذا الاتجاه².

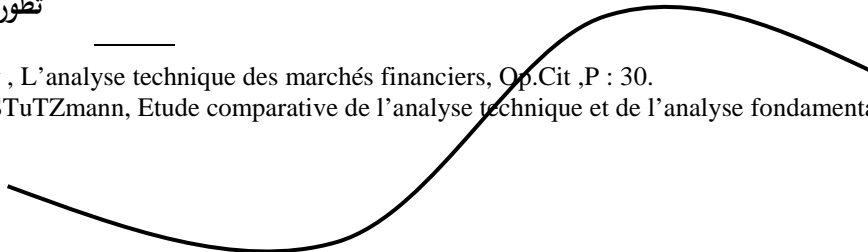
ويوضح الشكل التالي مراحل تشكل الاتجاه السعري :

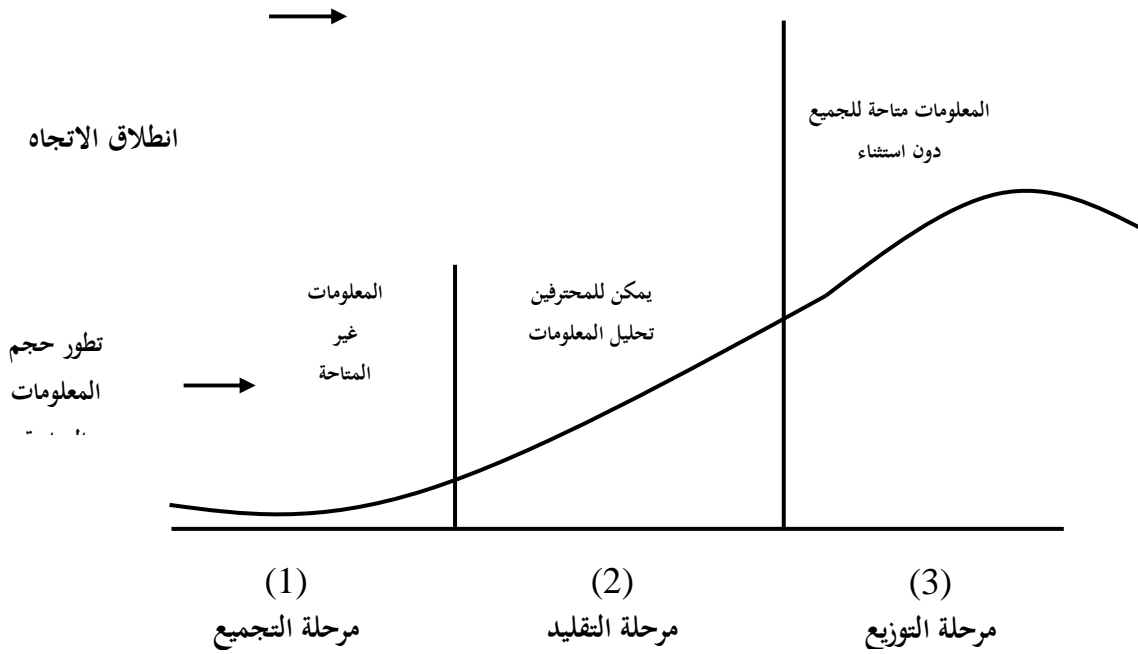
الشكل رقم (02-16) : مراحل تشكل الاتجاه السعري

تطور الاتجاه السعري

¹ - Voir : J. Murphy , L'analyse technique des marchés financiers, Op.Cit ,P : 30.

² - Voir : Y. Yann STuTZmann, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale, Op.Cit P 07.





Source : y.Stutzmann, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale Op.Cit , P : 08.

لقد سلط "داو" الضوء من خلال هذه المسلمة على انحرافين سلوكيين أساسيين، سبقت الإشارة إليهما في الفصل الأول : الانحراف الأول هو سلوك التقليد، فباستبار أن حوالي 70% إلى 80% من إجمالي المتعاملين في سوق المال هم من المضاربين، فيمكن القول أنهم هم من يحدد الأسعار، وهنا يظهر قصور التحليل الأساسي لأن المضارب لا يهتم كثيرا بخصائص الاستثمار، وإنما بانعكاسها على السوق، فهو لهذا يحاول معرفة الرأي العام للمتعاملين ثم يتخذ قراره، لأنه في حالة عدم التأكد يكون التقليد أحسن طريقة أمامه، مما يؤدي إلى ظهور سلوك القطيع (سيكولوجية القطيع).

أما الانحراف الثاني ناجم عن سلوك التقليد وهو : التنبؤات التي تحقق نفسها (autoréalisatrice)، إذ أشار "داو" إلى أن الإشاعات حتى وإن كانت غير صحيحة تحدث اضطرابا لدى الأشخاص و تتحقق فعلا نتيجة التقليد. وإجمالا يعبر "داو" عن المراحل السابقة بمقولة شهيرة تعد قاعدة ذهبية في التداول هي : "قم بالبيع مستندا إلى الشائعات، واشتر مستندا إلى الوقائع" (Buy the rumor , Sell the news)¹، لأن السيولة في النهاية أضمن وأحسن كمبدأ تحوطي أساسا عند الشراء.

¹ - Voir : Id.

4. التوافق بين المعلومات التي تشير إليها مؤشرات الأسعار : فلا بد مثلا أن يشير كل من مؤشر داو جونز الصناعي والمؤشر الخاص بالسكك الحديدية معا إلى بداية اتجاه صعودي أو نزولي للأسعار¹.

5. تماشي حجم التداول مع الاتجاه السعري : يقصد بحجم التداول (volume) الكميات المتداولة أي كمية عمليات الشراء/البيع، ويرى "داو" في هذا الصدد أن حجم التداول لا بد وأن يزداد مع تحرك الأسعار في اتجاه معين (باعتبار أن قانون العرض والطلب هو الذي يحكم الأسعار)، إذن فهو إما يؤكدتها ويعززها في اتجاه معين إذا ما ارتفع، أو ينذر بضعفها وتزداد احتمال تراجعها في الحالة العكسية، ففوة اتجاه السوق تقاس بحجم التداول²، ولمزيد من التوضيح انظر الجدول التالي :

الجدول رقم (01-02) : علاقة الاتجاه السعري بحجم التداول

| اتجاه صاعد | اتجاه نازل |
|----------------------------------|----------------------------------|
| - الحجم يزداد عند ارتفاع الأسعار | - الحجم يزداد عند انخفاض الأسعار |
| - الحجم ينقص عند انخفاض الأسعار | - الحجم ينقص عند ارتفاع الأسعار |

المصدر: عبد المجيد المهيلي، أداة النجاح في البورصة، التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص : 115.

6. الاتجاه السعري يستمر ما لم تقابله قوة معاكسة : وهذه المسلمة تتطابق مع الركيزة الثانية في فلسفة التحليل الفني.

إلى جانب نظرية "داو" ساهمت نظريات أخرى في تزويد هذا التحليل بقواعد وأسس لقراءة الرسوم البيانية وللتنبؤ باتجاه الأسعار، نحاول فيما يلي التعرض بشكل سريع لكل منها.

(3) نظريات فنية أخرى

حاول عدة باحثين صياغة مجموعة مبادئ لفهم السوق وحركته، وهذا من خلال مجموعة نظريات نذكر منها :

¹ - Voir : J. Murphy , L'analyse technique des marchés financiers, Op.Cit ,P : 31-32.

² - أنظر: عبد المجيد المهيلي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص : 114-115.

1. نظرية موجات إليوت (La théorie des vagues d'Elliott, 1938)

تأثر "رالف نلسون إليوت" (Ralph Nelson Elliott, (1871-1947)) كثيرا بنظرية "داو"، ولطالما اعتبر بأن نظريته تعد جزءا ضروريا ومكملا لها، وقد ألف قبل وفاته كتابا يحمل عنوان "قانون الطبيعة وسر الكون" (Nature's law : The secret of the universe) أهم ما تضمنه محاولة "إليوت" لفهم سيكولوجية القطيع، إذ يرى في هذا الشأن أن هناك نمطا متكررا يقيس نفسية الجماهير (Mass psychology) يتكون من خمس موجات إلى أعلى وثلاث موجات إلى أسفل، ولهذا النمط قيمة تنبؤية فحين تنتهي الخمس موجات الصاعدة تليها ثلاث هابطة والعكس¹.

2. تحليلات جان

كان "ويليام جان" (William D.Gann, (1878-1955)) رجلا شديد التدين، لذا ارتكزت فلسفته على وجود نظام وقانون طبيعي يحكم كل شيء، ولا يدع أي مجال للعشوائية فهناك علاقة سببية بين أسعار الماضي وأسعار المستقبل. وقد قام تحليله على جملة مبادئ نفسية في معظمها، كونه أولى أهمية كبيرة للعناصر ذات الدلالة النفسية، فعلى سبيل المثال نجد أنه يهتم كثيرا بيوم الذكرى السنوية، فهو يرى أن المضاربين لا ينسون وقع بعض الأحداث المأساوية ولو مرت عليها مدة من الزمن، ويميلون نتيجة لذلك للقيام بردود أفعال معينة في هذه التواريخ، كما أولى أهمية كبيرة أيضا لعامل الزمن أكثر من اهتمامه بالسعر، وهذا ما يعكس معتقداته الدينية، فهو يرى أن لكل شيء أوانه وتوقيت حدوثه، وأن هناك تواريخ فاصلة يجب أخذها في الاعتبار أثناء دراسة حركة السوق².

3. مبدأ الرأي المخالف

كان أول من قدم هذا التحليل هو "همفري نيل" (Hamphery B.Neil, 1954)، ويعد نوعا من أنواع التحليل النفسي للحشود الكبيرة من الناس، ويمكن تعريفه بأنه: "رأي استثماري معاكس لآراء الغالبية العظمى للمستثمرين والمضاربين بسوق معينة، ويعد أحد أهم المؤشرات القائدة لأنه يلفت النظر في وقت مبكر جدا، وقبل تحرك السعر في الاتجاه المعاكس بكثير إلى قرب وصول هذا الاتجاه إلى نهايته". إن هذا المؤشر يبرز ويستفيد في الوقت ذاته من انحراف سلوكي منتشر في أسواق المال هو التقليد أو التفكير بـ "عقلية القطيع". فحين تظهر استطلاعات الرأي أن هناك ميلا شديدا واقتناعا من قبل الأكثرية باتجاه الأسعار ناحية معينة، فإن ذلك يعد دليلا

¹ - أنظر : نفسه، ص : 204-205.

² - أنظر : نفسه، ص : 194-197.

على وصول أو قرب وصول الأسعار إلى القمة والعكس صحيح. ونشير إلى أن هذا التحليل مبني على قاعدة إحصائية متينة، إذ يتم قياس آراء شريحة كبيرة من المتعاملين، فإذا كان السواد الأعظم منهم يرى استمرار صعود الأسعار فهذا يدل على أنهم قاموا بالشراء فعلا، وهو ما يعني أن القوة الشرائية الفاعلة والمؤثرة المتبقية في السوق صارت ضعيفة ولم تعد هناك قوة دفع قادرة على رفع الأسعار والعكس، إذا اعتقدت الغالبية باستمرار نزول الأسعار فهذا يعني أنهم قد باعوا بالفعل ولم تبق في السوق قوة قادرة على دفع الأسعار إلى مستويات أدنى¹. إذن فكلما وجد في السوق اتفاق شبه تام بين المتعاملين على حدوث شيء ما للأسعار كان ذلك دليلا وسببا وفي نفس الوقت لعدم تحقق هذا الشيء* !!

نتقل أخيرا إلى محاولة لإظهار الجانب السلوكي في أسلوب التحليل الفني، وهذا ما سيشكل موضوع العنصر الموالي.

5. الجانب السلوكي في استعمال الأرقام في التحليل الفني

يملك المحلل الفني في حوزته عدة أدوات بيانية، تساعد على اكتشاف وتتبع الاتجاهات السعرية، نذكر منها : الأعمدة البيانية، الخط البياني، الشموع اليابانية، النقطة والرقم (بونيت أند فيجر)².

يمكن للمحلل الفني استخدام أي من هذه الطرق لتمثيل حركة الأسعار بيانيا، وهذا بهدف توضيح الرؤية كي يتمكن من ملاحظة تشكل اتجاه سعري وتتبعه والتنبؤ باستمرار أو انعكاسه، وعند تمثيل حركة الأسعار باستخدام الخط البياني نلاحظ بأنه محدود بمحاذرين : حاجز علوي يطلق عليه اسم : "المقاومة" (résistance) يمنع ويعوق ارتفاع الأسعار ويجعلها تتحرك إلى أدنى، والمقاومة تمثل منطقة علوية للسعر يتوقع أن تنخفض الأسعار بعد الوصول إليها، أما الحاجز السفلي فيطلق عليه اسم "الدعم" (support) يعرقل ويمنع انخفاض الأسعار وتدهورها ولو مؤقتا ويجعلها تتحرك إلى أعلى، وهو سعر معين أقل من السعر الحالي يتوقع الأسعار أن ترتفع من عنده بعدما تنخفض إليه.

¹ - أنظر : نفسه، ص : 211-213.

* - سبق وأن ذكرنا أن أهم شيء في العملية الاستثمارية وفي التحليل الفني هو التوقيت، وما يحدث أنه غالبا ما يخطئ معظم المتعاملين عند نقاط وفي أوقات تحول اتجاه الأسعار من أعلى إلى أدنى أو العكس، فيتحمس الكثيرون للشراء قرب قمم الأسعار كما يرغبون بشدة في البيع عند قواعد الأسعار، لأن الناس عموما ينتابهم في تعاملاتهم المالية إما الإحساس الشديد بالخوف أو بالجشع المتزايد.

² - لمزيد من الاطلاع والتفصيل، أنظر إلى المراجع التي تم الاعتماد عليها في هذا الجزء وعلى رأسها :

² - لمزيد من الاطلاع والتفصيل، أنظر إلى المراجع التي تم الاعتماد عليها في هذا الجزء وعلى رأسها :

- عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق.

وقد توصل المحللون الفنيون من خلال الخبرة والممارسة إلى الاتفاق على مجموعة أشكال تنبؤية يطلق عليها اسم: "الأنماط السعرية"، ويكمن الجانب النفسي في القدرة على اكتشاف هذا النمط (لأن عملية التمثيل البياني ليست إلا عملية إحصائية)، وقد لوحظ من خلال دراسة هذه الأنماط أنها تنقسم إلى فئتين: أنماط انعكاسية تنبئ بانقلاب الأسعار وانعكاس اتجاهها، وأنماط استمرارية تؤكد وتعزز احتمال سيرها في نفس الاتجاه. ولأجل الوقوف على لحظة انعكاس الاتجاه السعري أو استمراره (أي اختراق حاجز الدعم أو المقاومة) يستعين المحلل الفني بالأرقام، فهذه الأخيرة من وجهة نظره محملة بدلالات ومعان نفسية، ومن أشهر هذه الأرقام وأهمها لدى المحللين نذكر:

(1) الأرقام المشككة لمتتالية "فيوناتشي" : وهي من أهم الأرقام في التحليل الفني، حيث توصل "فيوناتشي" (Fibonacci) إلى اكتشاف سلسلة من الأرقام هي: 1، 1، 2، 3، 5، 8، 13، 21، 34، 55، 89، 144، ... إلى ما لا نهاية، وكل رقم في هذه المتتالية يساوي حاصل جمع الرقمين السابقين له، إضافة إلى أن لها كثيرا من الخصائص العجيبة¹، كما نلاحظ أن الأرقام المكونة لتحليل "اليوت" (3 موجات + 5 موجات) أي 8 موجات جميعها أرقام تنتمي إلى السلسلة السابقة، مما يبرز تأثير "اليوت" بهذه الأرقام واعتقاده بدلالاتها النفسية، وبأن جميع البشر يعتقدون ويعملون بها لا شعوريا، ومن أمثلة استخدامها نذكر²:

✓ توقع مناطق الدعم والمقاومة.

✓ تحديد الأوقات المرجح تغير الاتجاه فيما.

✓ تحديد الأهداف السعرية المتوقع الوصول إليها.

(2) الأرقام المدورة (Round numbers) : وهي أرقام تكون نهايتها صفرا و خمسة أو أرقاما يعبر عنها بال عشرات أو بالمئات، كالأرقام التالية: 10، 25، 50، 75، 100، 1000، التي تعد من محطات الدعم والمقاومة كما تعتبر محطات نفسية توقف تقدم أو تراجع الأسعار، ولهذا السبب يتجنب كبار المضاربين إعطاء أوامر البيع والشراء بأرقام مدورة، فإذا كان الاتجاه صاعدا يفضل أن يتم الشراء من فوق الرقم المدور، أما إذا

* - كان "فيوناتشي" (Leonardo of Pisa) (1175-1250م) تاجرا ثريا من أثرياء بلدة بيزا الإيطالية، وقد كان مولعا بالرياضيات حيث جاء إلى مصر في رحلة دراسية أسفرت عن اكتشاف سلسلة الأرقام التي تحمل اسمه، كما توصل من خلال دراسة أهرام الجيزة إلى اكتشاف النسبة الذهبية (الإلهية) (Divine proportion/ Golden ratio) والتي تساوي 1.618.

¹ - للتعرف على مزيد من هذه الخصائص، أنظر:

- عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 200-201.

² - أنظر: نفسه، ص ص: 200-203.

كانت حركة الأسعار نازلة فيفضل إصدار الأوامر بسعر يقل عن الرقم المدور، وهذا لأن غالبية الأوامر ستكون بالرقم المدور لوجود ميل طبيعي لدى الإنسان للتفكير والعمل بها¹. ومن ثم يسهل على المضارب تنفيذ أمره في ظل إصدار الأغلبية لأوامر بأرقام مدورة.

(3) الأرقام الطبيعية : لقد احتلت بعض الأرقام الطبيعة ومضاعفاتها أو قواسمها أهمية بارزة في التحليل الفني وذلك للعديد من الأسباب منها : التاريخي والديني والروحي والنفسي، مما يجعل الإنسان يميل طبيعياً إلى اختيار هذه الأرقام عند التعامل، ولذا أصبح لا بد من معرفة هذه الأرقام ، ومنها نذكر :

■ **الرقم "سبعة" :** يستمد هذا الرقم أهميته من تكرار ذكره في الكتب السماوية، ومن أهميته لدى قدماء المصريين، ولهذا أولاه "جان" أهمية خاصة في تحليلاته إلى جانب مضاعفاته ك : 14 و 49².

■ **الرقم "تسعة" :** يستمد أهميته من كونه يعبر عن دورة الحمل لدى المرأة، كما أنه الرقم الأخير في العد الذي تليه أعداد ثنائية³.

■ **الرقم اثني عشر :** تعود أهميته لوجود اثني عشر برجاً فلکیاً ولوجود اثني عشر سبطاً من أسباط بني إسرائيل ولهذا السبب اهتم به "جان" هو والعدد 144 الناتج عن تربيعه⁴.

■ **الرقم ثلاثة :** يحظى هذا الرقم بأهمية خاصة في التحليل الفني، فنجد مثلاً أن الاتجاه السعري يمر في شكله بثلاث مراحل (التجميع، التقليد، التوزيع) كما أن له ثلاثة أنواع : رئيسي أو أولي، متوسط، ثانوي. وتعد الأشكال الثلاثية من الأنماط الانعكاسية الأكثر انتشاراً على غرار القمة الثلاثية (le Triple Sommet) الرأس والكتفان (la tête et épaules)، ومن بين الأشكال الاستمرارية الأكثر استعمالاً نجد ثلاثة أنواع من المثلثات : الصاعد والهابط والمتماثل، إضافة لهذا نلاحظ أن لحركة الأسعار ثلاثة اتجاهات : صاعد ونازل وأفقي، كما أن هناك ثلاثة مصادر للمعلومات في السوق هي السعر، الحجم، الوضعية المفتوحة⁵.

¹ - أنظر : نفسه، ص : 92.

² - أنظر : نفسه، ص : 195.

³ - أنظر : نفس المرجع والصفحة.

⁴ - أنظر : نفس المرجع والصفحة.

⁵ - Voir : J. Murphy , L'analyse technique des marchés financiers, Op.Cit ,P 87-88.

خلاصة واستنتاجات :

يعتمد التحليل "العائد-المخاطرة" الذي اقترحه "ماركوفيتز" على إسناد مجموعة من الخصائص للأوراق المالية أهمها المردودية والمخاطرة، وقد اختار "ماركوفيتز" معيار التوقع الرياضي لحساب المردودية المتوقعة ومعيار التباين (الانحراف المعياري) لقياس الخطر، الذي بدوره تم تقسيمه إلى خطر خاص مرتبط بسلوك الورقة المالية في حد ذاتها وهو قابل للإلغاء عن طريق التنويع، وخطر نظامي غير قابل للإلغاء عن طريق التنويع تشترك في تحمله جميع الأوراق المالية، غير أن كل ورقة تستجيب له وفقا لمعامل حساسية خاص بها هو β الذي يعرفه بأنه "التغير في المردودية الإضافية للورقة المالية عندما تتغير المردودية الإضافية لمحفظة السوق بمقدار 1%". وباعتبار أن محفظة الأوراق المالية ليست إلا تشكيلة منتقاة من الأوراق المالية مرجحة بأوزانها النسبية، فإن ما يقال عن الورقة الواحدة يمكن إسقاطه على المحفظة مع بعض التغيرات عند حساب الخطر، يفرضها احتمال وجود ارتباط بين هذه الأوراق.

يهدف المستثمر عند اختيار الأوراق المالية المكونة لمحفظته إلى اختيار تلك الأوراق التي توفر أقصى عائد متوقع، مقابل تحمل أدنى قدر ممكن من المخاطرة، لذا فهو يسعى لحيازة المحفظة الكفوءة، أي تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر أو العكس، لذا فهي تقع على حدود الكفاءة وإذا قام المستثمر بالجمع بينها وبين أصل عديم الخطر، سيصل إلى تشكيل محفظة مثلى، أي تلك التي تقدم أحسن ثنائية (عائد/ مخاطرة).

لأجل تحديد المردودية المتوقعة لأصل ما بدلالة خطر السوق، أثمرت أعمال مجموعة من الباحثين على غرار "شارب"، "لينتير".... عن التوصل إلى نموذج لتقييم الأصول **MEDAF** يعطي بالعلاقة التالية :

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

أخيرا ركز "ماركوفيتز" في هذا التحليل، على التمييز بين ما وصفه بالتنويع الساذج الذي يقوم على زيادة الأوراق المالية المكونة للمحفظة مع اختيارها بشكل عشوائي، وبين ما قام باقتراحه وأسماه "التنويع العقلاني" الذي يقوم على أخذ الارتباط بين الأوراق المالية في الاعتبار.

إلا أن الواقع أظهر بأن هذا التحليل لا يتم تطبيقه بشكل تام، إذ كشف بعض الباحثين في الميدان السلوكي عن وجود تشوهات على غرار التنويع غير الكافي وإهمال الارتباطات بين الأوراق المالية أو ما أسماه "تالر" (Thaler, 1985) "الحساب العقلي". ولذا بدأ البحث للوصول إلى نموذج سلوكي لبناء المحفظة وتظافت

أعمال كل من "روي" (Roy)، "أرزك وباوا" (Arzac-Bawa)، "شيفرين" و "ستاتمين" (Shefrin & Statman) وغيرهم للوصول إلى محفظة سلوكية BP، تتكون بشكل أساسي من أصل يهدف من ورائه إلى ضمان حد أدنى من الثروة (تحقيق مستوى أدنى للعائد)، وأصل يهدف من ورائه إلى الاغتناء مهما كان احتمال حدوثه ضعيفا، إذ يكون المستثمر على استعداد للمخاطرة في سبيل الرفع من ثروته النهائية كونه يحاول تجنب الخسائر لا الخطر، كما طالت الانتقادات نموذج MEDAF وتم اقتراح عدة تعديلات له في ظل النظرية التقليدية، غير أن الأبحاث لاستبداله بنموذج سلوكي لتقييم الأصول المالية لا تزال لم تتوصل إلى شيء نظرا لصعوبة نمذجة الجانب النفسي، التي تشكل تحديا للنموذج السلوكي ككل ليس فقط في مجال بناء المحفظة.

إن بناء المحفظة ليس إلا خطوة واحدة من خطوات الاستثمار المالي، إذ أن هناك مراحل تسبق الوصول إلى اختيار المحفظة أهمها عملية تحليل الأوراق المالية لاتخاذ القرار. ويقوم المستثمر بالتقييم قبل بناء المحفظة وبعدها لأن المراجعة المستمرة أمر لا مفر منه، في ظل التقلبات الكثيرة التي تشهدها أسواق المال.

هناك مدخلان شائعان للقيام بعملية التقييم والتحليل : التحليل الأساسي والتحليل الفني، يقوم كل منهما على فلسفة ومبادئ مختلفة، حيث يهدف المدخل الأول إلى الوقوف على القيمة الحقيقية لاكتشاف أي ورقة ينبغي على المستثمر شراؤها، في حين يهدف الثاني إلى تحديد الزمن الأنسب لشراء هذه الورقة. ويبدو من خلال المقارنة بينهما أن التحليل الفني هو الأكثر تناسبا وانسجاما مع النموذج السلوكي لأن ظهوره جاء استجابة لحاجة المتعاملين في سوق المال، كما أنه يأخذ في الاعتبار جميع العوامل النفسية التي تؤثر على المستثمر لحظة اتخاذ القرار.

ينبغي على المستثمر المرور بعدة خطوات لأجل بناء محفظة الأوراق المالية، ويتمثل الهدف من هذه الخطوات في الوصول إلى اختيار الأوراق الأنسب وفقا للتحليل الذي يقوم بإتباعه ووفقا لشخصيته.

تختلف منهجية بناء المحفظة - كما سبق وأن رأينا- في التحليل السلوكي عنها في التحليل التقليدي الذي يعتمد بشكل أساسي على معياري "العائد" و"المخاطرة"، غير أن إدراك هذا الفرق يقتضي العمل على تطبيق كل مدخل ميدانيا.

لهذا الغرض خصصنا هذا الفصل لإجراء دراسة، الهدف منها توضيح خطوات بناء المحفظة وما يجب أن تحتويه حسب كل مدخل.

لقد شكلت بورصة باريس للقيم المنقولة، والتي تعد أحد أهم البورصات في اتحاد أسواق المال الأوروبية "اليورونكست" موضوع دراستنا، حيث قمنا باختيار الأوراق المالية من جملة القيم التي تصدرها الشركات المدرجة في المؤشر الرئيسي للبورصة CAC40، وذلك لعدة اعتبارات، أهمها توفر المعطيات الخاصة بهذه الشركات إلى جانب وزنها الاقتصادي في السوق ووضعيتها المالية الجيدة.

يتضمن هذا الفصل مبحثين، أحدهما مخصص للتعريف ببورصة باريس للقيم المنقولة، والآخر لتوضيح مضمون الدراسة التطبيقية.

المبحث الأول: تقديم عام لبورصة باريس للقيم المنقولة

عرفت بورصة باريس منذ ظهورها في القرن 18م فترات متعاقبة من الازدهار والركود، وقد مرت بعدة مراحل تخللتها الكثير من الإصلاحات الهيكلية، خاصة عند تشكل اتحاد الأسواق الأوروبية "اليوونكست" في عام 2000، حيث لم يعد من الممكن الحديث عن بورصة باريسية مستقلة عن اتحاد اليوونكست.

يهدف هذا المبحث بشكل رئيسي إلى التعريف ببورصة باريس وتاريخ ظهورها وتطورها وكيفية التعامل فيها، إضافة إلى أهم مؤسراتها، مع الإشارة بشكل سريع إلى اتحاد اليوونكست والأسواق المشكلة له.

1. نشأة وتطور بورصة باريس*

ظهرت الأشكال الأولى للبورصات خلال الحقبة الرومانية، غير أن انطلاقها الفعلية تعود إلى القرن 15م خاصة مع الانتشار الواسع للأسواق الفرنسية والإيطالية. وحين تم تبني الرأسمالية كنظام اقتصادي أخذت البورصات بالتشكل فعليا، إذ تأسس أولا سوق الأوراق المالية بلندن في القرن 17م، كما أنشأت عدة بورصات في نهاية هذا القرن بما في ذلك بورصة وال ستريت بنيويورك، وقد تأسست أول بورصة فرنسية في مدينة "ليون" عام 1595 والتي بقيت لمدة طويلة تعد أهم بورصة في فرنسا¹.

في 24 سبتمبر 1724 تأسست بورصة باريس بموجب القرار الصادر عن مجلس الحكومة التابع للملك، وقد كان مقرها بـ "l'Hôtel de de Nevers"، غير أن هذا المقر تغير ثلاث مرات خلال الفترة من 1793 إلى 1809 كما تم إقفالها مرتين².

في عام 1808 وضع نابليون I حجر الأساس لإنشاء قصر برونيار (le palais Brongniart) المصمم من طرف "ألكسندر ثيودور برونيار" خصيصا لاحتضان بورصة باريس، وفي أثناء تشييد القصر استقرت البورصة في القصر الملكي وذلك ابتداء من عام 1809، ومباشرة بعد الانتهاء من تشييده في 04 نوفمبر 1826 أصبح المقر الرسمي للبورصة التي أصبحت تعد شريان الحياة الاقتصادية في القرن التاسع عشر³.

* - نشير أننا سنستعمل تسمية "بورصة باريس" في هذا الفصل للتوضيح فقط، لأنه في الواقع لا وجود لبورصة مستقلة وخاصة بباريس وإنما يتعلق الأمر في الواقع باتحاد أسواق اليوونكست الذي تعد هذه "البورصة" جزءا منه.

¹ - Voir : Daniel Goyeau et Amine Tarazi, La bourse, Edition La Découverte, Paris, 2006, P : 03.

² - Voir : Henri Bourachot, Jean-Luc Rettel et Gille Reouard, 100 Fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, Dirigé par : Marc Montoussé, , 2^{ème} Edition, Bréal, 2006, P : 20.

³ - Voir : Id.

نلاحظ إذن بأن الانطلاقة الفعلية لبورصة باريس تأخرت مدة تجاوزت القرن، وهذا يعود إلى التضخم الشديد وانحيار العملة اللذان عقبا الثورة الفرنسية عام 1789، مما أدى إلى نشر المخاوف من التعامل في البورصة بين أفراد الطبقة الأرستقراطية والبرجوازية وعودتهم من جديد للاستثمار في العقارات عوضا عن الادخار المالي. غير أن الإصلاحات التي شرع في تطبيقها مع مطلع القرن 19م والتي شملت عدة مؤسسات أدت إلى انطلاق بورصة باريس وتطورها فيما بعد، وبالعودة إلى دراسة تم إجراؤها عام 1990، يمكن ملاحظة ثلاث مراحل أساسية لتطور بورصة باريس وذلك من خلال ملاحظة النسبة بين الرسملة البورصية وبين الناتج المحلي الخام :

- المرحلة الأولى (النشأة) : من سنة 1802 إلى 1850، شهدت ظهور ونشأة هذه البورصة أين كانت الرسملة البورصية أقل من 10%.
- المرحلة الثانية (التطور) : من سنة 1850 إلى 1870 أين تجاوز الوزن الاقتصادي لبورصة باريس 20%.
- المرحلة الثالثة (النضج) : أين أصبحت الرسملة البورصية لسوق باريس حوالي 40%¹.

ساهمت بورصة باريس خلال 150 سنة التي تلت نشأتها في التطور الاقتصادي من خلال تمويل الكثير من المشاريع العملاقة كإنشاء السكك الحديدية إلى جانب تمويل الحملات الاستعمارية والابتكارات خاصة قبل الحرب العالمية الأولى، ونشير إلى أنه ولغاية سنة 1830 لم يتم إنشاء شركات المساهمة بسبب ضعف التطور الاقتصادي وهشاشة النظام البنكي إلى جانب الطابع العائلي للمؤسسات، غير أن التطور الصناعي الذي حدث في سنوات 1830 أدى إلى الانطلاق في عملية طرح الأسهم خاصة من طرف المؤسسات العاملة في مجال السكك الحديدية والبنوك والمناجم والكيمياء².

لقد ازدهرت في النصف الثاني من القرن 19م عمليات الادخار في بورصة باريس التي استمرت في تمويل بعض القطاعات التقليدية، خاصة القطاع البنكي إلى جانب توجيه الأموال إلى قطاعات جديدة كقطاع الكهرباء والنقل، إضافة إلى الاستثمار في القيم الأجنبية. غير أن بورصة باريس تأثرت سلبا بالحرب العالمية الأولى مما جعلها تفقد مرتبتها الثانية بعد بورصة لندن لتتراجع إلى المرتبة الخامسة في أواخر القرن 19م وبفارق كبير يفصلها عن البورصات العالمية الكبرى وخاصة بورصة نيويورك وطوكيو ولندن، كما أن الحرب كانت السبب وراء إفلاس العديد من المدخرين الفرنسيين الذين قاموا بالاستثمار في قيم أجنبية خاصة في روسيا والبلقان، إذن يمكن القول أن

¹ - Voir : D.Goyeau et A.Tarazi, La bourse, Op.Cit, P : 04.

² - Voir : Ibid, P : 05.

التضخم الشديد الذي عقب الحرب العالمية إلى جانب أزمة الكساد عام 1929 تسببا في هروب المتعاملين من البورصة والعودة من جديد إلى الاكتناز¹.

لقد كانت مساهمة الدولة في النشاط الاقتصادي إلى غاية الحرب العالمية الأولى هامشية وغير مباشرة، لكن وخلال القرن العشرين أخذت هذه المساهمة في الزيادة لأجل مواجهة الحاجات المتزايدة للدولة من نقل وتعليم وصحة... الخ، وقد أدى ازدهار الصناعة الفرنسية من جديد إلى انتعاش البورصة، خاصة في سنوات الخمسينات من القرن العشرين، إلا أن هذا لم يدم طويلا، إذ عرفت بورصة باريس انتكاسة أخرى في سنوات 1960 و 1970 بفعل الأزمات المالية التي شهدتها البورصات العالمية.

إذن يمكن القول، أن الاقتصاد الفرنسي وإلى غاية سنوات الثمانينات من القرن العشرين، كان اقتصادا قائما على الاستدانة أين يتم التمويل فيه بشكل أساسي عن طريق البنوك، وتراقب الدولة فيه وتهيمن على القطاع المصرفي ومعدلات الفائدة ورؤوس الأموال، إلا أن هذا النظام أثبت قلة كفاءته بفعل ما ولده من ضغوط تضخمية، كما اتضح بأنه غير ملائم لتمويل المؤسسات ومساعدتها على الصمود في مواجهة المنافسة العالمية².

وقد شرعت فرنسا انطلاقا من سنة 1985 في القيام بإصلاحات شملت كل من القطاع النقدي والمالي كان الهدف الأساسي من ورائها هو تهيئة الظروف الملائمة لانطلاق أسواق المال من جديد، كما أن الإصلاحات المتعلقة بتنظيم وسير البورصات، ترمي إلى خلق صناعة بورصية فرنسية في غضون 15 سنة القادمة، وقد تمخض عن هذه الإصلاحات إضافة إلى عمليات الخصخصة دخول شركات كبرى في الاقتصاد الفرنسي إلى البورصة، وأصبح الجو عندها ملائما لجذب المؤسسات والمستثمرين الفرنسيين والأجانب³.

كانت بورصة باريس وحتى الثمانينات من القرن الماضي، تدار تحت إشراف "شركة أعوان الصرف" (la compagnie des agents de change) التي كانت تهيمن وتحتكر عمليات التسعير، وفي بداية الثمانينات ومع ازدياد المنافسة بين البورصات العالمية ظهرت الحاجة إلى تحديث وتطوير بورصة باريس، والتي كانت إلى غاية تلك الفترة تعتمد بشكل أساسي على نظام "التداول بالمناداة"^{*} (cotation à la criée) وقد تم عندها إدخال نظام CAC (Cotation Assistée en Continu) بشكل تدريجي في الفترة الممتدة بين 1986 و 1989، مما جعل في الإمكان القيام بعملية التسعير والمتابعة المستمرة للبورصة التي كانت مهددة بشكل كبير من بورصة لندن، وقد عقب هذا القيام بعدة تعديلات شملت كل من هيكل "أعوان الصرف" إضافة

¹ - Voir : Ibid, P : 05-06.

² - Voir : Ibid, P : 06.

³ - Voir : Ibid, P : 07.

^{*} - نظام التسعير بالمناداة (Cotation à la criée) : يتم في هذا النظام تحديد الأسعار بطريقة شفوية بالتفاف المتعاملين حول سلة (une corbeille) ويستعملون مجموعة من الإشارات للدلالة على العملية المقصودة، وقد اختفى هذا النظام كليا في فرنسا.

إلى ظهور مؤسسات جديدة للبورصة، حيث حلت مؤسسة البورصة الفرنسية (SBF Société de la Bourse Française) محل شركة أعوان الصرف، كما شمل التحديث القيام بإنشاء أسواق منظمة للمشتقات المالية ابتداء من سنة 1989، متمثلة أساسا في سوق Matif & Monep*، وبهذا استعادت البورصة خلال التسعينات الدور الهام الذي كانت تؤديه في القرن التاسع عشر، والمتمثل أساسا في تمويل الابتكارات حيث وصلت مساهمتها في زيادة الناتج المحلي الخام في مطلع سنة 2000 إلى حوالي 15%، وفي 1 جوان 1999 قامت SBF (مؤسسة البورصات الفرنسية) بدمج كل من مؤسسات السوق التالية: Matif SA، Monep SA، Paris Bourse SA¹.

مع نهاية التسعينات وبعد إدخال نظام NSC (Nouveau Système de Cotation)، قامت بورصة باريس باقتراح دمج العديد من البورصات الأوروبية، توجت بإنشاء اتحاد اليورونكست (Euronext) في عام 2000.

2. اتحاد أسواق المال الأوروبية Euronext والتشريعات المنظمة لها

يعد اليورونكست أول بورصة أوروبية، تأسس في 22 سبتمبر 2000 من خلال اندماج مؤسسات السوق ثلاث دول مختلفة هي: مؤسسات بورصة باريس (les sociétés Paris Bourse)، مؤسسة بروكسل (Brussels Exchange (BXS))، مؤسسة أمستردام (Amsterdam Exchange (AEX)) مشكلين بذلك سوق Euronext². وقد جاء تأسيس هذا الاتحاد استجابة للطلب المتزايد من السوق لتهيئة المناخ المناسب من أجل الارتقاء بالتكامل بين أسواق المال الأوروبية، وسد الحاجة المتنامية إلى السيولة وخفض التكلفة نتيجة البدء في تداول العملة الأوروبية الموحدة "اليورو". ويتمتع "اليورونكست، Euronext" بأكبر رسملة بورصية في منطقة اليورو (نسبة 51% من المجموع)، كما يمثل أكبر سوق للسلع في أوروبا وأكبر سوق للخيارات على مستوى العالم، ويعتبر بحق اندماجا دوليا بما يشمله من وحدات أعمال وكوادر إدارية وحملة أسهم وأعضاء من مختلف الجنسيات. وقد كان الهدف من إنشاء هذا الاتحاد، هو النهوض بأسواق رأس المال في أوروبا ووضع معايير عالمية للأسواق المالية في مجال خدمات المعلومات والتداول والمقاصة والتسوية، إلى جانب السعي إلى إقامة تحالفات تعزز من كفاءة سوق رأس المال الأوروبي وتوسع نطاقه. ويرمي "اليورونكست" أيضا إلى تقديم خدمات رفيعة المستوى للعملاء والوسطاء والمستثمرين ومصدري الأوراق المالية، وقد قام هذا الاتحاد في عام 2001

* - Monep : Marché d'Option Négociable de Paris.

- Matif : Marché à Terme International de France.

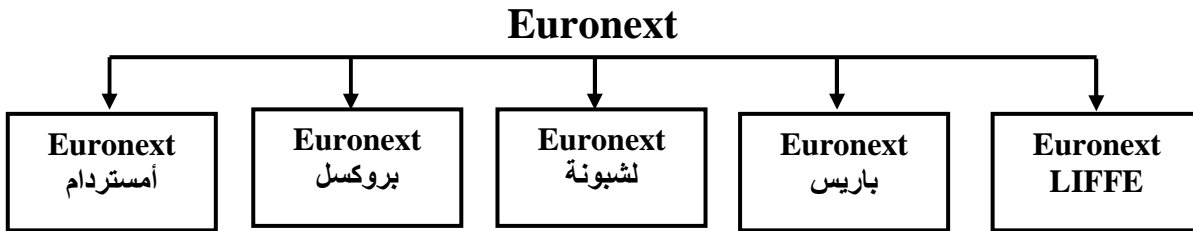
¹ - Voir : Id.

² - Voir : Ibid, P : 74.

بالاستحواذ على سوق المشتقات بلندن LIFFE* ، وعلى السوق البرتغالية في عام 2002، وقد تم في 14 أفريل دمج مجمع Euronext مع NYSE** ونتج عن ذلك ظهور أول بورصة عالمية هي NYSE Euronext (NYX).

تبقى الإشارة إلى أنه حتى ولو انضمت بورصات أوروبية أخرى إلى "اليورونكست" فإن قوة هذه السوق ووزنها يبقى محدودا، بالمقارنة مع المساعي الأمريكية خاصة فيما يتعلق بإنشاء بورصة عالمية (Le Global Equity Market GEM)، وقد شرعت بالفعل بورصات كل من طوكيو، هونغ كونغ، تورنتو، سيدني ساو باولو، المكسيك في إنشاء هذه السوق التي يقدر أن تصل رسمتها البورصية إلى 60% من الرصمة البورصية العالمية، وأين سيكون في وسع المستثمرين الدخول إلى هذه السوق العالمية من خلال البورصات المحلية¹. أما عن التشريعات المنظمة لسوق اليورونكست، فنشير إلى أن كل سوق محلية من الأسواق المكونة لهذا الاتحاد تخضع لقانون خاص بها، كما تتم إدارتها على يد مؤسسات محلية بالتنسيق دائما مع المؤسسات المسيرة لليورونكست، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (03-01) : الأسواق المشكلة لاتحاد اليورونكست



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع www.euronext.com

نلاحظ إذن من خلال هذا الشكل أن اتحاد اليورونكست يتكون من خمس بورصات محلية هي : بورصة لندن، باريس، البرتغال، بلجيكا، هولندا. ونحاول فيما يلي التطرق بإيجاز إلى الهيئات المنظمة لكل سوق من هذه الأسواق :

(1) يورونكست أمستردام : تسير وفقا للقانون المتعلق بالرقابة المالية الصادر في 28 سبتمبر 2006 وتخضع لسلطة وزارة المالية الهولندية.

(2) يورونكست بروكسل : تسير وفقا للقانون البلجيكي الصادر في 12 أوت 2002، وقد أصبحت Euronext Brussels بمثابة مؤسسة للسوق بموجب القرار 16 من نفس القانون، وهي تشرف على تنظيم

* - LIFFE : London International Financial Futures and Options Exchange.

** - NYSE : New York Stock Exchange.

¹ - Voir : Ibid, P : 75.

السوق (تنظيم دخول وخروج وإقضاء الأعضاء)، كما أصبحت بموجب نفس القانون تدعى "السلطة الكفؤة" (Autorité compétente).

(3) يورونكست لشبونة : تسير وفقا للمرسوم الرئاسي البرتغالي وتحديد القانون رقم (357-C/2007) الصادر في 31 أكتوبر 2007، والذي أصبحت بموجبه تسير وفقا للقانون البرتغالي الخاص بالقيم المنقولة إضافة إلى تشريعات CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) وهي سلطة عمومية مستقلة تشرف على مراقبة سوق المال والمتعاملين فيه إضافة إلى العروض العمومية ومؤسسات التوظيف الجماعية (les organismes de placement collectif).

(4) يورونكست LIFFE (القابضة، Holding) : هي مؤسسة بريطانية خاضعة لقانون الشركات بالمملكة المتحدة والخاص بسنة 1985 و1989 و2006، وتضم ثلاثة فروع رئيسية :

NYSE Liffe ✓

Liffe services limited (Ltd) ✓

Secfinex Ltd ✓

تعتبر Liffe services limited (Ltd) أساسا موردا للتكنولوجيا، وتخضع للتشريعات الصادرة عن سلطة الخدمات المالية FSA (Financial Services Authority)، أما Secfinex Ltd فهي فرع خاضع بشكل كلي لـ LIFFE (Holding).

(5) يورونكست باريس : تدار من طرف اللجنة النقدية والمالية الفرنسية (le comité monétaire et financier français)، حيث لوزير المالية كل الصلاحية لتسيير هذه البورصة بالأخذ في الاعتبار توصيات سلطة السوق المالي (Autorité des Marchés Financiers, AMF) وآراء اللجنة البنكية الفرنسية (commission bancaire française).

إذن: تشرف الجهة المسؤولة على إدارة السوق الأوروبية (Euronext) على تسيير الأسواق الأوروبية المنظمة التالية :

✓ أورونكست على مستوى أمستردام : تشرف على سوقين منظمين هما بورصة أمستردام (Euronext Amsterdam) وسوق المشتقات (Euronext Amsterdam derivatives market).

✓ أورونكست على مستوى بروكسل : تشرف على سوقين منظمين هما بورصة بروكسل (Euronext Bruxelles) وسوق للمشتقات (Euronext Bruxelles derivatives market).

✓ أورونكست على مستوى لشبونة : تشرف على سوقين منظمين هما بورصة لشبونة (Lisbon Euronext)، وسوق للمشتقات (Euronext Lisbon futures and options market).

✓ أوروبنكست على مستوى باريس : تشرف على ثلاثة أسواق منظمة هي: بورصة باريس (Euronext Paris)، وسوقين للمشتقات هما (Matif & Monep)، حيث تشكل الرسملة البورصية لبورصة باريس حوالي 64% من إجمالي الرسملة البورصية لهذا المجموع.

✓ LIFFE تشرف على سوق منظم واحد هو سوق للمشتقات.

إذن كل فرع من هذه الفروع يخضع للقوانين والتشريعات المحلية بالشكل الذي ذكرناه سابقا، ولأجل ضمان الرقابة على أسواق Euronext وبغية تحقيق التنسيق فيما بينها تعقد اجتماعات دورية تضم ممثلين عن فروع Euronext يتم فيها وضع خطط للعمل تهدف أساسا إلى تحقيق التقارب والتناغم بين التشريعات المحلية لكل بلد¹.

3. تنظيم سوق باريس للأوراق المالية

تعتبر بورصة باريس بشكل عام سوقا مدارا بالأوامر (marché dirigé par les ordres) أو سوقا بالوكالة (marché d'agence)، حيث تحدد أسعار الأسهم المتداولة فيها من خلال التقاء أوامر الشراء وأوامر البيع (مركزية التداول)، وأحيانا قد يتدخل بعض الوسطاء يطلق عليهم "أصحاب السوق" (les teneurs de marché) في تسعير بعض القيم، ويتم التفاوض حول الأسهم باعتبار سيولتها، ويتم تداول الأسهم القابلة للتحويل إلى سيولة بسرعة (شديدة السيولة) بشكل مستمر من 9 صباحا وحتى 17:40 مساء، أما الأسهم الأقل سيولة فتخضع لنظام تسعير ثابت (fixing) ويتم تداولها في ساعات محددة.

أما عن الجهاز التنظيمي لهذه السوق فابتداء من 1 أوت 2003 أصبحت السلطة الوحيدة في السوق المالي هي AMF (Autorité des marchés financiers) وذلك نتيجة دمج كل من²:

¹ - لمزيد من التفصيل، أنظر إلى الموقع الرسمي لبورصة باريس :

- www.euronext.com

² - Voir : Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, Gestion financière, Manuel & Application, 10^e Edition, Dunod, Paris, 2001, P : 26.

الجدول رقم (01-03) : سلطات سوق باريس للأوراق المالية قبل سنة 2003

| COB | CMF |
|--|--|
| Commission des Opérations de Bourse لجنة عمليات البورصة | Conseil des Marchés financiers مجلس أسواق المال |

المصدر : من إعداد الطالبة

وقد باشرت هذه الهيئة نشاطها ابتداء من 25 نوفمبر 2003 وسمحت لفرنسا بتنظيم سوقها المالي بشكل مستقل عن الدول الأعضاء في اتحاد اليورونكست، وتعمل هذه الهيئة على :

1. العمل على إحلال الثقة من خلال نشاطها الرقابي والتنظيمي.
 2. المساهمة في تحديث وتطوير بورصة باريس لمواجهة المنافسة في إطار العولمة المالية.
 3. المساهمة بشكل فعال في سن التشريعات على المستوى الأوروبي والعالمي إضافة إلى العمل على بناء نظام أوروبي وعالمي يهدف إلى ضمان استقرار وكفاءة أسواق المال.
- ويمكن تلخيص كل ما يتعلق بهذه الهيئة في الجدول التالي :

الجدول رقم (02-03) : سلطة الأسواق المالية AMF

| سلطة الأسواق المالية AMF | |
|---|-------------------------------------|
| 1- حماية الادخار. 2- توفير المعلومات لجمهور المستثمرين. 3- ضمان السير الحسن للسوق. | دور AMF يتمثل في ثلاث مهام أساسية : |
| - هيئة لاتخاذ القرارات تتكون من 16 عضوا ممثلين للسلطات العمومية (بنك فرنسا...) وللمهنيين. | تنظيم AMF |

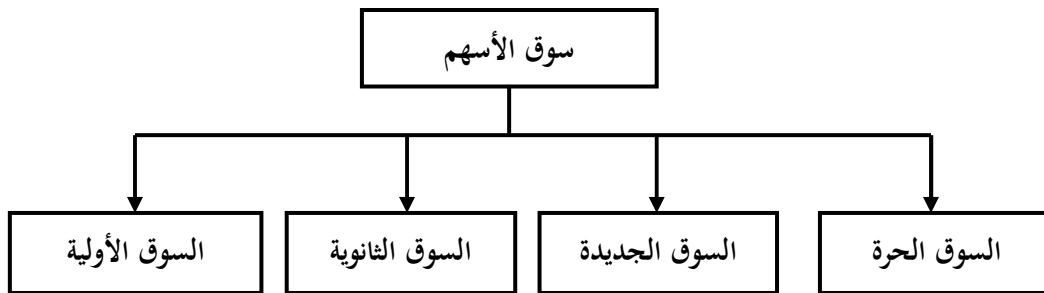
| | |
|---|---|
| <p>- لجنة عقابية تتكون من 12 عضوا.</p> | |
| <p>1-تنظم وتراقب العمليات المالية للشركات المسعرة (الدخول للسوق , OPA عمليات الاندماج...).</p> <p>2- تسمح بإنشاء SICAV، FCP* .</p> <p>3- تحدد مبادئ تنظيم وعمل مؤسسات السوق (مثل مؤسسة يورونكست باريس) وتراقب السوق والصفقات.</p> <p>4- تحدد الالتزامات الواجب أن يحترمها كل من يقوم بأداء خدمات استثمارية.</p> | <p>وظائفها : تتمثل في أربع وظائف أساسية</p> |

المصدر : من إعداد الطالبة

4. أقسام سوق باريس للأوراق المالية

كانت بورصة باريس تتضمن أربعة أسواق هي : السوق الأولية، السوق الثانوية، السوق الجديدة، السوق الحرة، حيث لكل سوق منها خصائص معينة وشروط دخول خاصة ينبغي على الشركات الراغبة في الانضمام إليها احترامها، ويمكن توضيح هذه الأسواق الفرعية من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (03-02) : أقسام سوق باريس للأوراق المالية



Source : J.Barreau et J.Delahaye, Gestion financière, Op.Cit, P : 26

* - سيكاف (SICAV) : شركات الاستثمار ذات رأس المال غير المحدود (المتغير)، أما FCP فيقصد بها صناديق التوظيف المشتركة، وكلاهما من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM التي تقوم إلى جانب توظيف الأموال المتجمعة لديها - من إصدار الأوراق المالية- بتسيير المحافظ المالية إضافة إلى نشاطات مالية أخرى.

أما عن خصائص كل سوق فيمكن التطرق إليها فيما يأتي :

1. السوق الأولية، (Le premier marché) : تضم هذه السوق أهم الشركات الفرنسية والأجنبية المسعرة في بورصة باريس، ولقد تم في 25 سبتمبر 2000 إزالة نظام التسوية الشهرية (RM (règlement mensuel المرتبط بالسوق الآجلة للأسهم عملا على تحقيق التناسق بين أداء البورصات الأوروبية وتسهيلا للاندماج مع بورصات بروكسل وأمستردام، وعقب هذا القرار لم يعد هناك أي فرق بين سوق التسوية الشهرية وسوق التسوية الآنية، وبالرغم من هذا يبقى في وسع المتعاملين الاستفادة من بعض مزايا نظام RM السابق (التسوية في نهاية الشهر) وذلك عن طريق الانخراط في SRD (نظام التسوية المختلف) (Système de Règlement Différé)، أما عن شروط الانخراط في هذه السوق فهي كالآتي: (حسب عام 2004)

✓ قيام الشركة بفتح 25% على الأقل من رأسمالها للجمهور.

✓ القيام بنشر البيانات الخاصة بالثلاث دورات السابقة والمصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

✓ أن يكون رقم أعمال الشركة أكبر من 75 مليون أورو.

✓ التزام الشركة بنشر معلومات مختلفة دوريا¹.

2. السوق الثانوية، (Le second marché) : ظهرت هذه السوق إلى الوجود عام 1983 وتستقبل المؤسسات متوسطة الحجم التي يتوقع أن تحقق نموا ملحوظا في المستقبل، وللدخول إلى هذه البورصة لابد على المؤسسات أن تفتح 10% فقط من رأسمالها للجمهور وأن يتراوح رقم أعمالها بين 10 إلى 60 مليون أورو إضافة إلى التزامها بالقيام بنشر البيانات الخاصة بالدورتين السابقتين، كما تكون ملزمة بأن تنشر معلومات أقل مقارنة بالسوق الأولية².

3. السوق الجديدة، (Le nouveau marché) : بدأت نشاطها منذ فيفري عام 1996، وهي مخصصة للمؤسسات الأوروبية الناشئة والمبتكرة التي لها قابلية لتحقيق النمو إذا توافرت لديها رؤوس الأموال اللازمة لتمويل أنشطتها، وشروط الدخول أقل تعقيدا، ولكن تبقى المؤسسات دائما ملزمة بالتصريح عن بياناتها، وقد تم تعزيز شروط الالتحاق بهذه السوق عام 2003 فأصبحت كالتالي :

✓ التصريح بالبيانات المصادق عليها لثلاث سنوات.

¹ - Voir : J.Barreau et J.Delahaye, Gestion financière, Op.Cit, P : 27.

² - Voir : Id.

✓ الالتزام بنشر البيانات كل 3 أشهر (رقم الأعمال، النتيجة الجارية والمركز المالي)، ويتم ضمان عمل هذه السوق من طرف وسطاء ماليين معتمدين من طرف يورونكست باريس هم :

■ الوسطاء الذين يعملون على ضمان دخول المؤسسات والإشراف على الأوراق المالية التي تصدرها (introduceur-teneur de marché).

■ السماسرة الذين يقومون بالتفاوض إلى جانب تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بهم أو بزبائنهم¹.

4. السوق الحرة، (Le marché libre, de gré à gré) (OTC)* : بدأت نشاطها منذ سبتمبر 1996 وهي سوق مدارة من طرف يورونكست باريس ولكنها ليست سوقا منظمة، وشروط الالتحاق بها بسيطة إذ يكفي التصريح بهيكل الشركة والبيانات الخاصة بالسنتين السابقتين، كما أنها لا تخضع إلى إجمالي التشريعات والتنظيمات التي تخضع لها السوق المنظمة، ولا توفر كل الضمانات التي توفرها السوق المنظمة (ضمان عمليات التسوية، ضمان عمليات OPA، OPE، ضمان عمليات التداول...)، وفي وسع المتعاملين إبرام العقود وفقا لما يلي مصالحهم واحتياجاتهم إلا أنه وفي حالة حدوث تلاعبات في وسع AMF التدخل².

نشير إلى أن جميع الأسواق السابقة باستثناء السوق الحرة هي أسواق منظمة. ولقد تم تحديد مواصفات هذه السوق من طرف وزير الاقتصاد والمالية الفرنسي وذلك بعد الأخذ في الاعتبار اقتراحات كل من سلطة السوق المالي AMF وبنك فرنسا، إذ لكي تصنف السوق على أنها سوق منظمة حسب قانون 2 جويلية 1996 لا بد أن تحرص على سير عمليات التفاوض بشكل منتظم، وأن يخضع كل المتعاملين فيها لقواعدها ولشروط الدخول إليها و شروط الإصدار والتسعير، إضافة إلى شروط سير وعقد الصفقات وشروط توقيف التداول واحترام قواعد التسجيل والإعلان عن المفاوضات... الخ، وبالأخص :

- إصدار أي ورقة مالية في هذه السوق لا يكون إلا بعد موافقة مصدرها.
- تخضع كل العروض العمومية لقواعد شديدة وصارمة.
- يكون الأعضاء المسؤولون عن إجراء المفاوضات في هذه السوق مسؤولين عن تنفيذ الأوامر التي يتلقونها.

¹ - Voir : Ibid, P : 27-28.

* - OTC : Over The Counter.

² - Voir : Ibid, P : 28.

لقد تغير التقسيم السابق الذكر لاتحاد الأسواق الأوروبية Euronext عموما وسوق باريس* للأوراق المالية على وجه الخصوص انطلاقا من سنة 2005، إذ تم استبدال الأقسام الأربعة** السابقة لسوق المال بسوق منظم يطلق عليه اسم "أوروليست، Eurolist"، وسوقين غير منظمين (لكن يتفاوتان في التنظيم) هما: "الألترنكست، Alternext" الذي يعد أكثر تنظيما من السوق الثاني الذي احتفظ باسم "السوق الحرة".

لقد تم تطبيق هذا الإصلاح في بادئ الأمر على بورصة باريس ثم بورصة أمستردام تليها بورصة بروكسل ولشبونة، وكان الهدف من ورائه هو الارتقاء بالمقروئية وسيولة سوق المال، إضافة إلى إضفاء مزيد من الحداثة عليها حتى تتمكن من استيعاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة¹، ولمزيد من التفصيل نحاول التطرق لكل قسم من هذه الأقسام الجديدة والإشارة إلى خصوصياته في بورصة باريس موضوع اهتمامنا.

1) الأوروليست، Eurolist : أصبح هذا القسم يضم منذ فيفري 2005 جميع المؤسسات التي كانت مدرجة سابقا في كل من السوق الأولية والثانوية والجديدة، ويتمثل الهدف من وراء هذا الدمج في الرفع من المقروئية من خلال ترتيب المؤسسات المسعرة فيه ترتيبا أبجديا، وتعرف كل مؤسسة تبعا لحجمها (رسملتها البورصية)، ونجد بأن هناك ثلاثة أنواع للمؤسسات المدرجة في هذا القسم هي :

- **القسم A** : يضم المؤسسات التي تفوق رسملتها البورصية 1 مليار دولار.
- **القسم B** : يضم المؤسسات التي تتراوح رسملتها البورصية بين 150 مليون أورو و 1 مليار أورو.
- **القسم C** : يضم المؤسسات التي تقل رسملتها البورصية عن 150 مليون أورو***.

ويجب على المؤسسات الراغبة في الدخول إلى "الأوروليست" أن تستوفي إجباريا جملة شروط منها :

✓ أن تضع المؤسسة على الأقل 25% من رأسمالها الاجتماعي تحت تصرف الجمهور لأجل ضمان السير المنتظم للسوق، وهذا ما يجعلها أكثر عرضة للمراقبة والتحكم، كما يعطي طاقم المديرين حافزا للعمل أكثر تفاديا للعقوبات التي يقوم المساهمون في السوق بفرضها.

✓ أن توفر المؤسسة معلوماتها التاريخية للثلاث سنوات الماضية على الأقل كما تلتزم بإشهار أية معلومة حول وضعيتها ونشاطها من شأنها التأثير على سعر أسهمها.

* - توجد في فرنسا سبع بورصات هي أولا بورصة باريس التي تعد الأكثر أهمية، إضافة إلى ست بورصات أخرى هي بورصة : بوردو، ليل، ليون، مارساي، ناننت، نانسي وجميع هذه البورصات الست لها تأثير محدود مقارنة ببورصة باريس.

** - كان يطلق على الأقسام الأربعة لسوق المال قبل سنة 2005 صفة الأسواق، أما بعد الإصلاح فأصبحت تسمى أقسام (Des compartiments).

¹ - Voir : D.Goyeau et A.Tarazi, La bourse, Op.Cit, P : 23.

*** - تستند هذه المعلومات على إحصاءات عام 2005.

✓ أن تقوم المؤسسة بنشر حساباتها السنوية إضافة إلى التصريح بنتيجتها كل 6 أشهر، ويرقم أعمالها كل 3 أشهر.

نشير أخيرا إلى أن هذه الشروط وبالرغم مما تحققه من شفافية وفعالية لسوق المال تعد جد مكلفة بالنسبة للمؤسسات¹.

(2) الألترنكست، Alternext : تم إنشاء هذا القسم في ماي 2005 لتحقيق هدف أساسي هو تسهيل عملية الدخول إلى السوق على كل المؤسسات التقليدية ذات الحجم المتوسط، والمؤسسات الناشئة التي تشتغل في القطاع التكنولوجي والتي لها قدرة عالية على الابتكار، إذن فهذا القسم مفتوح أمام جميع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يفضل أن يتراوح رقم أعمالها بين 5 إلى 8 مليون أورو، وهو يعد غير منظم من الجانب القانوني لكن اليورونكست يشرف على تنظيمه ومراقبته بغرض تسهيل الدخول على جميع المؤسسات مهما كان قطاع نشاطها وعلى جميع المستثمرين أيضا، وهذا في محاولة من الاتحاد الأوربي للحاق بالولايات المتحدة في مجال تمويل الابتكارات، وحتى تدرج المؤسسة في هذا السوق عليها أن تقوم ب² :

✓ وضع مبلغ 2.5 مليون أورو على الأقل تحت تصرف السوق.

✓ توفير معلوماتها المحاسبية الماضية التي تعود لمدة سنتين على الأقل.

✓ التصريح بأي معلومة من شأنها التأثير على سعر السهم.

✓ نشر حساباتها كل 6 أشهر³.

(3) السوق الحرة، Le marché libre (OTC) : تأسست كما أشرنا سابقا في عام 1998 وتضم القيم التي لم يتم قبولها على مستوى كل من "الأوروليسست" و"الأتلرنكست"، ولطالما تم اعتبار هذه السوق بمثابة قاعة الانتظار لسوق المال.

¹ - Voir : Ibid, P : 23-25.

² - لمزيد من الاطلاع حول الإجراءات القانونية للدخول إلى كل من الأوروليسست والأتلرنكست، أنظر :

- http://www.amf-france.org/documents/general/9021_1.pdf

³ - Voir : D.Goyeau et ATarazi, La bourse, Op.Cit, P : 25-26.

إن الدخول إلى هذه السوق لا يخضع لأي شروط كما أن التعاملات فيه تتم بجرية* وتنطوي على درجة عالية من الخطورة، إضافة إلى أنه يتسم بقلة المستثمرين وقلة السيولة، إذ يتم عادة الانتظار لعدة جلسات قبل أن يتم تكوين سعر واحد¹.

5. أنواع المنتجات المالية في سوق باريس للأوراق المالية

تقدم بورصة باريس للمتعاملين فيها إمكانية التفاوض حول المنتجات المالية التالية :

- الأسهم : يتم تداولها على مستوى السوق الحر (marché libre)، الألترنكست، الأوروليست.
 - السندات.
 - حق وضمن امتلاك السهم (les Warrants) : هي ورقة مالية تعطي الحق بشراء (les call warrants) أو بيع (les puts warrants) أصل مالي محل التعاقد (le sous-jacent) بسعر محدد مسبقاً خلال مدة زمنية محددة، ويمنع بيعها على المكشوف إذ لا بد من امتلاكها أولاً قبل بيعها².
- يتم إصدار Warrants من عدة مؤسسات مالية مثل : البنك الوطني الفرنسي (BNP)، Société Générale، Citibank، Crédit Lyonnais،....، وما يميزها عن عقود الخيارات أن هذه الأخيرة تصدرها البورصة أي Euronext من 9:05 صباحاً إلى غاية 17:25 ولا تصدرها المؤسسات المالية كسابقتها.
- يتم تداول Warrants بشكل مستمر على مستوى NextWarrants وهو سوق فرعي من يورونكست باريس، و دائماً ما يتم إيقاف تداولها على مستوى بورصة باريس قبل ستة أيام من تاريخ استحقاقها، وفيما يتعلق بمدة حياتها فهي تتراوح من بضعة أشهر ووصولاً إلى عدة سنوات وخارج هذه المدة ليس لهذه الأدوات أي قيمة، ونشير أيضاً إلى أن هناك نوعين من الـ Warrants : الأمريكية، وهي قابلة للاستغلال في كل وقت، والأوروبية وهي قابلة للاستغلال فقط خلال فترة استحقاقها (مدة الحياة).

أما عن الأصول التي تشكل محل تعاقد لهذا النوع من الأدوات المالية فنذكر من بينها :

✓ الأسهم (الفرنسية والأجنبية).

* - هذا هو السبب وراء تسمية هذه السوق سوقاً حرة .

¹ - Voir : Ibid, P : 26.

² - Voir : J.Barreau et J.Delahaye, Gestion financière, Op.Cit, P : 83-84.

✓ المؤشرات (CAC40, Eurostoxx50, Nikkei, Nasdaq...).

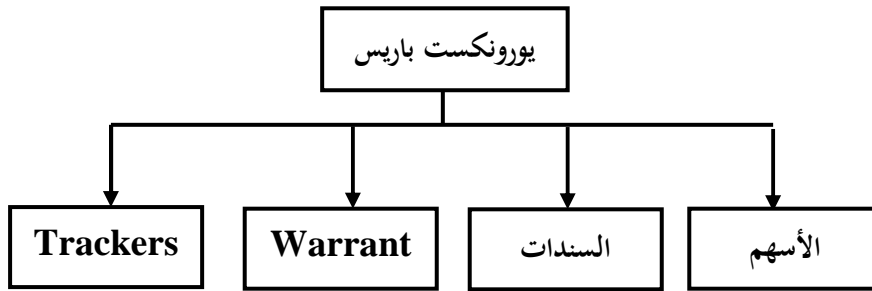
✓ العملات¹.

▪ Les Trackers :

طورت في الولايات المتحدة الأمريكية وظهرت في أوروبا مع مطلع القرن 21 أين شهدت تطورا سريعا وملحوظا، ويقصد بهذه الأداة توظيفات الأموال التي تعكس أداء أحد المؤشرات الإجمالية مثل: CAC40 Eurostoxx50... الخ، أو أحد المؤشرات القطاعية مثل: Easy ETF Euro Energie، Easy ETF Euro Telecom... الخ، أو أداء سلة من الأسهم، وتعتبر جزء من OPCVM (مؤسسة التوظيفات المشتركة الخاصة بالقيم المنقولة). يتم تداولها في البورصات بشكل مستمر من 9 صباحا وحتى 17:30 مساءً أين يتم شراؤها وبيعها كغيرها من الأسهم إلا أن أسعار تداولها تتبع تطور المؤشر الذي يفترض بها أن تعكسه وبالنسبة لبورصة باريس وابتداء من جانفي 2001 أصبح تداولها يتم على مستوى Nexttracks وغالبا ما يتم إصدارها من طرف مؤسسات مالية أو فروع البنوك الكبرى أو شركات التأمين².

إذن يمكن تلخيص هذه المنتجات في المخطط التالي :

الشكل رقم (03-03) : المنتجات المالية المتوفرة على مستوى بورصة باريس



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع www.euronext.com

هناك تقسيم آخر للبورصة يسري على جميع أسواق اليورونكست باعتبار أن هذا التحالف تحقق باحترام المحيط القانوني لكل دولة، فهو سوق أوروبي موحد بشكل تام على المستوى التقني (التسعير، التفاوض التعويض والتسوية...)، إذ تم في جانفي 2002 وعلى مستوى كل سوق من أسواق اليورونكست إنشاء قسمين للتسعير

¹ - Voir : Ibid, P : 84.

² - لمزيد من المعلومات، أنظر إلى الموقع التالي :

(segment de cotation)، وللانخراط في كل قسم هناك قواعد لا بد من احترامها تهدف أساسا إلى تدعيم الشفافية والرفع من جودة المعلومات المقدمة لجمهور المستثمرين، هذان القسمان هما :

• NextEconomy : للمؤسسات الناشطة في المجال التكنولوجي (المعلومات، الاتصالات، الانترنت...).

• NextPrime : للمؤسسات التقليدية التي لا تندرج ضمن القسم السابق.

ويهدف هذا التقسيم إلى معرفة وتحديد المؤسسات التي لها استعداد لقبول الالتزامات التالية :

▪ أن تخضع للتسعير المستمر.

▪ استعمال اللغة الانجليزية (إلى جانب الفرنسية) عند إعداد التقارير المالية السنوية وكل ثلاثة أشهر.

▪ نشر بياناتها المالية على الانترنت.

▪ أن تنظم على الأقل اجتماعان سنويا للمحللين وأن تدمجهم بالمعلومات اللازمة طوال السنة.

▪ اعتماد وتبني IAS/IFRS عند إعداد الحسابات الموطدة ابتداء من جانفي 2005.

وبالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يعد الانخراط في أحد القسمين فرصة جيدة لتعريف المستثمرين بها ناهيك عن أنه قد تم إنشاء مؤشرين خاصين بهذين القسمين¹.

6. أوقات العمل والتداول في بورصة باريس

يتم التداول على مستوى بورصة باريس من الاثنين إلى الجمعة، وذلك ابتداء من الساعة 9:00 صباحا وحتى 17:30 مساء عدا الأيام التالية* :

1. رأس السنة الميلادية : 1 جانفي.

¹ - لمزيد من التفصيل، أنظر إلى الموقع الرسمي لبورصة باريس :

- www.euronext.com.

* - توجد بعض الاستثناءات الخاصة ببعض البورصات على مستوى اليورونكست مثل LIFFE حيث تغلق فيها أسواق المال على الساعة الواحدة زوالا في أيام 24 و 31 ديسمبر، كما أن الأيام 25 ماي و 31 أوت و 28 ديسمبر تمثل أيام عطل في المملكة المتحدة ولذا يتوقع عدم وجود تداول في البورصة.

2. جمعة الآلام (الجمعة العظيمة التي تمثل ذكرى صلب المسيح عليه السلام) (Good Friday) : 22 أبريل هذا العام (2011).

3. عيد الفصح : 13 أبريل.

4. عيد العمال : 1 ماي.

5. عيد الميلاد : 25 ديسمبر¹.

7. عدد الشركات المسعرة في بورصة باريس

بلغ عدد المؤسسات المسعرة على مستوى اتحاد أسواق اليورونكست بشكل إجمالي 1238 مؤسسة، وقد بلغت القيمة السوقية الإجمالية لهذه الشركات حوالي 1.3 تريليون أورو في 31 ديسمبر 2008، أما بالنسبة لبورصة باريس فقد بلغ عدد المؤسسات المسعرة فيها بتاريخ 08 ديسمبر 2009 حوالي 639 مؤسسة².

8. عمل سوق باريس للأوراق المالية

من الصعب التطرق بدقة لكيفية عمل سوق باريس للأوراق المالية، خاصة بالنظر إلى كونها جزءا من اتحاد ضخمة لعدة بورصات أوروبية، غير أننا سنحاول التركيز على أربع نقاط أساسية لفهم كيفية الوصول إلى تحديد السعر السوقي هي :

✓ أنواع الأوامر في السوق.

✓ كيفية تدوين الأوامر في السوق.

✓ كيفية نقل الأوامر.

✓ تنفيذ الأوامر والتسعير.

¹ - Voir : www.euronext.com. Consulté le 04/09/2012.

² - Voir : Id.

(1) أنواع الأوامر في السوق :

يمكن التمييز في سوق باريس للأوراق المالية بين عدد من الأوامر يمكن توضيحها بإيجاز من خلال الجدول التالي¹ :

الجدول رقم (03-03) : أنواع الأوامر الموجودة في سوق باريس للأوراق المالية

| نوع الأمر | الخصائص | معلومات إضافية |
|--|--|---|
| أمر "بسرر محدد" [*] (A cours limité) | يحدد المشتري السعر الذي لا يستطيع الشراء بأكثر منه يحدد البائع السعر الذي لا يستطيع البيع بأقل منه. | هو النوع الأكثر استعمالا. يمكن المشغل من التحكم في الأسعار. ينفذ جزئيا أو لا ينفذ أبدا. |
| أمر "بسرر السوق" (au prix du marché) | لا يحتوي على أي تحديد للسعر ورغم هذا فإن نظام التسعير يحوله تلقائيا إلى أمر بسرر محدد ويجعل الحد هو سعر الافتتاح بالنسبة للأوامر الصادرة قبل فتح السوق وبالنسبة للأوامر الصادرة خلال جلسة التداول يكون السعر الأمثل هو أحسن سعر مقابل لتلك الأوامر في السوق. | لا يتم التحكم في السعر. يمكن للتنفيذ أن يقسم إلى مراحل. |
| أمر غير محدد السعر (A tous prix) | يتمتع بأولوية التنفيذ على جميع الأنواع الأخرى من الأوامر. يجب أن ينفذ بشكل كلي وإلا فلا | يتسم تنفيذه بحالة من عدم التأكد. لا وجود لخطر التنفيذ الجزئي للأمر. |

¹ - Voir : J.Barreau et J.Delahaye, Gestion financière, Op.Cit, P : 30

^{*} - تشكل الأوامر بسرر محدد حوالي 90% من الأوامر المنقولة.

| | | |
|--|---|--|
| | ينفذ. | |
| <p>يتم التحكم في السعر لا وجود لخطر التنفيذ الجزئي يمكن للتنفيذ أن يستغرق مدة طويلة... الخ</p> | <p>هو أمر بسعر محدد يشترط في تنفيذه وجود مقابل كاف في السوق</p> | <p>أمر الكل أو اللاشيء (tout ou rien)</p> |
| <p>لا يتم التحكم في السعر. ينفذ كلياً لأنه يتحول إلى "أمر غير محدد السعر" بمعنى بمجرد الوصول إلى هذه العتبة ينفذ الأمر في أي مستوى للسعر. - يسمح هذا النوع من الأوامر ب: الاستفادة من حالة العودة إلى الارتفاع بالنسبة لأمر الشراء التحوط من حالة العودة إلى الانخفاض وبالتالي الحفاظ على فائض القيمة في حالة البيع.</p> | <p>وهو أمر يصبح ساري المفعول انطلاقاً من سعر محدد للتداول: - عند هذا السعر وما فوقه في حالة أمر الشراء. - عند هذا السعر وما تحته في حالة أمر البيع.</p> | <p>أمر "بعتبة الانطلاق" (à seuil de déclenchement)</p> |
| <p>يتم التحكم في السعر. وجود خطر التنفيذ الجزئي للأمر. نفس الملاحظة السابقة بالنسبة للعودة إلى حالة الارتفاع أو الابتعاد عن حالة الانخفاض عند</p> | <p>لا يتم تنفيذ هذا الأمر إلا بين قيمتين محددتين</p> | <p>أمر "بسطح الانطلاق" (à plage de déclenchement)</p> |

| | | |
|-----------------------|--|--|
| وجود تغير في الأسعار. | | |
|-----------------------|--|--|

Source : J.Barreau et J.Delahaye, Gestion financière, Op.Cit, P : 30

(2) كيفية تدوين الأوامر في السوق :

يتم تدوين الأوامر بعناية فائقة تفاديا لحدوث الأخطاء، وفي هذا الصدد نشير إلى أن هناك أمور إجبارية الذكر وأمر اختيارية لكن يفضل دائما ذكرها، و تتعلق هذه الأمور في مجملها بالسعر وبمدة الصلاحية¹.

الجدول رقم (03-04) : المعلومات الإجبارية والاختيارية التي يتم التصريح بها حول الأوامر

| | |
|---|---------------------------|
| الورقة المالية أو رقمها المعرف (le code identifiant). | الأمور التي تذكر إجباريا |
| نوع العملية: بيع أو شراء. | |
| كمية الأوراق المالية. | |
| الشروط الخاصة بالسعر. | الأمور التي تذكر اختياريا |
| مدة الصلاحية* : (durée de validité) | |
| أمر "اليوم" صالح فقط خلال يوم التفاوض. | |
| أمر "بتاريخ محدد" صالح لغاية التاريخ المذكور. | |
| أمر "قابل للإبطال" إذا لم يتم إبطاله فإنه يسري في مدة أقصاها 365 يوم. | |

Source : J.Barreau et J.Delahaye, Gestion financière, Op.Cit, P : 31

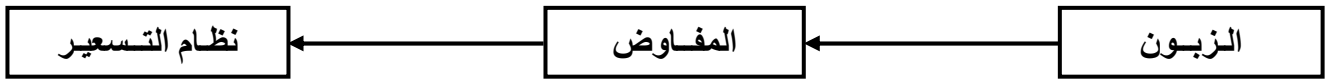
¹ - Voir : Ibid, P : 31.

* - في حالة عدم ذكر أي أمر متعلق بالصلاحية يتم اعتبار الأمر ساريا فقط خلال يوم التفاوض.

(3) كيفية نقل الأوامر : (Transmission des ordres)

يتم نقل الأوامر في البورصة أولاً إلى المفاوض (un négociateur) والذي ينقلها بدوره إلى نظام التسعير (le système de cotation) كالآتي¹:

الشكل رقم (03-04) : كيفية نقل الأوامر في سوق باريس للأوراق المالية.



نقل الأوامر باستخدام أجهزة الإعلام الآلي

نقل الأوامر عن طريق :- الهاتف، الفاكس، الانترنت

Source : J.Barreau et J.Delahaye, Gestion financière, Op.Cit, P : 31

(4) تنفيذ الأوامر والتسعير :

إن تنفيذ الأوامر في بورصة باريس يخضع لقاعدتين أساسيتين :

■ الأولوية بالاعتماد على السعر :

عند الشراء : الأولوية لأكبر سعر يتم إعطاؤه (إذ يتم تصنيف أوامر الشراء تنازلياً حسب السعر).

عند البيع : الأولوية لأقل سعر يتم طلبه فإذاً يتم ترتيب أوامر البيع تصاعدياً حسب السعر.

■ الأولوية بالاعتماد على الوقت :

إذا كان لدينا أمران من نفس النوع ومتعلقان بنفس العملية فإنهما ينفذان تبعاً لترتيب دخولهما إلى السوق فالذي يصل أولاً يتم تنفيذه أولاً¹.

¹ - Voir : Id.

أما فيما يتعلق بالتسعير فإنه يتم بنظام معلوماتي جد متطور تم إنشاؤه عام 1995 ويطلق عليه اسم super CAC وهناك نظامان للتسعير هما :

(1) نظام التسعير المستمر (بالنسبة للقيم المهمة) CAC (Cotation Assisté en Continu) : يمر بثلاث مراحل :

✓ من الساعة 7:45 إلى 9:00 يتم إدخال كل الأوامر التي وصلت في مساء اليوم السابق إلى الحاسوب المركزي من دون حدوث أي صفقة، على الساعة 9 يقوم الحاسوب بتحديد سعر الافتتاح (cours d'ouverture) عندها يتم تبادل أكبر عدد من الأوراق المالية، ويتم تنفيذ كلي لأوامر الشراء المدونة بسعر أكبر من سعر الافتتاح وأوامر البيع المدونة بسعر أقل من سعر الافتتاح، أما الأوامر المطابقة لسعر الافتتاح تنفذ جزئيا فقط.

✓ من 9 حتى 17:30 : يؤدي دخول أي أمر جديد عند وجود الأمر المقابل له إلى عقد الصفقة مباشرة في الحاسوب، أما عند عدم وجود الأمر المقابل (la contrepartie) يخزن في انتظار تلييته.

✓ من 17:30 حتى 17:35 : يتم تجميع الأوامر التي لم تلبى وعند 17:35 يحدد الحاسوب سعر الإقفال.

(2) نظام التسعير الثابت (للقيم الأقل أهمية) (Cotation par fixage) : يتبع نفس المبدأ ولكن عوض أن يكون التسعير مستمرا لا تتم مقابلة الأوامر إلا مرة أو مرتين في اليوم (على الساعة 15 زوالا في حالة التسعير مرة واحدة، وعلى الساعة 11:30 و 16 في حالة التسعير مرتين)².

نشير إلى أن هذا النظام في التسعير متبع في جميع أسواق اليورونكست إلا أنه في وسع فرع يورونكست باريس تعديل مواقيت العمل تبعاً لاحتياجات السوق.

9. أهم مؤشرات سوق باريس للأوراق المالية

يتم على مستوى هذه البورصة نشر عدة مؤشرات خاصة بالسوق، كما ظهرت مؤشرات جديدة كنتيجة للدمج الذي حدث عام 2005 لكل من السوق الأولي، الثانوي، السوق الجديدة وتشكيل القسم الذي تطرقنا إليه سابقا والذي أطلق عليه اسم "الأوروليست".

¹ - Voir : Id.

² - Voir : Id.

أما عن أهم المؤشرات فهي موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم (03-05) : أهم مؤشرات بورصة باريس

| المؤشر | أهم المميزات |
|--|---|
| <p><u>CAC40</u> (تأسس بـ 1000 نقطة في 1987 /12/ 31)</p> | <p>- يتم حسابه انطلاقا من عينة مكونة من 40 قيمة تعبر عن أكبر الشركات الفرنسية من حيث الرسملة البورصية تم اختيارها بحيث تعكس وتعبر عن السوق المالي الفرنسي، تتم مراجعته 4 مرات في السنة ويحسب في الوقت الحقيقي (temps réel) من طرف فرع يورونكست باريس.</p> <p>- ينشر كل 30 ثانية ويعتبر محلا للتعاقد في العقود الآجلة والخيارات.</p> |
| <p><u>SBF120</u> (تأسس بـ 1000 نقطة في 1990/12/31)</p> | <p>- يتشكل من 120 قيمة مهمة (بما فيها تلك المشكلة لـ CAC40)</p> <p>- يكون مسعر بشكل مستمر</p> |
| <p><u>SBF80</u> (تم إطلاقه ابتداء من 1997/10/22 ابتداء من 100 نقطة.</p> | <p>- يتشكل من القيم المتضمنة في SBF120 والتي لا تنتمي إلى CAC40</p> <p>- نشير إلى أن كل المؤشرات CAC40 , SBF120 , SBF80 تنشر بشكل مستمر من الساعة 9 إلى 17:30 كل 30 ثانية.</p> |
| <p><u>SBF250</u></p> | <p>يتشكل من القيم الفرنسية المتداولة في السوق الأولي والثانوي (سابقا) بما في ذلك قيم SBF120 ويسمح بمراقبة تطور السوق في مجمله.</p> |
| <p>المؤشرات الأوروبية :</p> <p><u>Dow Jones Stoxx</u></p> <p><u>Dow Jones Stoxx 50</u></p> <p><u>Dow Jones Euro Stoxx</u></p> <p><u>Dow Jones Euro</u></p> | <p>- يتضمن 16 بلدا أوروبا ويتشكل من 600 قيمة.</p> <p>- يحسب انطلاقا من 50 قيمة الأكثر تمثيلا لـ 16 بلدا أوروبا.</p> <p>- يغطي كل منطقة الأورو ويتضمن 300 قيمة.</p> <p>- يحسب انطلاقا من 50 قيمة الأكثر تمثيلا لمنطقة الأورو.</p> |

| | |
|--|--|
| <p>نشير إلى أن كل من مؤشر DJ Euro Stoxx 50 و DJ Stoxx 50 هما محل تعاقد للعقود الآجلة وعقود الخيارات في Monep.</p> | <p><u>Stoxx 50</u></p> |
| <p>يحسب انطلاقا من 100 قيمة متوسطة فرنسية مأخوذة من السوق الأولي والثانوي (سابقا) بالأخذ في الاعتبار القيم الأكثر سيولة*.</p> | <p><u>MiDCAC</u> (تأسس على قاعدة 1000 نقطة في 1990/12/31)</p> |
| <p>تم إطلاقها في الثلاثي الأول من العام 2000 من طرف يورونكست باريس وذلك لمعرفة وتتبع تطور القطاع التكنولوجي. يمثل المؤشر الأول 150 قيمة مسعرة في قسم الأوروليست، أما المؤشر الثاني فيمثل أول 50 قيمة باستثناء تلك المشكلة ل CAC40.</p> | <p>المؤشرات الخاصة بقطاع التكنولوجيا (IT) : <u>IT CAC</u> <u>IT CAC 50</u></p> |
| <p>- تم إطلاقها ابتداء من أكتوبر 2000. - يتشكل من أهم 100 قيمة مسعرة في القسم الأول من سوق اليورونكست. - يمثل 150 قيمة الباقية.</p> | <p>مؤشرات اليورونكست : Euronext 100 Next 150</p> |

* - تقاس سيولة الورقة المالية من خلال مبلغ الأحجام المتبادلة و معدل دورانها اليومي، بمعنى من خلال العلاقة التالية : حجم الصفقات/الرملة البورصية.

| | |
|--|----------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> • نيويورك : - داو جونز (Dow Jones) (30 قيمة صناعية). - نازداك 100 (Nasdaq 100) : يحسب انطلاقا من أهم 100 قيمة في القطاع التكنولوجي في الولايات المتحدة الأمريكية. • طوكيو : نيكاي (Nikkei) (225 قيمة). • لندن : FTSE 100 (100 قيمة). • فرانكفورت : DAX30. | <p>المؤشرات الأجنبية :</p> |
|--|----------------------------|

Source : J.Barreau et J.Delahaye, Gestion financière, Op.Cit, P : 32-33

المبحث الثاني : منهجية بناء محفظة أوراق مالية في بورصة باريس

بعد التعريف ببورصة باريس، يتناول هذا المبحث تطبيق ما سبق وأن تم التطرق إليه في الفصل الثاني فيما يتعلق بكيفية تشكيل محفظة الأوراق المالية وفقا لكل من التحليل "العائد-المخاطرة" والتحليل السلوكي، وذلك من خلال الاختيار بين الأسهم التي تصدرها الشركات المدرجة في المؤشر الرئيسي لبورصة باريس CAC40.

تهدف هذه الدراسة التطبيقية بشكل أساسي إلى توضيح مجموعة من النقاط المتعلقة باختيار وبناء محفظة الأوراق المالية، ومن بين هذه النقاط نذكر :

- ☒ كيف يقوم المستثمر ببناء محفظته وفقا للتحليل العائد-المخاطرة وهذا من جملة قيم متداولة في سوق المال.
- ☒ كيف يكون في وسع المستثمر بعد ذلك معرفة المحفظة الكفؤة من بين عدة محافظ ممكنة بما في ذلك المحفظة السلوكية.

إذن تهدف هذه الدراسة عموما إلى التعرف على كيفية اختيار المحفظة المثلى من جملة محافظ أخرى، ولهذا الغرض سنقوم ببناء محافظ لم يتم احترام التحليل العائد-المخاطرة عند تشكيلها لاكتشاف إلى أي مدى يسمح لنا هذا التحليل بتجنب توليفات غير كفؤة، دون أن ننسى البحث عن أثر إستراتيجية التنويع على خصائص المحفظة سواء كان تنويعا بين المؤسسات أو القطاعات.

يبدأ بناء المحفظة لحظة قيام المستثمر باختيار القيم التي ستضمونها، ولذا فإن أول خطوة في هذه العملية هي الاختيار الأمثل للأصول المالية وفقا للمعايير الإحصائية المستعملة في التحليل العائد-المخاطرة، ويمكن تلخيص عملية اختيار وبناء محفظة الأوراق المالية في خمس خطوات أساسية هي :

- 1) جمع المعلومات حول القيم المكونة للعينة التي ستشكل موضوع الدراسة والاختيار.
- 2) تقدير المعايير الإحصائية لكل قيمة من القيم المكونة للعينة.
- 3) اختيار مجموعة من الأصول وفقا لمعايير التحليل العائد-المخاطرة لتكوين عدد من المحافظ يتم فيما بعد اختيار المحفظة الكفؤة من بينها.
- 4) إسناد معاملات الترجيح لكل أصل داخل كل محفظة.
- 5) اختيار المحفظة الكفؤة¹.

¹ - Voir : Abdelhamid El Bouhadi, A.Ounir, M.Maguiri, Construction d'un portefeuille efficient : Application empirique à partir d'un échantillon de valeurs cotées à la bourse des valeurs de Casablanca, 2008, sur : mpra.ub.uni-muenchen.de/19681/. P : 01.

1. تشكيل عينة الدراسة

اخترنا إجراء هذه الدراسة على سوق باريس للأوراق المالية، وتحديدًا تشكلت عينة هذه الدراسة من مجموع المؤسسات المدرجة في المؤشر الرئيسي لهذه البورصة **CAC40**.

تنطلق هذه الدراسة من جمع المعطيات الخاصة بالأربعين شركة المدرجة* في هذا المؤشر، وتمثل هذه المعطيات تحديدًا في أسعار الإقفال وتوزيعات الأرباح الأسبوعية الخاصة بهذه الشركات على مدار سنتي 2007 و 2008، أي أننا تحصلنا في الأساس على 40 سلسلة كل منها مكونة من 106 قيمة، إضافة إلى السلسلة التي تعكس تطور السوق ككل ممثلة في قيم الإقفال الأسبوعية لمؤشر **CAC40**.

تنطلق هذه الدراسة كما سبق وأن أشرنا من 2007/01/01 وتمتد إلى غاية سنة 2010 لأجل التحقق من حسن اختيار المحافظ، لذا فإن الفترة من 2007/01/01 إلى 2008/12/31 تعد فترة الدراسة الفعلية التي سيتم بناء على نتائجها اختيار الأوراق المالية المكونة للمحافظ المشكلة فيما بعد، ثم سيتم تتبع أداء هذه المحافظ في سنة 2009 و سنة 2010 لأجل اكتشاف المحافظ الكفؤة.

أثناء جمع المعطيات تقلصت العينة، إذ لاحظنا أنه وعلى امتداد مدة الدراسة طرأت مجموعة تغيرات على مؤشر **CAC40** وقد كنا تتبعنا ترتيب هذه الشركات في المؤشر خلال سنة 2011 (كأساس مرجعي)، إلا أننا اكتشفنا فيما بعد وجود شركات لم تكن موجودة في السنوات السابقة (من 2007 إلى 2011)، إضافة إلى خروج شركات كانت موجودة من قبل، كما لاحظنا تغير أسماء بعض الشركات في المؤشر، ويمكن توضيح هذا من خلال الجدول التالي الذي يوضح التغير الحاصل في مؤشر **CAC40** خلال مدة الدراسة ووصولاً إلى سنة 2011 (باستثناء سنة 2010 نظراً لعدم الحصول على ترتيب الشركات خلالها) :

الجدول رقم (03-06) : تغير مؤشر CAC40 في سنوات 2007-2008-2009-2011.

| رمز الشركة في 2011 | 2007 /CAC40 | 2008 /CAC40 | 2009 /CAC40 | 2011 /CAC40 |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|

* - تعد الشركات المدرجة في هذا المؤشر من أكبر الشركات ذات الأداء والوضعية المالية الجيدة، كل منها تعكس وتزعم القطاع الذي تنشط فيه كما تكون أولى من يتعاقى عند حدوث أزمة، فهي إذن تنتمي إلى فئة يطلق عليها في سوق المال اسم **Blue chips**، ولمزيد من التفصيل أنظر :

- Jean-Marie Pruvost, Dico de financier, Op.Cit, P : 28.

| | | | | |
|----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----|
| ACCOR | ACCOR | ACCOR | ACCOR | AC |
| | AIR FRANCE -KLM | AIR FRANCE -KLM | AIR FRANCE -KLM | |
| AIR LIQUIDE | AIR LIQUIDE | AIR LIQUIDE | AIR LIQUIDE | AI |
| ALCATEL-LUCENT | ALCATEL-LUCENT | ALCATEL-LUCENT | ALCATEL-LUCENT | ALU |
| ALSTOM | ALSTOM | ALSTOM | ALSTOM | ALO |
| ArcelorMittal | ArcelorMittal | ArcelorMittal | ArcelorMittal | MT |
| AXA | AXA | AXA | AXA | CS |
| BNP PARIBAS ACT.A | BNP PARIBAS | BNP PARIBAS | BNP PARIBAS | BNP |
| BOUYGUES | BOUYGUES | BOUYGUES | BOUYGUES | EN |
| CAP GEMINI | CAP GEMINI | CAP GEMINI | CAP GEMINI | CAP |
| CARREFOUR | CARREFOUR | CARREFOUR | CARREFOUR | CA |
| CREDIT AGRICOLE | CREDIT AGRICOLE | CREDIT AGRICOLE | CREDIT AGRICOLE | ACA |
| DANONE | DANONE | DANONE | DANONE | BN |
| | DEXIA | DEXIA | DEXIA | |
| EADS | EADS | EADS | EADS | EAD |
| EDF | EDF | EDF | EDF | EDF |
| ESSILOR INTL | ESSILOR INTL | ESSILOR INTL | ESSILOR INTL | EI |
| FRANCE TELECOM | FRANCE TELECOM | FRANCE TELECOM | FRANCE TELECOM | FTE |
| GDF SUEZ | GDF SUEZ | GDF SUEZ | GAZ DE FRANCE | GSZ |
| LAFARGE | LAFARGE | LAFARGE | LAFARGE | LG |
| | LAGARDERE S C A | LAGARDERE S C A | LAGARDERE S C A | |
| L'OREAL | L'OREAL | L'OREAL | L'OREAL | OR |
| LVMH | LVMH | LVMH | LVMH | MC |
| MICHELIN | MICHELIN | MICHELIN | MICHELIN | ML |
| NATIXIS | | | | KN |
| PERNOD RICARD | PERNOD RICARD | PERNOD RICARD | PERNOD RICARD | RI |
| PEUGEOT | PEUGEOT | PEUGEOT | PEUGEOT | UG |
| PPR | PPR | PPR | PPR | PP |

| | | | | |
|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-----|
| PUBLICIS GROUPE SA | | | | PUB |
| RENAULT | RENAULT | RENAULT | RENAULT | RNO |
| SAINT GOBAIN | SAINT GOBAIN | SAINT GOBAIN | SAINT GOBAIN | SGO |
| SANOFI-AVENTIS | SANOFI-AVENTIS | SANOFI-AVENTIS | SANOFI-AVENTIS | SAN |
| SCHNEIDER ELECTRIC | SCHNEIDER ELECTRIC | SCHNEIDER ELECTRIC | SCHNEIDER ELECTRIC | SU |
| SOCIETE GENERALE | SOCIETE GENERALE | SOCIETE GENERALE | SOCIETE GENERALE | GLE |
| STMICROELECTRONICS | STMICROELECTRONICS | STMICROELECTRONICS | STMICROELECTRONICS | STM |
| SUEZ ENVIRONNEMENT | SUEZ ENVIRONNEMENT | SUEZ ENVIRONNEMENT | SUEZ | SEV |
| TECHNIP | | | | TEC |
| TOTAL | TOTAL | TOTAL | TOTAL | FP |
| UNIBAIL-RODAMCO | UNIBAIL-RODAMCO | UNIBAIL-RODAMCO | UNIBAIL-RODAMCO | UL |
| VALLOUREC | VALLOUREC | VALLOUREC | VALLOUREC | VK |
| VEOLIA ENVIRON | VEOLIA ENVIRON | VEOLIA ENVIRON | VEOLIA ENVIRON | VIE |
| VINCI | VINCI (EX SGE) | VINCI (EX SGE) | VINCI (EX SGE) | DG |
| VIVENDI | VIVENDI | VIVENDI | VIVENDI | VIV |

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع ¹ www.euronext.com

هناك عدة ملاحظات يمكن استخراجها من الجدول السابق فيما يتعلق بالتغيرات التي طرأت على الشركات المشكلة لمؤشر CAC40 نذكر منها :

✓ دخول عدة شركات جديدة على غرار : NATIXIS ، PUBLICIS GROUPE SA ، TECHNIP ، لذا فإن أي من هذه الشركات لن تدخل في تكوين عينة دراستنا نظرا لعدم توفر معطيات حولها خلال سنوات الدراسة.

✓ خروج بعض الشركات مثل شركة : LAGARDERE S C ، DEXIA ، AIR FRANCE –KLM ، ولذا قمنا بإبعادها أيضا بغية الحفاظ على عينة الدراسة التي تستهدف الشركات المدرجة في المؤشر لغاية 2011.

¹ - Voir : www.euronext.com, (The composition of the CAC 40 as of 2 September 2011). Consulté le : 04/09/2012.

✓ تغير أسماء بعض الشركات الذي يكون في بعض الأحيان نتيجة للاندماج، كتحويل اسم شركة :

BNP PARIBAS ACT.A إلى BNP PARIBAS

GDF SUEZ إلى GAZ DE FRANCE

SUEZ ENVIRONNEMENT إلى SUEZ

VINCI إلى VINCI (EX SGE)

إلى جانب التعديلات التي أجريتها والمستنبطة من الجدول السابق، قمنا بإقصاء شركة SUEZ ENVIRONNEMENT من العينة لتعذر الحصول على المعطيات الخاصة بها في سنة 2007. وبهذا أصبحت عينة الدراسة تضم 36 مؤسسة واردة في الجدول التالي الذي يوضح هذه الشركات بالإضافة إلى قطاع نشاطها والسوق الذي تنتمي إليه.

الجدول رقم (03-07): الشركات المكونة لعينة الدراسة

| اسم الشركة | قطاع النشاط | السوق الرئيسية |
|-------------------|-------------------------------------|-------------------|
| ACCOR | الفنادق | أوروليست، القسم A |
| AIR LIQUIDE | الكيمياء | أوروليست، القسم A |
| ALCATEL-LUCENT | أجهزة الاتصال | أوروليست، القسم A |
| ALSTOM | العتاد الصناعي | أوروليست، القسم A |
| ArcelorMittal | تحويل المعادن | أوروليست، القسم A |
| AXA | التأمينات | أوروليست، القسم A |
| BNP PARIBAS ACT.A | البنوك | أوروليست، القسم A |
| BOUYGUES | الصناعات الثقيلة | أوروليست، القسم A |
| CAP GEMINI | خدمات الإعلام الآلي | أوروليست، القسم A |
| CARREFOUR | المواد الغذائية (بالجملة وبالتجزئة) | أوروليست، القسم A |
| CREDIT AGRICOLE | البنوك | أوروليست، القسم A |
| DANONE | المواد الغذائية | أوروليست، القسم A |

| | | |
|-------------------|--------------------------------|--------------------|
| أوروليست، القسم A | الصناعات الفضائية | EADS |
| أوروليست، القسم A | الكهرباء | EDF |
| أوروليست، القسم A | العتاد الطبي | ESSILOR INTL |
| أوروليست، القسم A | الاتصالات السلكية | FRANCE TELECOM |
| أوروليست، القسم A | الغاز والماء والخدمات المتعددة | GDF SUEZ |
| أوروليست، القسم A | مواد وتجهيزات البناء | LAFARGE |
| أوروليست، القسم A | مواد للعناية الشخصية | L'OREAL |
| أوروليست، القسم A | الملابس والملحقات | LVMH |
| أوروليست، القسم A | صناعة العجلات | MICHELIN |
| أوروليست، القسم A | المشروبات | PERNOD RICARD |
| أوروليست، القسم A | السيارات | PEUGEOT |
| أوروليست، القسم A | التوزيع | PPR |
| أوروليست، القسم A | السيارات | RENAULT |
| أوروليست، القسم A | مواد وتجهيزات البناء | SAINT GOBAIN |
| أوروليست، القسم A | الصيدلة | SANOFI-AVENTIS |
| أوروليست، القسم A | المكونات والتجهيزات الكهربائية | SCHNEIDER ELECTRIC |
| أوروليست، القسم A | البنوك | SOCIETE GENERALE |
| أوروليست، القسم A | عتاد وتجهيزات الإعلام الآلي | STMICROELECTRONICS |
| أوروليست، القسم A | البتروال والغاز | TOTAL |
| أوروليست، القسم A | العقارات | UNIBAIL-RODAMCO |
| أوروليست، القسم A | العتاد الصناعي | VALLOUREC |
| أوروليست، القسم A | الغاز والماء والخدمات المتعددة | VEOLIA ENVIRON |
| أوروليست، القسم A | الصناعات الثقيلة | VINCI |
| أوروليست، القسم A | الإعلام والإشهار | VIVENDI |

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على المواقع التالية :

- www.euronext.com
- www.boursorama.com
- fr.finance.yahoo.com

تصنف الشركات في سوق اليورونكست وبالخصوص تلك المدرجة في مؤشر CAC40 وفقا ل¹ :

- الصناعة.
- القطاع العام.
- القطاع.
- القطاع الفرعي.

مثال : نلاحظ أن شركة ALCATEL-LUCENT تنتمي إلى :

- الصناعة : التكنولوجيا.
- القطاع العام : التكنولوجيا.
- القطاع : المواد و الأجهزة الموجهة لتكنولوجيا الإعلام الآلي.
- القطاع الفرعي : أجهزة الاتصال.

ونظرا لتعدد القطاعات والقطاعات الفرعية، ولأغراض تبسيط الدراسة وتوضيح منهج الاختيار بالأخذ في الاعتبار القطاعات المختلفة (نظرا لأهمية هذا العنصر في دراستنا لارتباطه بإستراتيجية التنوع) قمنا بتحديد تسعة قطاعات رئيسة* كالتالي :

- 1) التكنولوجيا.
- 2) الصناعات.
- 3) الخدمات الاستهلاكية.
- 4) المالي.

- 5) السلع الاستهلاكية.
- 6) الخدمات العمومية.
- 7) الصحة.
- 8) المنتجات القاعدية.
- 9) النفط والغاز.

¹ - لمزيد من التفصيل، أنظر إلى الموقع الرسمي لبورصة باريس :

* - لا نقصد بالقطاعات الرئيسية هنا القطاع : الصناعي، الزراعي، الخدمي، على الرغم من إمكانية تصنيف الشركات السابقة وفقا لهذه القطاعات، وإنما هي قطاعات مختارة وفق تصنيف أكثر تحديدا يهدف إلى إبراز الفروق بين القطاعات : كالصحي والمالي (على الرغم من أن كليهما ينتميان إلى القطاع الخدمي ورغم هذا فالاستثمار في الأول يعد أكثر أمانا من الاستثمار في الثاني (خاصة في فترة الأزمة المالية)، وحتى تتمكن فيما بعد من بناء عدة محافظ تحترم مبدأ التنوع.

وكان تصنيف الشركات وفقا لهذه القطاعات كما يلي :

الجدول رقم (03-08) : تصنيف الشركات وفقا لقطاع النشاط

| الشركات الناشطة فيه | القطاع |
|---|-------------------------|
| ALCATEL-LUCENT ■ CAP GEMINI ■ STMICROELECTRONICS ■ | التكنولوجيا |
| ALSTOM ■ BOUYGUES ■ EADS ■ LAFARGE ■ SAINT GOBAIN ■ SCHNEIDER ELECTRIC ■ VALLOUREC ■ VINCI ■ | الصناعة |
| ESSILOR INTL ■ SANOFI-AVENTIS ■ | الصحة |
| AXA ■ BNP PARIBAS ■ CREDIT AGRICOLE ■ SOCIETE GENERALE ■ UNIBAIL-RODAMCO ■ | المالي |
| ACCOR ■ CARREFOUR ■ FRANCE TELECOM ■ PPR ■ VIVENDI ■ | الخدمات الاستهلاكية |
| L'OREAL ■ LVMH ■ DANONE ■ MICHELIN ■ PERNOD RICARD ■ PEUGEOT ■ RENAULT ■ | السلع الموجهة للاستهلاك |

| | |
|---|-------------------|
| AIR LIQUIDE ■ ArcelorMittal ■ | المنتجات القاعدية |
| EDF ■ GDF SUEZ ■ VEOLIA ENVIRON ■ | الخدمات العمومية |
| TOTAL ■ | النفط والغاز |

المصدر : من إعداد الطالبة

بعد الانتهاء من بناء وتحديد عينة الدراسة قمنا بتنظيم المعطيات الخاصة بكل شركة والمتمثلة كما ذكرنا سابقا في أسعار الإقفال وتوزيعات الأرباح الأسبوعية، وعند هذه المرحلة كانت المعطيات المجمعة تلك الخاصة بسنتي 2007 و 2008 فقط لذا ضمت كل سلسلة 106 قيمة، إضافة إلى السلسلة الخاصة بمؤشر السوق CAC40 ومن ثم انتقلنا إلى مرحلة حساب جميع القيم أو المعايير الإحصائية الخاصة بالورقة المالية.

2. حساب وتحليل خصائص الأوراق المالية

تهدف الدراسة في مرحلة أولى إلى اختيار أفضل الأوراق المالية لبناء المحفظة وذلك وفقا للمعايير الإحصائية والمالية المعتمدة في التحليل العائد-المخاطرة وهي بشكل أساسي : التوقع الرياضي الذي يعكس مردودية الأصل، التباين الذي يعكس خطر الأصل أو الورقة المالية، إضافة إلى هذان المعياران الأساسيان تضمنت الدراسة حساب المعايير التالية لكل شركة أو ورقة مالية¹ :

- الانحراف المعياري : تم حسابه من خلال سلاسل الأسعار دون إهمال توزيعات الأرباح في كل مرة.
- التذبذب : تم حسابه من خلال الفرق بين أعلى وأدنى سعر في كل سلسلة مقسوما على أدنى سعر.
- معامل الحساسية β .
- مضاعف السعر إلى العائد PER : تم الحصول عليه من موقع www.boursorama.com، ويتضمن قيم PER المتوقعة لسنتي 2010 و 2011 فقط.
- المردودية الماضية : باعتبار أن جميع القيم المكونة للسلاسل هي قيم ماضية وغير متوقعة فإنه من الممكن حساب المردودية الماضية بين كل سعرين ثم حساب المردودية الماضية للورقة ككل من خلال حساب متوسط هذه المردوديات.

¹ - لمزيد من المعلومات حول المعايير السابقة، أنظر الفصل الثاني، المبحث الأول.

- المردودية المتوقعة : تم حسابها من خلال نموذج MEDAF وذلك بأخذ قيمة الأصل بدون مخاطر قيمة أودونات الخزنة الفرنسية OAT خلال نفس الفترة* والمقدرة بحوالي 4%.

يمكن توضيح النتائج المتحصل عليها يعد القيام بالحسابات اللازمة في الجدول التالي :

الجدول رقم (03-09) : الخصائص المالية لجميع الشركات

| PER 2011 | PER** 2010 | bêta | التذبذب | الانحراف المعياري | المردودية المتوقعة | المردودية الماضية | اسم الشركة |
|----------|------------|-------|---------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| 23.3 | 26.13 | 1.13 | 184.67 | 5,84 | -0,84 | 2,65 | ACCOR |
| 16.88 | 18.68 | 0.999 | 202.29 | 12.09 | -0.28 | 5.16 | AIR LIQUIDE |
| 17.3 | 0 | 1.55 | 687.84 | 7.76 | -2.86 | 0.43 | ALCATEL-LUCENT |
| 12.9 | 18.52 | 1.16 | 387.75 | 8.16 | -1.15 | 1.05 | ALSTOM |
| 10.7 | 14.6 | 1.67 | 367.43 | 8.70 | -3.39 | 2.55 | ArcelorMittal |
| 7.34 | 8.68 | 1.50 | 195.30 | 6.94 | -2.64 | 1.32 | AXA |
| 7.34 | 8.46 | 1.12 | 219.22 | 6.43 | -0.96 | 4.07 | BNP PARIBAS ACT.A |
| 10.88 | 10.41 | 1.17 | 165.05 | 6.37 | -1.18 | 2.66 | BOUYGUES |
| 15.45 | 18.46 | 1.08 | 156.77 | 6.14 | -0.8 | 1.86 | CAP GEMINI |
| 12.74 | 13.72 | 0.92 | 126.70 | 5.08 | -0.08 | 2.08 | CARREFOUR |
| 6.22 | 19.24 | 1.32 | 388.81 | 7.52 | -1.85 | 7.3 | CREDIT AGRICOLE |
| 18.58 | 16.79 | 0.74 | 51.42 | 4.18 | 0.7 | 3.74 | DANONE |
| 25.17 | 31.6 | 1.26 | 160.42 | 6.73 | -1.57 | -0.07 | EADS |
| 15.08 | 12.54 | 1.07 | 132.02 | 5.71 | -0.73 | 2.45 | EDF |
| 21.83 | 25.22 | 0.91 | 212.46 | 11.91 | -0.02 | 2.51 | ESSILOR INTL |
| 9.09 | 8.8 | 0.57 | 53.28 | 4.92 | 1.47 | 7.4 | FRANCE TELECOM |
| 12.31 | 13.16 | 1.02 | 80.21 | 7.86 | -0.53 | 8.16 | GDF SUEZ |
| 13.81 | 15.78 | 1.27 | 304.66 | 6.48 | -1.63 | 3.14 | LAFARGE |
| 19.59 | 21.24 | 0.48 | 67.34 | 3.41 | 1.187 | 0.82 | L'OREAL |
| 19.4 | 18.91 | 0.94 | 125.13 | 4.66 | -0.16 | 2.98 | LVMH |
| 9.1 | 9.51 | 1.02 | 234.87 | 6.45 | -0.51 | 2.09 | MICHELIN |
| 16.68 | 18.2 | 1.23 | 105.00 | 6.18 | -1.47 | 2.65 | PERNOD RICARD |
| 4.94 | 5.64 | 1.29 | 470.44 | 6.55 | -1.74 | 2.64 | PEUGEOT |
| 13.96 | 16 | 1.51 | 336.11 | 7.83 | -2.67 | 3.28 | PPR |
| 7.59 | 5.47 | 1.55 | 717.48 | 8.53 | -2.88 | 4.92 | RENAULT |
| 12.95 | 17.43 | 1.42 | 235.62 | 6.46 | -2.3 | 0.75 | SAINT GOBAIN |
| 7.83 | 7.43 | 0.97 | 88.16 | 5.33 | -0.31 | 3.27 | SANOFI-AVENTIS |

* - تحصلنا من خلال موقع vernimmen على سلسلة توضح تطور قيم هذه السندات من سنة 1988 وحتى سنة 2011، وبعد حساب متوسط القيم خلال سنتي 2007 و2008 قدرت قيمة الأصل بدون مخاطر بحوالي 4.25%، غير أننا ولأغراض التبسيط قمنا بتقريب هذه القيمة إلى 4% واستعمالها عند حساب جميع المردوديات المتوقعة.

** - تشير أن PER محسوب وفقا لتقديرات الأرباح لعامي 2010 و2011.

| | | | | | | | |
|-------|-------|------|--------|------|-------|------|--------------------|
| 12.92 | 15.48 | 1.24 | 164.14 | 5.86 | -1.49 | 3.79 | SCHNEIDER ELECTRIC |
| 7.04 | 8.28 | 1.49 | 475.65 | 7.93 | -2.61 | 1.97 | SOCIETE GENERALE |
| 10.97 | 13.47 | 0.80 | 223.93 | 5.05 | 0.44 | 2.17 | STMICROELECTRONICS |
| 6.84 | 8.37 | 1.01 | 90.02 | 4.87 | -0.46 | 4.01 | TOTAL |
| 17.37 | 16.61 | 0.87 | 140.48 | 5.32 | 0.13 | 4.77 | UNIBAIL-RODAMCO |
| 17.79 | 23.98 | 1.29 | 260.00 | 7.43 | -1.7 | 1.18 | VALLOUREC |
| 15.7 | 16.96 | 1.13 | 277.30 | 6.14 | -1.03 | 0.28 | VEOLIA ENVIRON |
| 12.37 | 13.12 | 1.27 | 158.59 | 5.99 | -1.62 | 3.94 | VINCI |
| 7.75 | 8.74 | 0.76 | 76.79 | 5.31 | 0.64 | 7.08 | VIVENDI |

المصدر : من إعداد الطالبة بالاستعانة ببرنامج Microsoft Excel

بعد الانتهاء من ترتيب النتائج المتحصل عليها في الجدول أعلاه نأتي إلى تحليل كل عنصر من العناصر الواردة فيه.

1) تحليل المردودية

تناولت الدراسة كما أشرنا سابقا حساب كل من المردودية الماضية والمردودية المتوقعة وهذا للاستفادة من تاريخ أداء كل شركة مع الأخذ في الاعتبار أدائها المتوقع.

■ تم حساب المردودية الماضية بالاعتماد على القيم المحسوبة للمردودية خلال سنتي 2008/2007 ثم حساب متوسط المردوديات على النحو التالي :

$$R_x = \frac{\sum R_i}{n}$$

■ أما حساب المردودية المتوقعة لكل ورقة فكان من خلال اللجوء إلى نموذج تسعير الأصول المالية MEDAF حيث :

- القيام أولا بحساب مردودية السوق R_m ممثلة في المردودية المتوسطة لمؤشر السوق CAC40، إذ وبالاعتماد على سلسلة الأسعار تم بناء السلسلة الممثلة لتطور مردودية هذا المؤشر، ثم وبنفس طريقة حساب المردودية الماضية لكل شركة تم حساب المردودية المتوسطة ل CAC40 والتي كانت سالبة (-0.43) على اعتبار الانخفاضات المتتالية التي شهدتها هذا المؤشر في سنة 2008 مع بداية انفجار أزمة الرهون العقارية.

- يتمثل الأصل بدون مخاطر في أودونات الخزانة OAT وتقدر قيمتها بحوالي 4%.

إذن انطلاقا من هذه المعلومات وبالاعتماد على نموذج MEDAF تم حساب المردودية المتوقعة ولتوضيح

الأمر نعطي كمثال حساب المردودية المتوقعة لشركة ACCOR :

$$E(R)_{AC} = 4\% + 1.13 [-0.43\% - 4\%] = -0.84\%$$

بفعل المردودية السالبة للسوق (CAC40) كانت تقريبا المردوديات المتوقعة لمعظم الشركات سالبة وخاصة ذات معامل الحساسية المرتفع .

- نلاحظ بأن أعلى مردودية ماضية حققتها شركة GDF SUEZ والمقدرة بـ 8.16% إضافة إلى وجود عدة شركات أخرى حققت مردوديات ماضية عالية على غرار كل من شركة :

• FRANCE TELECOM بمردودية تقدر بـ 7.4%.

• CREDIT AGRICOLE بمردودية تقدر بـ 7.3%.

• VIVENDI بمردودية تقدر بـ 7.08%.

• AIR LIQUIDE بمردودية تقدر بـ 5.16%.

أما أدنى مردودية ماضية فقد حققتها شركة EADS وهذا هو المعدل السالب الوحيد في الجدول، إذ تقدر مردوديتها بـ -0.07%.

إذن كانت المردوديات المحققة في فترة الدراسة جميعها موجبة باستثناء المعدل الذي حقته شركة EADS أما عند الانتقال إلى تحليل المردودية المتوقعة، نلاحظ بأن معظم الشركات ستشهد معدلات مردودية سالبة بفعل التدهور الذي يشهده السوق (خاصة في فترة دراستنا أين ظهرت أزمة الرهون العقارية)، لذا فباعتبار إدراك المستثمر لوجود بوادر أزمة سيحاول تقليل الخسائر لأقصى حد ممكن من خلال التركيز على الشركات ذات الأداء الجيد في الماضي والتي ستتحمل خسائر منخفضة في المستقبل.

بالرغم من الانخفاض الذي شهدته معدلات المردودية المتوقعة، هناك شركات ستحقق مردوديات موجبة هي :

• DANONE بمردودية تقدر بـ 0.7%.

• FRANCE TELECOM بمردودية تقدر بـ 1.47%.

• L'OREAL بمردودية تقدر بـ 1.87%.

• STMICROELECTRONICS بمردودية تقدر بـ 0.44%.

• UNIBAIL-RODAMCO بمردودية تقدر بـ 0.13%.

• VIVENDI بمردودية تقدر بـ 0.64%.

أما أدنى مردودية متوقعة فستحققها شركة ArcelorMittal والتي ستقدر بـ -3.39%.

في حين أن بقية الشركات تتفاوت في الخسائر التي ستحققها، وحتى يقرر المستثمر أيها يمكن القبول به لا بد عليه من الانتقال إلى تحليل عناصر أخرى.

2) تحليل الانحراف المعياري والتذبذب

إن أعلى معدل للخطر (ممثلاً في الانحراف المعياري) تتحمله كل من شركة :

• AIR LIQUIDE بانحراف معياري يقدر بـ 12.09%.

• ESSILOR INTL بانحراف معياري يقدر بـ 11.91%.

إلى جانب شركات أخرى تتحمل معدلات خطر مرتفعة كشركة :

• RENAULT بانحراف معياري يقدر بـ 8.53%.

• ALSTOM بانحراف معياري يقدر بـ 8.16%.

• ArcelorMittal بانحراف معياري يقدر بـ 8.70%.

أما أدنى خطر تتحمله كل من شركة :

• L'OREAL بانحراف معياري يقدر بـ 3.41%.

• DANONE بانحراف معياري يقدر بـ 4.18%.

• LVMH بانحراف معياري يقدر بـ 4.66%.

• FRANCE TELECOM بانحراف معياري يقدر بـ 4.92%.

• TOTAL بانحراف معياري يقدر بـ 4.78%.

وعند إضافة تحليل تذبذب الأسعار نجد بأن RENAULT شهدت أكبر معدل للتذبذب والذي يقدر بـ

717.48% تليها شركة ALCATEL-LUCENT من القطاع التكنولوجي بمعدل يقدر بـ 687.84%

إضافة إلى مثيلاتها من القطاع التكنولوجي ككل من شركة :

• CAP GEMINI بمعدل تذبذب يقدر بـ 156.77%.

• STMICROELECTRONICS بمعدل تذبذب يقدر بـ 223.93%.

كما نجد بأن شركات القطاع المالي شهدت بدورها معدلات تذبذب عالية إلى جانب معدلا عالية للخطر على

غرار كل من :

• SOCIETE GENERALE بانحراف معياري يقدر بـ 7.93% وتذبذب يقدر بـ 475.65%.

• CREDIT AGRICOLE بانحراف معياري يقدر بـ 7.52% وتذبذب يقدر بـ 388.81%.

• BNP PARIBAS بانحراف معياري يقدر بـ 6.43% وتذبذب يقدر بـ 219.22%.

(3) تحليل معامل الحساسية β

إن الأوراق التي تسير وفق اتجاه السوق تكون معاملات حساسيتها مساوية أو تقترب من الواحد، على غرار كل من شركة :

- AIR LIQUIDE بمعامل حساسية يقدر بـ 0.999.
- CARREFOUR بمعامل حساسية يقدر بـ 0.92.
- EDF بمعامل حساسية يقدر بـ 1.07.
- ESSILOR INTL بمعامل حساسية يقدر بـ 0.91.
- GDF SUEZ بمعامل حساسية يقدر بـ 1.02.
- SANOFI-AVENTIS بمعامل حساسية يقدر بـ 0.97.
- STMICROELECTRONICS بمعامل حساسية يقدر بـ 1.01.

أما الشركات التي يفوق معامل حساسيتها الواحد فهي تعد أكثر حساسية للتغيرات في السوق وتعكس خطراً أكبر ومردودية أكبر على غرار كل من :

- ArcelorMittal بمعامل حساسية يقدر بـ 1.67.
- RENAULT بمعامل حساسية يقدر بـ 1.55.

كما نلاحظ بأن الاستثمار في جميع الشركات العاملة في القطاع المالي أصبح يتضمن مخاطرة أكبر باستثناء أسهم شركة UNIBAIL-RODAMCO العاملة في مجال العقارات.

- BNP PARIBAS بمعامل حساسية يقدر بـ 1.12.
- CREDIT AGRICOLE بمعامل حساسية يقدر بـ 1.32.
- SOCIETE GENERALE بمعامل حساسية يقدر بـ 1.49.
- AXA بمعامل حساسية يقدر بـ 1.50.

(4) تحليل مضاعف السعر إلى العائد PER

يحدد PER قيمة المؤسسة في السوق، فكلما كان مرتفعاً أكثر كانت الورقة المالية أعلى، وهو كمعيار يسمح لنا بتحديد الأوراق المالية المقيمة بأعلى من قيمتها (surcotés) والأوراق المقيمة بأقل من قيمتها (sous-cotés).

✓ إذا كان PER > 10 فهذا يعني بأن المؤسسة مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، وهي لذلك متواجدة في منطقة الشراء (لا بد من شرائها).

✓ إذا كان PER < 10 فهذا يعني بأن الورقة مقيمة بأكبر من قيمتها الحقيقية، ولذا لا بد من التخلص منها (منطقة البيع)¹.

نلاحظ أن هنالك حوالي 25 شركة مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية أي PER > 10 سواء عام 2010 أو 2011 مما يوحي بتوقع اتساع الفجوة بين أسعار الأسهم وقيم الشركات المصدرة لها مستقبلا.

3. بناء محفظة الأوراق المالية

بعد الوقوف على أهم خصائص الأوراق المالية وفق التحليل العائد-المخاطرة، تأتي الآن مرحلة اختيار أيها الأنسب للدخول في تشكيلة المحفظة الاستثمارية، مع الأخذ في الاعتبار بأن الهدف الأساسي لهذه الدراسة هو تشكيل مجموعة من المحافظ المختلفة لإدراك الفروق التي يمكن أن تطال المحفظة من جراء تفضيل قطاع معين أو سهم شركة معينة، وبالرغم من أن تحليل ماركوفيتز قد قدم الإستراتيجية الأنسب لبناء المحفظة إلا أن الواقع العملي يظهر وجود اختلافات في تفضيلات المستثمرين راجعة لاختلاف الإستراتيجية الاستثمارية التي يتبعها كل منهم، فهناك من يفضل تحقيق أعلى المردوديات دون الاكتراث للخطر المصاحب لها، وهناك من يحاول تجنب الخطر قدر الإمكان ولو أدى ذلك إلى الحصول على مردوديات ضعيفة، ونتيجة لهذه الاختلافات ظهرت استراتيجيات مختلفة في بناء المحفظة الاستثمارية نحاول التطرق لها بإيجاز فيما يلي.

1) استراتيجيات بناء المحفظة الاستثمارية

إن بيان الإستراتيجية أو السياسة الاستثمارية يساعد المستثمر على تحديد أهداف واقعية تتناسب مع احتياجاته وتفضيلاته، كما تمكنه من إدراك المخاطر المحيطة بالاستثمار الذي يقبل عليه²، ويمكن في هذا الصدد التمييز بين ثلاثة أنواع من المحافظ الاستثمارية ناجمة عن إتباع سياسات مختلفة هي :

¹ - Voir : Pierre Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 60.

² - أنظر : عبد الرؤوف ربابعة، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطر، على الرابط التالي :

- ww.kantakji.com/fiqh/files/markets/562.pdf

1) المحفظة الهجومية* : هي ناجمة عن إتباع سياسة استثمارية هجومية أو غير متحفظة، تركز على تحقيق أعلى العوائد والأرباح الرأسمالية بفعل التقلبات الحادثة في أسعار الأصول المالية، ويتم اللجوء إلى هذه السياسية غالباً في الفترات التي تظهر فيها بوادر الانتعاش والازدهار الاقتصادي.

2) المحفظة الدفاعية : ناتجة عن إتباع سياسة استثمارية متحفظة تعطي الأولوية لعامل الأمان وتقليل عنصر المخاطرة إلى أقصى درجة.

3) المحفظة المتوازنة : تتسم بتوازن نسبي بين مكوناتها حيث تحقق عوائد معقولة عند مستويات مقبولة من المخاطرة، وتقوم بشكل أساسي على مبدأ التنوع¹.

2) تشكيل محافظ الأوراق المالية

تتضمن الدراسة السعي إلى تشكيل خمس محافظ مختلفة بالاختيار بين أسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 وهذا بناء على خصائص كل منها (المدرسة سابقاً) ونوع المحفظة المراد تشكيلها، يلي هذا تتبع أداء الأوراق المالية المكونة لكل منها خلال سنتي 2009-2010 لأجل اكتشاف وتحديد المحفظة الكفؤة من بين هذه المحافظ الخمس، فإذن بناء على التحليل السابق سيتم بناء ثلاث محافظ وفق التحليل العائد-المخاطرة بتتبع السياسات الثلاث السابقة أي : محفظة هجومية، دفاعية، متوازنة، إلى جانب بناء محفظة غير متنوعة وهذا بغية إبراز أثر التنوع في عملية الاستثمار المالي، حيث ستضم هذه الأخيرة أوراق مالية تصدرها شركات تنتمي إلى قطاع واحد حقق أعلى النتائج (أي إهمال التنوع القطاعي)، أو أسهما لمؤسسة واحدة حققت أعلى النتائج، أما المحفظة الخامسة فتتكون محفظة سلوكية تتضمن نسبة كبيرة من الأصل بدون مخطر الذي يضمن تحقيق حد أدنى من الثروة (المستوى الأدنى للعائد) وما تبقى سيخصص لاقتناء أسهم شركة حققت أعلى النتائج لكن مع وجود خطر كبير مصاحب لها.

من خلال التحليل السابق، بدأت تظهر معالم كل محفظة من المحافظ الخمس وللتوضيح أكثر نشير إلى الملاحظات التالية التي أخذت في الاعتبار عند الاختيار بين الأوراق المالية :

✓ بالنظر إلى الأوضاع الاقتصادية المصاحبة لفترة الدراسة ومع بروز أزمة في القطاع المالي، أصبح الاستثمار فيه خطراً جداً لجهل المستثمرين بالتوجه المستقبلي للأوضاع الاقتصادية بشكل عام وأزمة الرهون العقارية بشكل

- يطلق عليها أيضاً اسم : "محافظ رأس المال".*

¹ - أنظر : كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية؛ تكوينها ومخاطرها، في : مجلة الباحث، مرجع سابق، ص : 40.

خاص لذا فإن اختيار أي من الشركات العاملة في هذا القطاع فيه نوع من المجازفة حتى ولو ارتفعت العوائد المتوقعة منه.

✓ سيسعى المستثمر المتحوط إلى تجنب القطاع المالي إضافة إلى القطاع التكنولوجي وهذا لارتفاع معدل التذبذب في كل منهما وسيحاول الاكتفاء بالاستثمار في القطاعات التي تشهد نوعا من الاستقرار وعلى رأسها قطاع السلع الموجهة للاستهلاك.

✓ بالنسبة للمحفظة المتوازنة، سيسعى المستثمر إلى تنويع تشكيلة الأوراق المالية المختارة مع تفادي الاستثمار في القطاع المالي (لأن فيه مجازفة حتى بالنسبة للسياسة المتوازنة)، وسيقوم باختيار شركات نفطية حتى لو لم تحقق عوائد مرتفعة في الماضي سعيا للاستفادة من الازدهار المتوقع في أسعار النفط.

إذن ستضم كل محفظة أسهم الشركات التالية :

الجدول رقم (03-10): تشكيلة الأوراق المالية المختارة لمحافظ التحليل العائد-المخاطرة

| المحفظة المتوازنة | المحفظة الدفاعية | المحفظة الهجومية |
|---|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> CARREFOUR ■ EDF ■ FRANCE TELECOM ■ SCHNEIDER ELECTRIC ■ STMICROELECTRONICS ■ TOTAL ■ VINCI ■ ACCOR ■ | <ul style="list-style-type: none"> DANONE ■ L'OREAL ■ LVMH ■ SANOFI-AVENTIS ■ VIVENDI ■ | <ul style="list-style-type: none"> AIR LIQUIDE ■ GDF SUEZ ■ UNIBAIL-RODAMCO ■ RENAULT ■ CREDIT AGRICOLE ■ |

المصدر : من إعداد الطالبة

أما فيما يتعلق بالمحفظتين المتبقيتين فستتضمن كل منهما أسهم الشركات التالية :

الجدول رقم (03-11): تشكيلة الأوراق المالية المختارة لباقي المحافظ

| | |
|------------------|---------------------|
| المحفظة السلوكية | المحفظة غير المنوعة |
|------------------|---------------------|

| | |
|---|---------------------|
| <p>■ الأصل بدون مخطر</p> <p>■ TOTAL</p> | <p>■ GDF SUEZ *</p> |
|---|---------------------|

المصدر : من إعداد الطالبة

نشير إلى أن جميع الشركات الواردة في خانة المحفظة المتوازنة تحقق جميع متطلبات الخطر والمردودية، إلا أننا سنقوم باختيار خمس شركات فقط مع التركيز على التنوع القطاعي، أي عدم اختيار شركتين من نفس القطاع، وكذلك بالاستناد على معاملات الارتباط بين هذه القيم لتجنب الوقوع في التنوع الساذج، لذا فإن الخطوة الموالية تتمثل في حساب معاملات الارتباط لأجل اختيار أفضل توليفة للمحفظة المتوازنة.

3) دراسة معاملات الارتباط بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة المتوازنة

إذا اتفقنا على اختيار الخمس شركات التالية :

EDF, FRANCE TELECOM, STMICROELECTRONICS, TOTAL, VINCI

فبعد اختبار درجة الارتباط بين الأوراق المالية كانت النتائج كالتالي :

الجدول رقم (03-12) : معاملات الارتباط بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة المتوازنة

| | EDF | FRANCE TELECOM | STMICROELECTRONIC S | TOTAL | VINCI |
|--------------------|------|----------------|---------------------|-------|-------|
| EDF | 1 | 0.68 | 0.45 | 0.86 | 0.73 |
| FRANCE TELECOM | 0.68 | 1 | 0.27 | 0.45 | 0.49 |
| STMICROELECTRONICS | 0.45 | 0.27 | 1 | 0.69 | 0.84 |
| TOTAL | 0.86 | 0.45 | 0.69 | 1 | 0.87 |
| VINCI | 0.73 | 0.49 | 0.84 | 0.87 | 1 |

المصدر : من إعداد الطالبة بالاستعانة ببرنامج Eviews.3

بالرغم من انتماء الشركات إلى قطاعات مختلفة إلا أن معاملات الارتباط كانت مرتفعة نوعا ما بين بعض الشركات خاصة بين : EDF و TOTAL، EDF، بين VINCI و EDF، بين VINCI و STMICROELECTRONICS.

وقد قمنا باستبدال شركة VINCI بشركة SCHNEIDER ELECTRIC إلا أن معامل الارتباط كان أكبر لذا تم اختيار القيم الخمس السابقة لتشكيل المحفظة المتوازنة، كما نشير أخيرا إلى أن جميع معاملات الارتباط السابقة موجبة مما يعني أن المردوديات تتطور في اتجاه واحد.

* - تم اختيار أسهم هذه الشركة لأنها حققت أعلى مردودية في سنتي 2007-2008 ولذا فإن المستثمر الذي يضع في اعتباره الربح فقط دون الاعتماد على تحليل ماركوفيتز سيقوم بتشكيل محفظة تضم هذه القيم فقط.

4. خصائص المحافظ المختارة

بعد الانتهاء من بناء المحافظ، تأتي مرحلة تتبع الأداء لأجل اكتشاف المحفظة الكفؤة وهذا يكون من خلال تتبع أداء الأوراق المالية الداخلة في تشكيل كل محفظة خلال سنتي 2009 و 2010، ولهذا الغرض تم جمع المعطيات الخاصة بكل ورقة مالية وهي ذات المعطيات التي تم جمعها في فترة الاختيار أي سعر الإقفال إلى جانب توزيعات الأرباح الأسبوعية أي الحصول أيضا على 106 قيمة، يليها حساب مردودية وخطر كل ورقة من الأوراق المختارة سابقا، والنتائج المتحصل عليها في سنتي 2009-2010 موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-13) : الثنائية عائد/مخاطرة لكل شركة في سنتي 2009-2010.

| الخطر | المردودية | الشركة |
|-------|-----------|--------------------|
| 3.38 | 3.36 | AIR LIQUIDE |
| 9.05 | 11.36 | UNIBAIL-RODAMCO |
| 3.81 | 5.13 | GDF SUEZ |
| 8.96 | 13.04 | RENAULT |
| 7.80 | 4.62 | CREDIT AGRICOLE |
| 3.09 | 3.03 | DANONE |
| 3.69 | 2.46 | L'OREAL |
| 4.31 | 3.43 | LVMH |
| 3.44 | 4.85 | SANOFI-AVENTIS |
| 5.38 | 10.77 | VIVENDI |
| 3.94 | 3.14 | EDF |
| 3.23 | 6.92 | FRANCE TELECOM |
| 6.42 | 7.03 | STMICROELECTRONICS |
| 3.38 | 5.75 | TOTAL |
| 4.07 | 4.87 | VINCI |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع fr.finance.yahoo.com

نلاحظ من خلال النتائج الموضحة في الجدول أن معظم الشركات قد حققت معدلات مردودية أعلى من تلك التي حققتها في سنتي 2007-2008 مثل شركة UNIBAIL-RODAMCO وشركة RENAULT كما أن جميع الأوراق المشكلة للمحفظة المتوازنة قد حققت معدلات مردودية أعلى باستثناء FRANCE TELECOM التي شهدت انخفاضا طفيفا في معدل المردودية، والعكس حدث مع باقي المؤسسات، إذ شهدت انخفاضا في معدلات مردوديتها ككل من شركة GDF SUEZ و CREDIT AGRICOLE

بعد الحصول على الخصائص الخاصة بكل ورقة (المردودية-الخطر)، تأتي مرحلة حساب الخصائص الخاصة بكل محفظة لتقييم أداء المحفظة ككل (عدم الاكتفاء بأداء الأوراق منفصلة).

1) المحافظ المشكلة وفق التحليل العائد-المخاطرة (الهجومية، الدفاعية، المتوازنة)

يتم حساب المردودية الخاصة بكل محفظة من هذه المحافظ من خلال جداء مردودية كل ورقة في وزنها النسبي في المحفظة أو معامل ترجيحها¹، أما لحساب الخطر ونظرا لاحتواء كل محفظة على أكثر من ورقتين لا بد من اللجوء إلى مصفوفة التباين-التباين المشترك وذلك من خلال العلاقة التالية :

$$\sigma_p^2 = \underbrace{\sum_{i=1}^N X_i^2 \sigma_i^2}_{i=j} + \underbrace{\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i Y_j C_{i,j}}_{i \neq j}$$

حيث :

X_i : الوزن النسبي للورقة i

Y_j : الوزن النسبي للورقة j

σ_i^2 : الانحراف المعياري للورقة i

$C_{i,j}$: التباين المشترك بين الورقتين i و j

يمكن تبسيط العلاقة السابقة من خلال إثبات أن تباين المحفظة ليس إلا مجموع التباينات المشتركة لجميع العناصر المكونة لها مع أخذ كل عنصرين على حدا، دون أن ننسى ترجيحها بالوزن النسبي لكل عنصر منهما داخل المحفظة، إذن لحساب التباين يكفي القيام ب :

⊗ حساب التباين المشترك بين كل عنصرين.

⊗ البحث عن حاصل جداء التباين المشترك والوزن النسبي لكل عنصر.

⊗ جمع النتائج المتحصل عليها أفقيا ثم عموديا.

¹ - أنظر : الفصل الثاني، المبحث الأول.

وللتبسيط أكثر يمكن نقل المصفوفة السابقة إلى الجدول التوضيحي التالي :

الجدول رقم (03-14) : مصفوفة التباين-التباين المشترك لتقدير خطر محفظة مكونة من أكثر من ورقتين ماليتين

| المجاميع الجزئية | الورقة n | ... | الورقة 3 | الورقة 2 | الورقة 1 | |
|-----------------------|--------------------|-----|--------------------|--------------------|--------------------|----------|
| | $X_1 Y_n C_{1,n}$ | ... | $X_1 Y_3 C_{1,3}$ | $X_1 Y_2 C_{1,2}$ | $X_1^2 \sigma_1^2$ | الورقة 1 |
| | $X_2 Y_n C_{2,n}$ | ... | $X_2 Y_3 C_{2,3}$ | $X_2^2 \sigma_2^2$ | $X_2 Y_1 C_{2,1}$ | الورقة 2 |
| | $X_3 Y_n C_{3,n}$ | ... | $X_3^2 \sigma_3^2$ | $X_3 Y_2 C_{3,2}$ | $X_3 Y_1 C_{3,1}$ | الورقة 3 |
| | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| | $X_n^2 \sigma_n^2$ | ... | $X_5 Y_3 C_{5,3}$ | $X_5 Y_2 C_{5,2}$ | $X_n Y_1 C_{n,1}$ | الورقة n |
| Var (R _p) | تباين المحفظة | | | | | |

* تشير الخلايا المظللة إلى التباين المشترك بين العنصر ونفسه وهو ما يعني التباين.

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع www.bnains.org

يبقى أخيراً تحديد الوزن النسبي لكل ورقة داخل المحفظة وقد تمت لهذا الغرض الاستعانة ببرنامج مصمم في Excel يساعد على التغيير المستمر للوزن النسبي لكل ورقة ثم حساب المردودية والخطر المرتبط به في كل مرة إلى غاية الوصول إلى أحسن توليفة من هذه الأوراق تقدم أكبر عائد مع تحمل أقل خطر، ولذا فإن معاملات الترجيح التي تم إسنادها لكل ورقة تم تحديدها بعد تجربة عدة قيم، وتعد إلى حد ما التوليفة المثلى التي يمكن تشكيلها، ويمكن عرض النتائج المتوصل إليها لكل محفظة في الجدول التالية :

الجدول رقم (03-15) : خصائص المحفظة الهجومية

| المحفظة الهجومية | | |
|-------------------------------|--------------|-------------------|
| مردودية المحفظة / خطر المحفظة | الوزن النسبي | القيم المكونة لها |
| مردودية المحفظة = 8.46% | 0.1 | AIR LIQUIDE |
| | 0.25 | UNIBAIL-RODAMCO |
| خطر المحفظة = 4.57% | 0.35 | GDF SUEZ |
| | 0.25 | RENAULT |

| | | |
|--|------|-----------------|
| | 0.05 | CREDIT AGRICOLE |
|--|------|-----------------|

المصدر : من إعداد الطالبة بالاستعانة ببرنامج Microsoft Excel

الجدول رقم (03-16) : خصائص المحفظة الدفاعية

| المحفظة الدفاعية | | |
|-------------------------------|--------------|-------------------|
| مردودية المحفظة / خطر المحفظة | الوزن النسبي | القيم المكونة لها |
| مردودية المحفظة = 7.43% | 0.1 | DANONE |
| | 0.05 | L'OREAL |
| خطر المحفظة = 3.53% | 0.05 | LVMH |
| | 0.3 | SANOFI-AVENTIS |
| | 0.5 | VIVENDI |

المصدر : من إعداد الطالبة بالاستعانة ببرنامج Microsoft Excel

الجدول رقم (03-17) : خصائص المحفظة المتوازنة

| المحفظة المتوازنة | | |
|-------------------------------|--------------|--------------------|
| مردودية المحفظة / خطر المحفظة | الوزن النسبي | القيم المكونة لها |
| مردودية المحفظة = 6.304% | 0.05 | EDF |
| | 0.35 | FRANCE TELECOM |
| خطر المحفظة = 3.085% | 0.25 | STMICROELECTRONICS |
| | 0.3 | TOTAL |
| | 0.05 | VINCI |

المصدر : من إعداد الطالبة بالاستعانة ببرنامج Microsoft Excel

2) المحفظة غير المنوعة

لأجل إبراز أثر التنويع على عملية بناء محفظة الأوراق المالية، تم بناء هذه المحفظة غير المنوعة والتي تتضمن كما أشرنا سابقا أسهم شركة واحدة هي GDF SUEZ التي حققت أعلى مردودية في فترة الاختيار (2007-

2008) والتي قدرت بـ 8.16%، وبهذا تكون كل من مردودية وخطر هذه المحفظة مساو لمردودية وخطر هذه الشركة في سنتي 2009-2010، ولذا تقدر مردوديتها بـ 5.13% ويقدر خطرها بـ 3.81%.

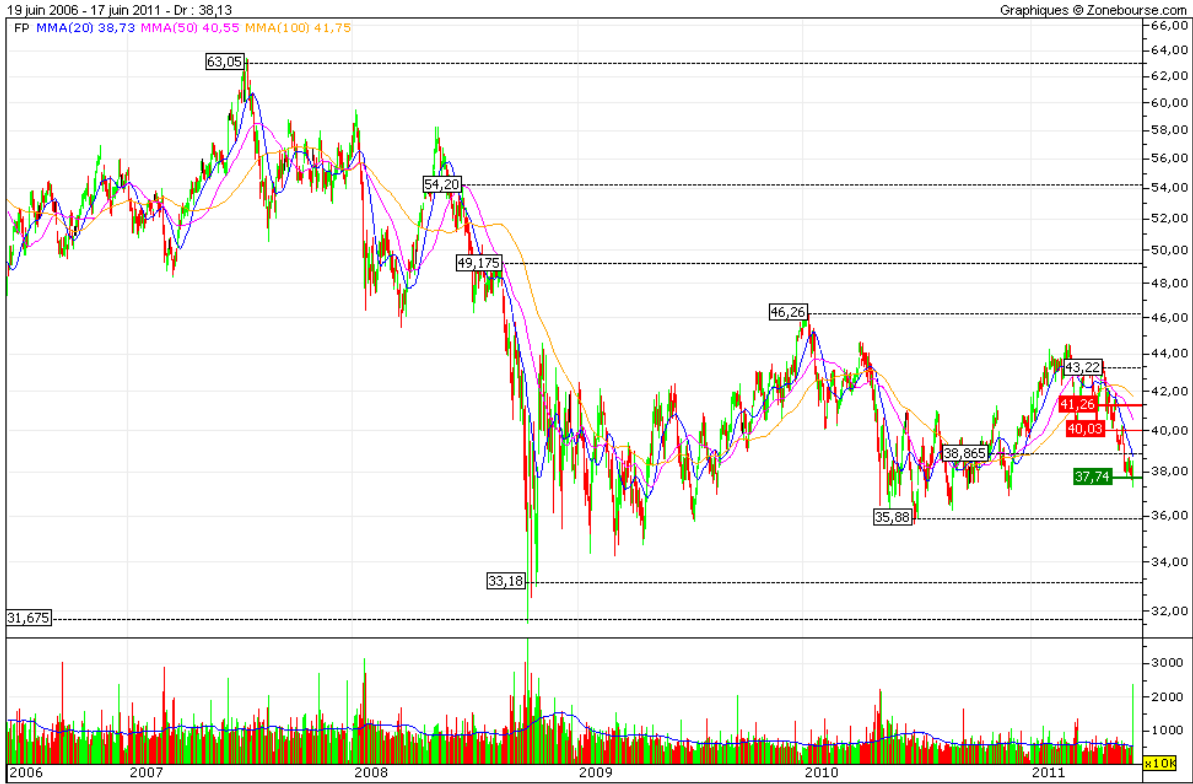
3) المحفظة السلوكية

تتضمن المحفظة السلوكية كما سبق وأن أشرنا أصلا يهدف من ورائه إلى ضمان حد أدنى من العائد وأصل يهدف من ورائه إلى الاغتناء حتى لو كان احتمال حدوثه ضعيفا، ونظرا لصعوبة العثور على النوع الثاني من الأصول سنحاول محاكاة هذه المحفظة من خلال اختيار:

- ✓ الأصل بدون مخطر بمثابة الأصل الذي يوفر المستوى الأدنى للعائد وترجيحه في المحفظة بنسبة 25%.
- ✓ نظرا لكون الأسهم تعد أكثر الأدوات خطورة سيكون ما تبقى من المحفظة مخصصا لاقتناء أسهم إحدى الشركات السابقة، وتحديدًا سنختار أسهم شركة TOTAL باعتبار الأوضاع الاقتصادية التي كانت سائدة فترة الدراسة خاصة منها الارتفاع المتزايد لأسعار النفط يبشر بارتفاع أسهم هذه الشركة، ويجعل المستثمر يراهن على هذا الارتفاع المستقبلي ويتحمل في مقابله أي مستوى من الخطر.

يظهر الشكل الموالي الرسم البياني لأسعار شركة TOTAL باستعمال الشموع اليابانية من سنة 2006 إلى سنة 2011:

الشكل رقم (03-05): الرسم البياني لأسعار شركة TOTAL باستعمال الشموع اليابانية من سنة 2006 إلى سنة 2011



المصدر : من موقع www.zonebourse.com

يعتمد المستثمر السلوكي على التحليل الفني لأجل اختيار أوراقه المالية وتحليل هذا الرسم البياني يظهر كيف أن سعر سهم شركة TOTAL قد شهد انخفاضا حادا في النصف الثاني من سنة 2008، حيث اخترقت الأسعار حاجز الدعم المقدر بـ 49.175 لتستمر في الانخفاض الحاد إلى غاية تشكل حاجز جديد للدعم يقدر بـ 33.18، وأصبح المستوى السابق للدعم بمثابة مقاومة وهذا ما يطلق عليه "تبادل الأدوار بين الدعم والمقاومة"، وحدوث هذا الانخفاض ينبئ بحدوث انعكاس قريب في الاتجاه السعري والعودة للارتفاع من جديد، مما يجعل هذا السهم من الأسهم المغربية لجمهور المحللين الذي يتبعون أسلوب التحليل الفني، وبداية الارتفاع بعد الوصول إلى حاجز الدعم الجديد 33.18 يعد أفضل وقت لشراء هذه الأسهم لأنه يعلن عن انطلاق الاتجاه الصعودي.

إن تتبع أداء هذه المحفظة خلال سنة 2009-2010 يعطي النتائج التالية :

- ✓ قدر متوسط قيم الأصل بدون مخاطر خلال سنتي 2009-2010 بـ 3.35% *
- ✓ قدرت مردودية سهم شركة TOTAL خلال نفس الفترة بـ 5.75% أما المخاطر فقد قدر بـ 3.38%

* - دائما من خلال السلسلة التي توضح تطور أسعار OAT من سنة 1988 إلى سنة 2011.

إذن : فمردودية المحفظة السلوكية هي مجموع مردودية كل من الأصل بدون مخطر ومردودية سهم شركة TOTAL مرجحين بأوزانها النسبية بمعنى :

$$R_p = (3.35\% * 25\%) + (5.75\% * 75\%)$$

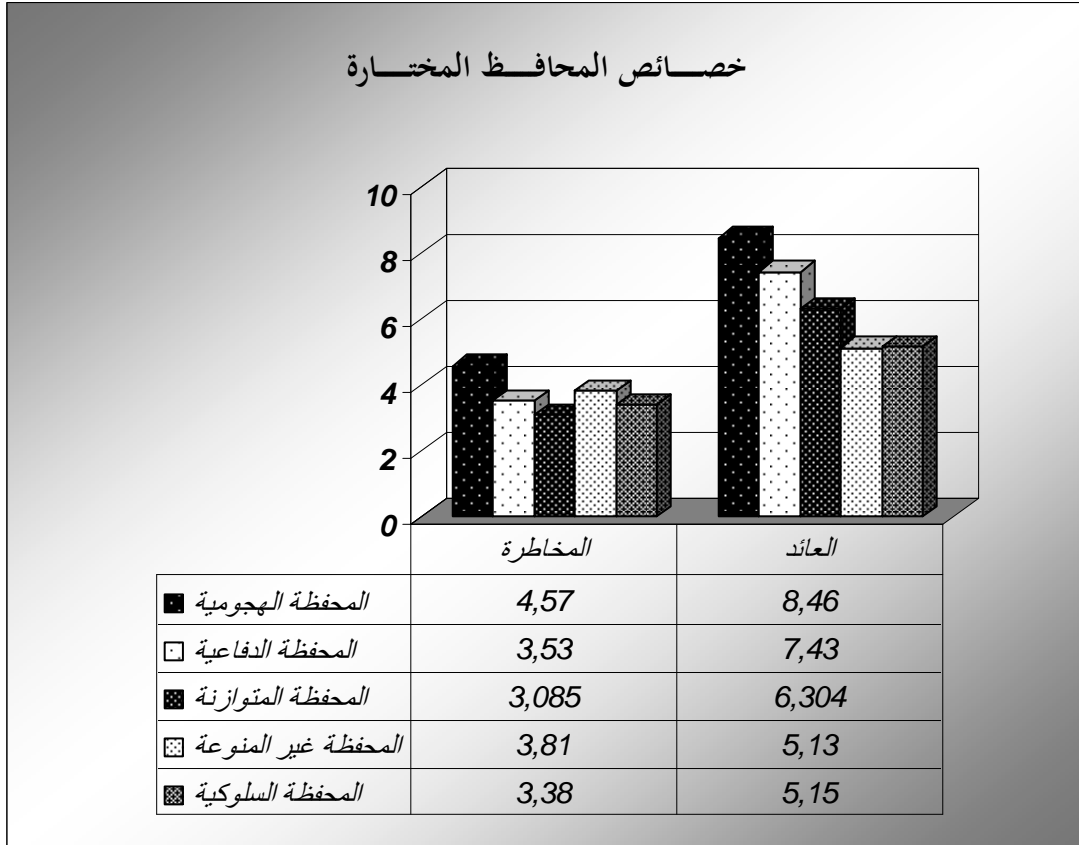
$$= 5.15\%$$

أما خطرها فهو يقتصر على الخطر المرتبط بسهم شركة TOTAL أي هو 3.38%.

5. اختيار المحافظ الكفؤة

بعد الحصول على خصائص كل محفظة ممثلة في المردودية والخطر، يمكن تمثيل المحافظ الخمس من خلال الأعمدة البيانية، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي :

الشكل رقم (03-06) : مردودية وخطر كل محفظة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft Excel

نلاحظ بأن المحفظة الهجومية تعطي أعلى مردودية بين المحافظ الخمس، غير أن السعي نحو تحقيق أعلى العوائد ليس هو الهدف الأساسي للمستثمر إذ ينبغي دائما الأخذ في الاعتبار الخطر المصاحب لهذا المستوى من العائد والعمل على تقليله إلى أقصى حد ممكن، كما نلاحظ بأن المحفظة الدفاعية تعطي مردودية مرتفعة أيضا عند مستوى خطر أقل من الخطر المصاحب للمحفظة الأولى، ويمكن اختيار المحافظ الكفؤة اعتمادا على هذه المعايير إلا نسبة "شارب" تساعد أيضا في الحكم على أداء كل محفظة، إذ أن المحفظة الكفؤة هي التي تعظم نسبة "شارب"، وتحسب هذه النسبة كالاتي¹:

$$\text{نسبة شارب} = \frac{\text{المردودية الإضافية للمحفظة}}{\text{تذبذب المحفظة}}$$

ويوضح الجدول الموالي نسبة "شارب" الخاصة بكل محفظة:

¹ - لمزيد من المعلومات، أنظر الفصل الثاني، المبحث الأول.

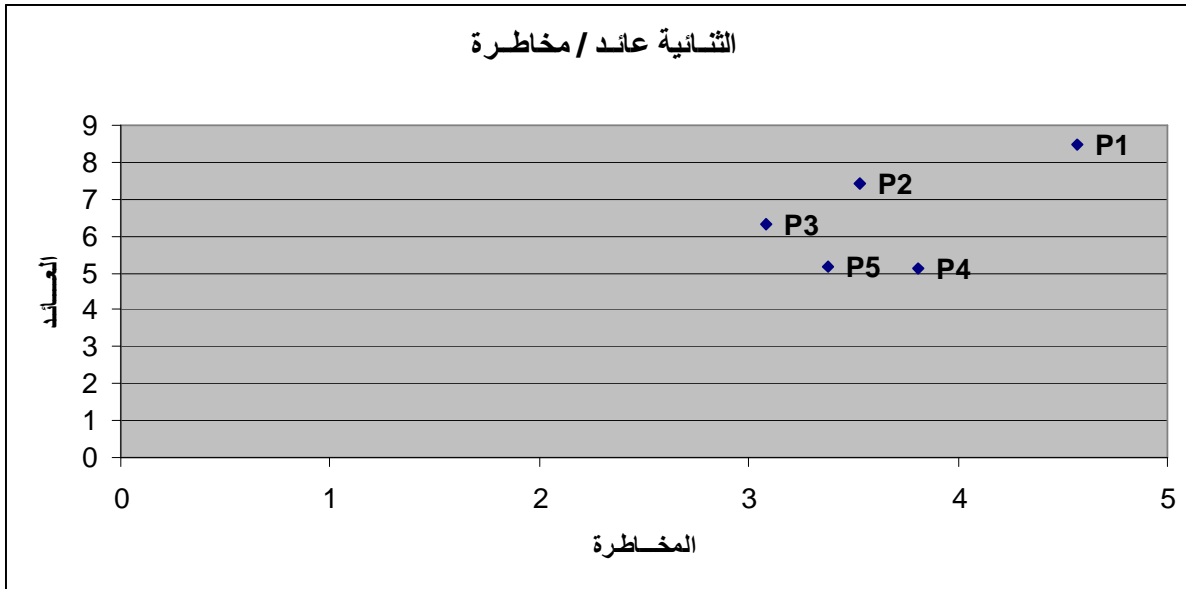
الجدول رقم (03-18) : نسبة "شارب" الخاصة بكل محفظة

| المحفظة | نسبة "شارب" |
|----------------------|-------------|
| المحفظة الهجومية | 1.117 |
| المحفظة الدفاعية | 1.15 |
| المحفظة المتوازنة | 0.957 |
| المحفظة غير المتنوعة | 0.46 |
| المحفظة السلوكية | 0.53 |

المصدر : من إعداد الطالبة

نلاحظ بأن المحفظة الدفاعية هي التي تعظم نسبة "شارب" إذن فهي الأكثر كفاءة من بين المحافظ الخمس وفيما يلي تمثيل بياني للمحافظ الخمس يوضح العلاقة بين كل من العائد والمخاطرة لكل محفظة ويساعد أكثر في اكتشاف المحافظ الكفؤة.

الشكل رقم (03-07): الشئائية عائد / مخاطرة للمحافظ الخمس



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft Excel

إن التمثيل البياني للشئائية عائد-مخاطرة لكل محفظة يظهر سحابة من النقاط توضح موقع كل محفظة، ومن خلاله يمكن ملاحظة التالي :

✓ من خلال المقارنة بين المحفظة P_5 و P_3 نلاحظ بأن P_3 تلغي P_5 لأنه عند مستوى مقارب من الخطر تعطي P_3 مردودية أكبر، ولذا فإن P_3 أكثر كفاءة من P_5 .

✓ بين P_4 و P_2 نلاحظ أن P_2 تعطي مردودية أكبر من P_4 عند مستوى متساو تقريبا من الخطر، إذن توجد محفظة P_2 تلغي P_4 لأنها أكثر كفاءة منها.

✓ P_1 هي أحسن محفظة عند هذا المستوى لأنها تعطي أعلى معدل مردودية عند أدنى مستوى من الخطر.

حيث :

P_1 : المحفظة الهجومية.

P_2 : المحفظة الدفاعية.

P_3 : المحفظة المتوازنة.

P_4 : المحفظة غير المنوعة.

P_5 : المحفظة السلوكية.

إذن وجود كل من P_2 و P_3 يلغي كل من المحفظة غير المنوعة والمحفظة السلوكية لعدم كفاءتهما مما يظهر بأن المحافظ الثلاث المشكلة وفق التحليل العائد-المخاطرة كانت الأكثر كفاءة من بين المحافظ الخمس، واختيار المستثمر بين واحدة من تلك المحافظ الثلاث إنما يرتبط بموقفه إزاء الخطر.

خلاصة واستنتاجات :

شهدت الأسواق المالية في فرنسا وبالأخص بورصة باريس تطورا كبيرا بفعل الإصلاحات التي شرعت البلاد في تطبيقها والتي كانت تهدف بشكل أساسي إلى رفع القدرة التنافسية للمؤسسات الفرنسية في مواجهة الشركات الأجنبية، وقد عرفت منذ نشأتها ظهورا متزايدا للعديد من المنتجات المالية الجديدة والمتطورة (السندات بمعدل فائدة متغير، Certificats، Trackers، Warrants، سندات الخزينة... الخ)، وقد رافق هذا التنوع في المنتجات اتساع وكثرة الأسواق الفرعية فعدا عن أقسام السوق الرئيسية المتمثلة في الأوروليست بأقسامه الثلاثة، الألترنكست، السوق الحرة، نجد أيضا أسواقا للمشتقات أهمها Matif & Monep.

إن هذا التطور الذي حققته بورصة باريس جعلها تعد أهم بورصة في فرنسا وأحد أهم الأطراف المكونة لاتحاد الأسواق المالية الأوروبية "اليورونكست" الذي كان لظهوره فضل كبير في تنظيم أسواق المنطقة الأوروبية بشكل عام وبورصة فرنسا تحديدا، وعلى غرار أكبر البورصات العالمية توفر بورصة باريس للمتعاملين فيها إمكانية الاطلاع على عدة مؤشرات أهمها على الإطلاق مؤشر CAC40 الذي يضم أربعين قيمة ممثلة لأربعين شركة من كبرى الشركات الفرنسية من حيث الرسملة البورصية.

شكلت هذه القيم عينة الدراسة التطبيقية التي تمحورت حول إظهار خطوات وكيفية بناء محفظة أوراق مالية في بورصة باريس، غير أن الهدف الأساسي للدراسة لا يقتصر على هذا فقط، وإنما يركز أيضا على إظهار أثر كل من تحليل "ماركوفيتز" والتحليل السلوكي على عملية اختيار الأوراق المالية ومن ثم مدى كفاءة المحافظ المشكلة.

لأجل هذا شملت الدراسة حساب المعايير الإحصائية لجميع القيم المكونة للعينة، يليها اختيار الأوراق الأنسب وفقا لكل تحليل، حيث تم بناء محفظة سلوكية وثلاث محافظ مشكلة وفق التحليل "العائد-المخاطرة" ونظرا لأهمية مبدأ التنوع في هذا التحليل كان لا بد من اختبار هذا الأثر على أداء المحفظة من خلال تشكيل محفظة أحيرة غير متنوعة.

لقد أظهرت نتائج الدراسة الأهمية التي لا يزال يتمتع بها تحليل "ماركوفيتز" والمعايير الإحصائية التي يتضمنها، فقد كانت المحافظ المشكلة وفقه هي الأكثر كفاءة، كما أظهرت الأثر الكبير للتنوع على أداء المحفظة، أما فيما يتعلق بالمحفظة السلوكية فقد هدفت الدراسة بشكل أساسي إلى توضيح ما جاء به هذا التحليل في ميدان بناء المحفظة لا الحكم على مدى كفاءتها كون هذا التحليل لم يتوصل بعد إلى نموذج قياسي محدد بمعايير إحصائية ورياضية واضحة، لذا كان من الصعب العثور على أصول مالية تناسب هذه المحفظة ويبقى هدف الدراسة في هذا الصدد هو محاكاة هذه المحفظة وتقديم تصور نظري لها.

الخاتمة :

تناولت هذه الدراسة موضوع تقييم الأوراق المالية في ظل النظرية السلوكية، حيث سعينا لمناقشته من خلال الإجابة على إشكالية رئيسية حول إمكانية استبدال نظرية كفاءة الأسواق وما ظهر نتيجة لها من نماذج وتحليلات بالنظرية المالية السلوكية في محاولة لإيجاد حلول للاختلالات التي تشهدها أسواق المال مؤخرا.

1. الخلاصة :

تعتبر فرضية رشادة الأفراد المقترحة من طرف "نيومان" و"مورغنسترن" حجر الأساس لتطور المالية الحديثة حيث أدت إلى ظهور أهم نظرية فيها ألا وهي نظرية كفاءة الأسواق المالية التي تنص على أن سوق المال يكون كفؤا إذا عكست أسعار الأوراق المتداولة فيه جميع المعلومات المتاحة، إذن حين تكون التوقعات عقلانية في السوق سيتفق جميع المتعاملين فيه على القيمة الحقيقية ويعكس السعر عندها أفضل تقدير لها. وقد تعددت الاختبارات الميدانية لإثبات كفاءة سوق المال وهذا ما دفع "جنسن" عام 1978 إلى القول بأنه "لم يسبق وأن حظي موضوع مقترح في علم الاقتصاد بمثل هذا القدر من الأدلة والاختبارات التي تدعمه". تتسم نظرية الكفاءة بالاعتماد على الرياضيات والصيغ الإحصائية لأجل نمذجة الظواهر الملاحظة، فهي إذن نظرية معيارية (أكاديمية) تحاول تكيف الواقع بما يتناسب وقوانينها، وهذا ما مكنها من احتضان العديد من النظريات لعل أبرزها نظرية المحفظة لـ "ماركوفيتز" عام 1952 التي قدم فيها منهجية لبناء المحفظة بالاعتماد على معايير إحصائية أهمها معيار التوقع الرياضي لحساب المردودية المتوقعة ومعياري التباين لقياس الخطر. ويهدف المستثمر عند بناء محفظته إلى اختيار الأوراق التي توفر أقصى عائد متوقع مقابل تحمل أدنى قدر ممكن من الخطر مع الأخذ في الاعتبار تنوع هذه الأوراق، أي عدم اختيارها بشكل عشوائي وإنما مراعاة معاملات الارتباط فيما بينها، فهو يسعى إذن إلى حيازة المحفظة الكفوة.

ولأجل اكتشاف الأوراق التي ينبغي على المستثمر شراؤها يتم اللجوء إلى التحليل الأساسي للوقوف على القيمة الحقيقية للورقة، إضافة إلى حساب مردوديتها المتوقعة من خلال نموذج تسعير الأصول المالية **MEDAF**. كانت هذه أهم الأفكار التي هيمنت على النظرية المالية لأكثر من نصف قرن من الزمن، غير أن مجموعة من الأعمال بدأت مؤخرا في التشكيك في جميع الجوانب السابقة وهذا بعد اكتشاف العديد من التناقضات داخل نموذج الكفاءة، كان أهمها تناقض "غروسمان وستيجليتز" عام 1980، إلى جانب تسليط الضوء على بعض التشوهات الملاحظة في أسواق المال كأثر الحجم، أثر نهاية الأسبوع/نهاية السنة... الخ مصدرها سلوكيات بعيدة عن النموذج العلمي القائم على رشادة الأفراد، وفي محاولة لفهم هذه التشوهات سلك بعض الباحثين منحى جديدا أساسه المزاجية بين النظرية المالية ونظريات علم النفس أثمر عن التوصل إلى "المالية السلوكية".

تقوم "المالية السلوكية" على إثبات عدم رشادة الأفراد كونهم يقترفون الكثير من الأخطاء عند اتخاذ القرار من بينها الأخطاء الإدراكية كالرؤية النفقية، امتلاك ذاكرة انتقائية، تبسيط عملية اتخاذ القرار من خلال اللجوء إلى الترسخ أو التعميم أو الاعتماد على ما هو متاح من معلومات... الخ، إضافة إلى الميل إلى تقليد الغير لتفادي الإقصاء من المجموعة وهذا ما يتنافى مع السلوك العلمي الرشيد واستقلالية التفكير.

لقد تعمقت البحوث في هذا الاتجاه لتشمل نظرية المحفظة، خاصة بعد ملاحظة خروق لنظرية "ماركوفيتز" في الواقع أهمها التنوع غير الكافي وإهمال الارتباطات التي قد توجد بين الأوراق المالية داخل المحفظة الواحدة نتيجة لقيام المستثمرين بالتفكير من خلال إنشاء أرصدة عقلية متفرقة خاصة بكل أصل، وقد توصل هذا البحث إلى نظرية سلوكية للمحفظة (BPT)، تتكون بشكل أساسي من أصل يهدف من وراء اقتنائه إلى ضمان حد أدنى للشروة (تحقيق الأمان)، وأصل يهدف من ورائه إلى الاغتناء مهما كان احتمال حدوثه ضعيفا (المخاطرة)، كما ظهرت محاولات لاستبدال أو تعديل نموذج MEDAF لا تزال لم تتوصل بعد إلى شيء لصعوبة نمذجة الجانب النفسي، ولذا ولأجل اختيار الأوراق المالية يتم اللجوء إلى أسلوب مختلف تماما عن التحليل الأساسي هو التحليل الفني الذي لا يعتمد على صيغ رياضية، وإنما يقوم على قراءة الرسوم البيانية لأجل اكتشاف الاتجاهات السعرية المستقبلية وتحديد الوقت الأنسب للشراء أو البيع، ولهذا نلاحظ بأن المالية السلوكية تنتهج أسلوبا براغماتيا أو إيجابيا، فهي تنطلق من ملاحظة ما يحدث في الواقع ثم تقوم بالتأسيس النظري.

2. نتائج اختبار الفروض :

لقد انطلقت دراستنا بعد وضع أربع فرضيات، وبالنظر إلى ما تم طرحه في هذا الموضوع وباعتبار أن الجدل فيه لا زال لم يجسم فيه بعد، توصلنا عند اختبار الفروض إلى النتائج التالية :

1. لقد تحقق الفرض الأول في شقه الأول، إذ لاحظنا أن المالية السلوكية ساهمت في تسليط الضوء وتفسير الكثير من التشوهات التي يقف وراءها سلوك بشري غير عقلائي، غير أنها لم تقدم بعد حلولاً لهذه الانحرافات فهي لا تزال مستمرة في الحدوث ولا تزال تسبب أزمات واختلالات في أسواق المال، صحيح أن بعض التشوهات قد اختفت بمجرد اكتشافها على غرار كل من أثر جانبي وأثر نهاية الأسبوع. فالمالية السلوكية تراهن على قيام المستثمرين بتصحيح سلوكياتهم غير العقلانية مباشرة بعد إدراكها، غير أنه وفي المقابل لا تزال الانحرافات الأخرى لم تختف بعد على الرغم من كثرة الحديث عنها، كسلوك القطيع والارتكاز على الإشاعات وتبسيط عملية اتخاذ القرار... الخ.

2. لم يتحقق الفرض الثاني إذ لم يثمر الاتجاه السلوكي لغاية الآن عن نموذج رياضي يوضح السلوك البشري بالرغم من المحاولات الكثيرة في هذا الشأن كالسعي إلى نمذجة مشاعر الخوف والأمل مثلا، وهذا شكل أهم انتقاد وجهه 'فاما' لهذا التيار، فهو يرى بأنه حتى ولو كانت نظرية الكفاءة لا تعكس الواقع بشكل تام فلا يمكن التنازل

عنها إلا لكي تعوض بنظرية أفضل منها، في وسعها تقديم نموذج يشرح كيفية تشكل الأسعار يمكن اختباره ميدانيا، وبالتالي يبقى السؤال مطروحا عن مدى قدرة المالية السلوكية على تجاوز الوظيفة الوصفية.

3. تحقق الفرض الثالث في شقه الأول إذ توصل كل من "شيفرين وستايتمن" إلى تقديم تصور عن المحفظة السلوكية يأخذ في الاعتبار أهم الانحرافات السلوكية الملاحظة، غير أن عدم التوصل إلى معايير تحكم عملية بنائها أدى إلى صعوبة تشكيلها في الدراسة التطبيقية، وبالتالي لا يزال من المبكر الحكم على أيهما أكثر كفاءة محفظة 'ماركوفيتز' أو المحفظة السلوكية.

4. لقد تحقق الفرض الرابع إذ يعد التحليل الفني بالفعل أسلوبا سلوكيا لتقييم وتحليل الأوراق المالية فرضه الواقع، ويمكن إرجاع سبب ظهوره قبل ظهور المالية السلوكية إلى أن ظهور الأداة في البحث البراغماتي يسبق ظهور النظرية.

3. عرض نتائج الدراسة :

يمكن إجمال أهم ما توصلت إليه الدراسة من نتائج في النقاط التالية :

1. بالرغم من الأدلة الكثيرة على كفاءة السوق، تشهد أسواق المال العديد من التشوهات التي لا يمكن تفسيرها في إطار هذه النظرية أهمها : التشوهات الموسمية، أثر الحجم، أثر الدخول إلى البورصة... الخ

2. ظهرت المالية السلوكية لأجل تفسير التشوهات السابقة ومحاولة تقديم حلول واقعية لعلاج الاختلالات التي تعيشها أسواق المال.

3. إن عملية الاستثمار ليست نتيجة قرار يتسم بالعقلانية التامة أساسه عملية تحليل جميع المعطيات الأساسية وإنما هو قرار تشوبه الكثير من الأخطاء الإدراكية والسلوكيات غير العقلانية كالإفراط في الثقة، التقليد والمحاكاة... الخ

4. يقصد بالمالية السلوكية مجموع المقاربات التي تقدم منظورا جديدا لسلوك الأفراد في أسواق المال والمؤسسات على حد سواء وذلك من خلال الجمع بين النظرية المالية وعلم النفس.

5. لقد أثار ظهور المالية السلوكية جدلا كبيرا في الأوساط الأكاديمية لما له من تبعات، خاصة بعد حصول مؤسسه "دانيال كانمان" على جائزة نوبل للاقتصاد عام 2002.

6. يقوم السوق في الواقع على تعايش كل من المستثمرين العقلانيين والمستثمرين الجاهلدين NT. ينجم عن هذا التعايش سلوكيات غير عقلانية مرتبطة تتراكم في نفس الاتجاه بفعل التقليد والمحاكاة عوض أن يلغي بعضها أثر بعض مكونة بذلك اتجاهها سعريا، مما يوضح مدى مساهمة المستثمرين غير العقلانيين في تشكل الأسعار.

7. إن عملية التحكيم التي يفترض بها إلغاء أثر المستثمرين غير العقلانيين هي محدودة الأثر بفعل الارتباط بين هذه السلوكيات من جهة، وبفعل المخاطر التي تصاحب هذه العملية من جهة أخرى كصعوبة وجود البديل الأمثل للورقة وخطر السيولة... الخ، كما يمكن أن يكون لها أثر عكسي حين يعمل المحكمون على دفع العامة

- لارتكاب أخطاء التقييم بغية التسبب في ظهور اتجاه سعري يكونون أول المستفيدين من انعكاسه، وبالتالي يمكن للتشكيك في رشادة الأفراد أن يطال المحكمين أنفسهم.
8. يمكن ملاحظة العديد من الانحرافات السلوكية في سوق المال، ويشير مصطلح الانحراف إلى ذلك الاختلاف بين الطريقة التي يفترض بالإنسان أن يفكر بها كي يصل إلى أفضل النتائج وبين الطريقة التي يفكر بها في الواقع.
9. من بين الانحرافات السلوكية التي يمكن ملاحظتها هي تلك التي تطال عملية التنبؤ كالثقة المفرطة، التفاؤل الاعتماد على تبسيط المعارف أو تعميمها... الخ، كما أن هنالك انحرافات تؤثر على التفضيل على غرار طريقة عرض الموضوع أو المشكل، تجنب الخسارة، التقليد، تجنب الغموض... الخ.
10. عند تطبيق نظرية المحفظة لـ "ماركوفيتز" ظهرت العديد من الانحرافات أهمها : التنوع غير الكافي، إنشاء حساب عقلي خاص بكل ورقة مالية وإهمال ما يمكن أن يكون بينها من ارتباطات.
11. تشكل المحفظة السلوكية من أصل يهدف من وراء امتلاكه إلى ضمان حد أدنى من العائد، وأصل يهدف من وراء اقتنائه إلى الاغتناء مهما ارتفع مستوى الخطر المصاحب له.
12. لا تزال الأبحاث السلوكية لم تتوصل بعد إلى نموذج بديل لنموذج **MEDAF** على الرغم من اقتراح عدة تعديلات له وذلك يعود لصعوبة نمذجة الجانب النفسي.
13. يمكن اعتبار التحليل الفني هو الأسلوب السلوكي لتقييم الأوراق المالية على الرغم من أن ظهوره سبق ظهور المالية السلوكية وذلك لأن ظهور الأداة في البحث البراغماتي يسبق ظهور النظرية.
14. يوجد انسجام كبير بين فلسفة كل من التحليل الفني والمالية السلوكية، حيث يلجأ كل منهما إلى علم النفس لاعتقاده في الأثر البالغ الذي يلعبه الجانب النفسي في تفسير سلوكيات المتعاملين وفي تشكل الأسعار في السوق، غير أنهما يختلفان من حيث أن التحليل الفني يهدف من وراء الاستعانة بعلم النفس إلى التنبؤ باتجاه الأسعار مما يعكس اعتقاده بعقلانية كل من السوق والمتعاملين فيه كونهم يقومون بالتصرفات ذاتها في نفس المواقف، أما المالية السلوكية فتحاول فهم وتفسير التشوهات الملاحظة مما يعكس عدم اعتقادها في رشادة الأفراد.

4. التوصيات :

يمكن الخروج من هذه الدراسة بالتوصيات التالية :

- توصيات للمتعاملين في السوق :

1. ينبغي على المتعاملين في سوق المال إدراك حقيقة وجود التشوهات، فليس كل اتجاه سعري صعودي يعكس بالضرورة زيادة في قيمة المؤسسة.
2. يقع على المتعاملين تعلم تفسير ما يحدث حولهم في السوق حتى لا يقعوا ضحية للتقليد والإشاعات.
3. الأخذ في الاعتبار اعتقادات الأغلبية قبل اتخاذ أي قرار في سوق المال لأن رأي الأغلبية يعد بدوره متغيرا يؤثر على القيمة التي سيعطيها السوق مستقبلا لأي ورقة مالية.
4. بالرغم من كون التقليد انحرافا سلوكيا إلا أنه يجب على المتعاملين اكتشاف الحالات التي يكون فيها السلوك الأنسب والأكثر ربحية.
5. على جميع المتعاملين الانتباه من الوقوع في أحد الانحرافات السلوكية سابقة الذكر، فمعظم الناس لا يدركون أصلا ارتكابهم لبعض الأخطاء، وينبغي العلم بأن انحراف الإدراك يؤدي إلى انحراف السلوك.
6. العمل على تصحيح الانحراف بمجرد إدراكه لأن معظم التشوهات في السوق تختفي بمجرد اكتشافها وبالتالي من شأن هذا العمل على عودة الاستقرار إلى السوق.
7. يمكن حتى للمستثمر الذي يرغب في بناء محفظة سلوكية أن يستعين بالمعايير الواردة في التحليل "العائد-المخاطرة" فهذا يساعده على الوصول إلى محفظة أكثر كفاءة.

■ توصيات للباحثين :

إن أهم ما نوصي به الباحثين هو عدم التقليل من أهمية الجانب السلوكي وأثره على أسواق المال فبقدر ما تكون الأزمات الناجمة عنه معقدة، بقدر ما يمكن تجاوزها بسهولة، وذلك بمجرد تسليط الضوء على السلوك الذي كان وراءها، إضافة إلى العمل على إدراك آثار هذا الجانب على المؤسسة ومسيرها باعتبار التداخل الموجود بين كل من مالية المؤسسة ومالية السوق، وبالتالي لا بد من الاستمرار في البحث في هذا المجال واستثماره لأجل الوصول إلى سلوك استثماري رشيد.

5. آفاق البحث في الموضوع :

لقد حاولنا في هذا البحث تغطية بعض الجوانب لموضوع لا يزال حديث عهد في المالية، ولذا في وسعنا أن نشير إلى المجالات التالية التي يمكن أن تشكل مواضيع جديدة للبحث تساهم بدورها في تعميق وإثراء هذا النقاش منها :

1. التطرق إلى المالية السلوكية في شقها الذي يتناول مالية المؤسسة من خلال محاولة تفسير سلوكيات المسيرين فيها وذلك بالاعتماد على الدراسات الميدانية أو ما يطلق عليه "field-based research".
2. أثر إقصاء الجانب الأخلاقي في علم الاقتصاد عامة والمالية تحديدا على ما تشهده الأسواق من اختلالات.
3. لقد ظهر إلى جانب المالية السلوكية في محاولة لتفسير اختلالات سوق المال اتجاه بحثي آخر يشكك في نظرية الكفاءة يطلق عليه اسم "الاقتصاد التجريبي" (L'économie expérimentale) يقوم على إعادة اختبار ما

توصلت إليه النظرية الاقتصادية من خلال إجراء تجارب مخبرية، وقد حاز مؤسسه أيضا "فرنون سميث، Vernon Smith" على جائزة نوبل للاقتصاد عام 2002، لذا يمكن أن يشكل هذا الاتجاه بدوره موضوعا خصباً للبحث.

قائمة المراجع :

1. قائمة المراجع باللغة العربية :

1. عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة، التحليل الفني للأسواق المالية، دليل شامل لتحقيق الأرباح في المضاربة والاستثمار، الطبعة الخامسة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2004.
2. كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية، تكوينها ومخاطرها، في مجلة الباحث، العدد الثالث، 2004 ص 37-48.
3. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، (د.ت).
4. مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، في مجلة الباحث، العدد السابع، 2009-2010، ص 181-194.
5. نihal فريد مصطفى، محمد صالح الحناوي، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات، مدخل للهندسة المالية المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
6. هوارى سويسي، تقييم المؤسسات ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2007-2008.
7. هوارى سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، في مجلة الباحث، العدد الخامس 2007، ص 107-119.
8. عبد الرؤوف ربابعة، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطر، في : [http:// www.kantakji.com/fiqh/files/markets/562.pdf](http://www.kantakji.com/fiqh/files/markets/562.pdf)، تم الاطلاع عليه بتاريخ : 06/09/2011

2. قائمة المراجع باللغة الأجنبية :

• **Travaux publiés et non publiés :**

1. Abdelhamid El Bouhadi, A.Ounir, M.El Maguiri, Construction d'un portefeuille efficient : Application empirique à partir d'un échantillon de valeurs cotées à la bourse des valeurs de Casablanca, 2008, In : <http://mpru.ub.uni-muenchen.de/19684/>, Consulté le 04/09/2011.
2. Amos Tversky et Daniel Kahneman, The Framing of decision and the psychology of choice, In : Science, Vol.211, 30 January 1981, P.453-458.

3. André Orléan, Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique, In : Les crises financières, Edité par le conseil d'analyse économique, PP : 241-270, In : <http://www.parischoolofeconomics.com/orlean-andre/depot/publi/marchesfi.pdf>, Consulté le 14/09/2011.
4. Clotide Wetzter, La finance comportementale; d'une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers, Thèse de Master II DJCE Justice d'Affaires, Non publiée, Université Paris II Panthéon Assas, 2008-2009.
5. Daniel Goyeau et Amine Tarazi, La Bourse, Edition la Découverte, Paris, 2006.
6. Dhekra Azouzi, Essai en finance comportementale, les biais psychologiques et leurs implications sur les prix; enjeux conceptuels et portées pratiques, cas du marché financiers tunisien, Thèse de Master en finance, Non publiée, Faculté des sciences économiques et de gestion, Université de Tunis, El-Manar, Juin 2006.
7. Florin Aftalion, Le MEDAF et la finance comportementale, In : Revue française de gestion, Avril 2005, n°157, P.203-214.
8. Frédéric Teulon, Dictionnaire des grandes économistes de la pensée économique, Presse universitaire de France, Paris, 2009.
9. George Soros, L'alchimie de la finance, Traduit par Antoine Dublanc et Stéphan Wrobel, Valor Editions, Paris, 1998.
10. Gérard Charreaux, Théorie financière, In : <http://gerard.charreaux.pageperso-orange.fr/perso/articles/THFIENCV2.pdf>, Consulté le 16/09/2011.
11. Hélène Rainelli-Le Montagner, Des marchés et des hommes, In : <http://www.institut-europlace.com/files/doc/doc898966.doc>, Consulté le 04/09/2011.
12. Henri Bourachot, Jean-Luc Rettel, Gilles Renouard, 100 Fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, dirigé par Marc Montoussé, 2^{ème} édition, Bréal, 2006.
13. Jaques Hamon, Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, In : Les grands Auteurs en finance, Collection Dirigée par M.Albouy, Edition ems, Colombelles, 2003.
14. Jaques Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, 2^{ème} édition, Ed. Economica, Paris, 2005.
15. Jay R.Ritter, Behavioral Finance, In : Pacific-Basin Finance Journal, Vol.11, No.4, September 2003, PP.429-437.
16. Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, Gestion financière; Manuel & Application, 10^{ème} édition, Dunod, Paris, 2001.
17. Jean-Marie Pruvost, Dico du financier, Dunod, Paris, 2009.
18. John Murphy, L'analyse Technique des marchés financiers, Traduit de l'anglais par Patrick Stokowski et Antoine Dublanc, Valor Editions, Hendaye, 2003.

19. Jonathan Berk et Peter Demarzo, Finance d'entreprise, Traduit de l'anglais par Thomas Baron et autres, Pearson Educations, Paris, 2008.
20. Laurent Thiaville, Connaitre l'analyse technique : Pour comprendre les graphiques en bourse, Edition le journal des finances, Paris, 2002.
21. Marie-Hélène Broihanne, Maxime Merli, Patrick Roger, "Théorie comportementale du portefeuille", Intérêts et limites, In : Revue économique, Février 2006, Vol.57, p.297-314.
22. Michel Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, In : Revue française de gestion, Avril 2005, n°157, P.169-188.
23. Michel Albouy et Gérard Charreaux, La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant ?, In : Revue française de gestion, Avril 2005, n°157, P.139-143.
24. Moez Sedghiani, Essai en finance comportementale, Phénomène de sur-réaction et de bulles spéculatives : une investigation empirique sur le marché boursier tunisien, Thèse des études approfondies en finance, Non publiée, Faculté des sciences économiques et de gestion, Université de Tunis, El-Manar, Mai 2004.
25. Nihat Aktas, La 'finance comportementale' : un état des lieux, In : Reflets et Perspectives, Février 2004, P. 19-39.
26. Olga Bourachnikova, La Théorie Comportementale du Portefeuille et l'Equilibre du marché, Working Paper, Juillet 2009.
27. Philippe De Brouwer, la finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur, In : Finances, Septembre 2001.
28. Pierre Ramage, Finance de marché, Edition d'Organisation, Paris, 2002.
29. Roland Gillet et Ariane SZAFARZ, Marchés financiers et anticipations rationnelles, In : Reflets et Perspectives, Février 2004.
30. Yann Stutzmann, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale : deux outils de dissection de sociétés, Application pratique aux titres du SMI, Travail de diplôme, Mars 2001.
31. Zvi Bodie et Robert Merton, Finance, Edition française dirigée par Christophe Thibierge, 2^{ème} édition, Pearson Educations, Paris, 2007.

• **Divers :**

1. http://www.amf-france.org/documents/general/9021_1.pdf
2. www.Vernimmen.net
3. www.boursorama.com
4. www.zonebourse.com
5. [http:// fr.finance.yahoo.com](http://fr.finance.yahoo.com)
6. www.euronext.com
7. www.bnains.org
8. www.manager-go.com