الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المصارف والتأمين

تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم
(دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية)

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

إعداد الطالبة

سيرين خالد الحموي

إشراف الدكتور

نوّار هاشم

مدرِّس في قسم المصارف والتأمين - جامعة دمشق

2016-2015

الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق التصنيف:

كلية الاقتصاد الموضوع:

قسم المصارف والتأمين

إقرار

أنا الطالبة: سيرين خالد الحموي – ماجستير علوم مالية ومصرفية. أصرح بأن هذا البحث هو من إنجازي ولم يسبق أن نشر من قَبلي أو من قِبل باحثين آخرين.

دمشق في 28 / 2 / 2016

سيرين خالد الحموي

لجنة المناقشة:

رسالة ماجستير بعنوان: **تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية)**

إعداد الطالبة: سيرين خالد الحموي

نوقشت هذه الرسالة علنياً وأجيزت يوم الثلاثاء الواقع في 3 / 5 / 2016 من قبل السادة أعضاء لجنة الحكم التالية أسماؤهم:

الإستاذ الدكتور علي كنعان	عضواً	
الدكتور محمد سامر القصار	عضواً	
الدكتور نوّار هاشم	عضواً مشرفاً	

تم إجراء التعديلات المطلوبة، وأصبحت الرسالة صالحة لمنح درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية.

بسم الله الرحمن الرحيم

"وَقُلْ رَبِّ زِدْنِي عِلْماً"

[طه-114]

إهداء

إلى أبي العزيز...

إلى أمي الغالية...

إلى إخوتي الأعزاء...

إلى عدنان قصيباتي...

إلى ليلى القادري...

إلى الإستاذ فادي مجاهد...

إلى الدكتور سليمان موصلي...

أهدي هذا البحث

سيرين الحموي

الشكر والتقدير

إلى الإستاذ المشرف على هذا البحث الدكتور نوّار هاشم على الجهد والوقت وكل ماقدمه من النصح والتوجيه في سبيل إنجاح هذه الرسالة على أكمل وجه.

إلى أعضاء لجنة الحكم:

الإستاذ الدكتور علي كنعان

الدكتور محمد سامر القصار

على الملاحظات القيمة المقدمة حول هذا البحث الأكاديمي.

الباحثة

ملخص البحث

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر عامِلَين خارجيين يؤثران وبشكل ملحوظ على نفسية ومعنوية غالبية المستثمرين في فترة زمنية واحدة. مما قد يؤثر على قراراتهم الاستثمارية ويؤدي إلى اتخاذ قرارات متشابهة تغلب عليها العوامل (التحيزات) السلوكية، وانعكاس ذلك على عوائد الأسهم في الأسواق المالية.

حيث ركزت الدراسة على تأثير شهر رمضان والطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في العوائد اليومية للأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 4 - كانون الثاني - 2010 و31 - آب - 2015 باستخدام نماذج ARCH و GARCH ، وتوصلت الدراسة إلى أن عوائد الأسهم اليومية في سوق دمشق للأوراق المالية لا تتأثر بشهر رمضان، فلا تختلف العوائد اليومية بشكل جوهري خلال أيام شهر رمضان عن غيره من الأيام. أما فيما يتعلق بنتائج أثر الطقس فقد أثبتت الدراسة وجود أثر طردي لوسطي درجة الحرارة في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة الواقعة قبل بدء الأزمة السورية الراهنة. أي أن ارتفاع درجة الحرارة يدفع المستثمر لاتخاذ قرارات تحمل مخاطر أعلى وبالتالي عوائد أعلى، بينما يؤدي انخفاض درجة الحرارة إلى جعل المستثمر أكثر تحفظاً وتجنباً للقرارات الاستثمارية التي تحمل مخاطر مرتفعة. بينما نفت الدراسة وجود هذا التأثير خلال الأزمة السورية الراهنة. كما نفت الدراسة وجود أي أثر للأمطار في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية قبل وخلال الأزمة السورية الراهنة وخلال فترة الدراسة كاملةً.

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
فهرس المحتويات	أ
فهرس الجداول	ح
فهرس الأشكال	خ
فهرس الملحق	د
الفصل الأول: الإطار العام للبحث.	**1**
أولاً: مقدمة.	2
ثانياً: مشكلة البحث.	3
ثالثاً: أهداف البحث	3
رابعاً: أهمية البحث.	4
خامساً: حدود البحث.	4
سادساً: الدراسات السابقة.	5
سابعاً: متغيرات البحث.	10
ثامناً: مجتمع وعينة البحث.	11
تاسعاً: فرضيات البحث.	12
عاشراً: منهجية البحث.	12
حادي عشر: خطة وهيكل البحث.	13

تابع فهرس المحتويات

الفصل الثاني: نظرية كفاءة الأسواق المالية والتناقضات التي تعاني منها.	**14**
مقدمة.	15
2-1. المبحث الأول: مفهوم نظرية كفاءة الأسواق المالية.	16
تمهيد.	16
2-1-1. مفهوم كفاءة الأسواق المالية.	16
2-1-2. أنواع كفاءة الأسواق المالية.	18
2-1-3. سمات كفاءة الأسواق المالية.	19
2-1-4. خصائص السوق الكفء.	20
2-1-5. العوامل المُعيقة لتحقيق كفاءة السوق المالي.	22
2-1-6. مستويات كفاءة الأسواق المالية.	23
2-2. المبحث الثاني: التشكيك بنظرية كفاءة الأسواق المالية.	25
تمهيد.	25
2-2-1. تناقض فرضيات نظرية الكفاءة لـ Grossman و Stiglitz .	25
2-2-2. التذبذب المفرط في الأسعار وظهور الفقاعات السعرية.	25
2-2-3. الظواهر الشاذة الملاحظة في الأسواق المالية.	26
2-2-3-1. التشوهات الموسمية (التقويمية).	26
2-2-3-2. الظواهر الشاذة الناتجة عن أثر المناسبات الدينية.	29

تابع فهرس المحتويات

2-2-3-3. الظواهر الشاذة الناتجة عن التحليل الأساسي للشركة المصدرة للسهم.	30
2-2-3-4. الظواهر الشاذة الناتجة عن التحليل الفني.	31
2-2-3-5. الظواهر الشاذة الناتجة عن حالة الطقس.	32
الفصل الثالث: نظرية علم المال السلوكي.	**33**
مقدمة.	34
3-1. المبحث الأول: مفهوم نظرية علم المال السلوكي.	35
تمهيد.	35
3-1-1. ماهية علم المال السلوكي.	35
3-1-2. أقسام علم المال السلوكي.	37
3-1-3. الفرضيات الأساسية للنظرية علم المال السلوكي.	37
3-2. المبحث الثاني: العوامل (التحيزات) السلوكية.	40
تمهيد.	40
3-2-1. ماهية العوامل (التحيزات) السلوكية وأهمية دراستها.	40
3-2-2. أهم العوامل (التحيزات) السلوكية المُلاحظة في الأسواق المالية.	42
3-2-2-1. التحيزات الإدراكية.	42
3-2-2-2. التحيزات العاطفية أو الانفعالية.	48
3-2-3. تفسير علم المال السلوكي لبعض الظواهر الشاذة الملاحظة في الأسواق المالية.	50

تابع فهرس المحتويات

3-2-4. الانتقادات الموجهة للمالية السلوكية.	54
3-3. المبحث الثالث: الإطار النظري لأثر شهر رمضان والطقس في عوائد الأسهم.	58
تمهيد.	58
3-3-1. آلية تأثير عامل خارجي على معنويات المستثمرين وانعكاس ذلك على عوائد الأسهم.	58
3-3-2. الإطار النظري لأثر شهر رمضان في عوائد الأسهم.	59
3-3-3. الأسس النظرية للعلاقة بين الدين والاقتصاد.	61
3-3-4. الإطار النظري لأثر الطقس في عوائد الأسهم.	63
3-3-5. أسباب الجمع بين أثر شهر رمضان وأثر الطقس في عوائد الأسهم.	65
الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لأثر شهر رمضان والطقس في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.	**67**
مقدمة.	68
4-1. المبحث الأول: سوق دمشق للأوراق المالية.	69
4-2. المبحث الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية.	74
4-2-1. تشكيل عينة الدراسة.	74
4-2-2. التحليل الإحصائي.	75
4-2-2-1. الرسم البياني.	75
4-2-2-2. اختبار التوزيع الطبيعي.	76

تابع فهرس المحتويات

4-2-2-3. اختبار الارتباط الذاتي.	76
4-2-2-4. اختبار جذر الوحدة.	77
4-2-2-5. اختبار تجانس تباين الخطأ للبواقي (اختبار أثر أرش ARCH TEST).	78
4-2-3. نماذج الدراسة.	78
4-3. المبحث الثالث: النتائج الإحصائية.	82
4-3-1. التحليل الإحصائي وبناء أفضل النماذج.	82
4-3-2. نتائج اختبار أثر شهر رمضان في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.	91
4-3-3. نتائج اختبار أثر الطقس في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.	94
4-3-4. نتائج اختبار أثر شهر رمضان والطقس معاً في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.	99
4-3-5. التأكد من متانة النتائج.	101
الخاتمة.	**104**
أولاً: النتائج.	105
ثانياً: التوصيات.	106
ثالثاً: آفاق البحث في الموضوع.	107
قائمة المراجع.	**108**
الملاحق.	**118**

فهرس الجداول

رقم الجدول	اسم الجدول	الصفحة
1-1	التحليل الوصفي لسلسلة العوائد خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.	84
2-1	نتائج اختبار الارتباط الذاتي لسلسلة العوائد خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.	85
3-1	نتائج اختبار جذر الوحدة لسلسلة العوائد خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.	86
4-1	نتائج اختبار البواقي لسلسة العوائد خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.	87
5-1	قيم معامل Akaike لنموذج ARMA.	88
6-1	نتائج اختبار أثر ARCH لنموذج ARMA(3,2).	88
7-1	قيم معامل Akaike لنموذج ARCH.	89
8-1	نتائج اختبار أثر ARCH لنموذج ARCH(3).	89
9-1	قيم معامل Akaike لنموذج GARCH.	90
10-1	نتائج اختبار أثر ARCH لنموذج GARCH(2,3).	90
1-2	التحليل الوصفي للمتغير الوهمي المتعلقة المُعبر عن شهر رمضان خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.	91
2-2	أثر المتغير الوهمي المتعلق بشهر رمضان في نموذج ARCH(3).	92
3-2	أثر المتغير الوهمي المتعلق بشهر رمضان في نموذج GARCH(2,3).	92
1-3	التحليل الإحصائي لمتغير وسطي درجة الحرارة خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-.2015	94
2-3	التحليل الوصفي للمتغير الوهمي المُعبر عن الأيام الماطرة خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-.2015	95
3-3	أثر متغيرات الطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في نموذج ARCH(3).	96

تابع فهرس الجداول

4-3	أثر متغيرات الطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في نموذج GARCH(2,3).	96
5-3	أثر متغير وسطي درجة الحرارة في نموذج ARCH(3).	97
6-3	أثر متغير وسطي درجة الحرارة في نموذج GARCH(2,3).	97
7-3	أثر المتغير الوهمي المعبر عن الأيام الماطرة في نموذج ARCH(3).	98
8-3	أثر المتغير الوهمي المعبر عن الايام الماطرة في نموذج GARCH(2,3).	98
1-4	أثر متغيرات (شهر رمضان والطقس) في نموذج ARCH(3).	99
2-4	أثر متغيرات (شهر رمضان والطقس) في نموذج GARCH(2,3).	100
1-5	أثر مختلف المتغيرات (شهر رمضان والطقس) في سلسسة العوائد اليومية قبل الأزمة السورية الراهنة من 4-1-2010 إلى 14-3-2011.	102
2-5	أثر مختلف المتغيرات (شهر رمضان والطقس) في سلسسة العوائد اليومية خلال الأزمة السورية الراهنة من 15-3-2011 إلى 31-8-2015.	103

فهرس الأشكال

رقم الشكل	اسم الشكل	الصفحة
1-1	الرسم البياني لسلسلة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.	82
2-1	الرسم البياني لسلسلة عوائد سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.	83
3-1	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لسلسة العوائد خلال الفترة من 4-1- 2010 إلى 31-8-2015.	83

فهرس الملاحق

رقم الملحق	اسم الملحق	الصفحة
1	نموذج ARMA(3,2) .	119
2	نموذج ARCH(3).	120
3	نموذج GARCH(2,3).	121

الفصل الأول

الإطار العام للبحث

أولاً: مقدمة

ظهر علم المال السلوكي كاتجاه فكري جديد نتيجة ظهور أدلة كثيرة تشير إلى وجود تصرفات غير عقلانية متكررة يقوم بها المستثمرون لدى اتخاذهم القرار الاستثماري مما أدى إلى التشكيك بفرضية عقلانية ورشادة المستثمرين. حيث يحاول الاتجاه الجديد والذي ظهر كنتيجة للمزاوجة بين علم النفس وبين المالية دراسة السلوك الحقيقي للأفراد (والذي يتسم عادة بعدم الرشادة) إضافة إلى تفسير التشوهات الملاحظة في الأسواق المالية.

ظهرت العديد من الحالات الشاذة في الأسواق المالية التي عجزت عن تفسيرها نظرية كفاءة الأسواق المالية. وذلك نتيجة وجود عامل خارجي (عطلة نهاية الأسبوع، شهر رمضان، الأعياد، إشاعة ما، إدراج شركة جديدة... إلخ) يؤثر على نفسية ومعنوية أغلبية المستثمرين في فترة زمنية واحدة مما يؤدي بهم لاتخاذ قرارات استثمارية متشابهة تغلب عليها العوامل (التحيزات) السلوكية، يظهر أثرها في عوائد الأسهم وينتج عنها غالباً ظهور حالة شاذة في السوق المالي. انتشار الظاهرة الشاذة ودراستها والبحث في أسبابها يؤدي لتلاشيها شيئاً فشيئاً بعد معرفة المستثمرين بها والعمل على استغلالها وتكوين أرباح غير اعتيادية منها نتيجة للكم الهائل من الدراسات التي تناولتها.

وهذا ما دفع للبحث في ظاهرتين مختلفتين كلياً لم تنتشر دراستهما بعد وخاصة ضمن الدراسات العربية وهما: **تأثير شهر رمضان في عوائد الأسهم، وتأثير الطقس في عوائد الأسهم.**

تظهر خصوصية ظاهرة تأثير شهر رمضان في عوائد الأسهم نتيجة لعدم ارتباط شهر رمضان بتاريخ ميلادي معين، فلا يتم تحديده من خلال التقويم الميلادي وإنما من خلال التقويم الهجري، وهذا ما يُميز هذه الظاهرة عن بقية الحالات الشاذة التقويمية. ويُعتبر رمضان ذو تقويم متحرك على خلاف الحالات الشاذة التقويمية الأخرىٰ ذات التقويم الثابت (Seyyed et al., 2005).غير أن لشهر رمضان تأثير كبير على الحالة المزاجية والنفسية للمستثمر مما يؤثر في سلوكه وقراراته. فشهر رمضان يُشجّع ويُحرّك مشاعر التضامن والهوية الإسلامية والروحانية لدى المسلمين (Bialkowski et al., 2012). ويُشجّع على كبت الغضب والتسامح مما يؤدي لتحسن المزاج فيزيد تفاؤل المستثمرين وخاصةً في اتخاذ القرارات التي تحمل المخاطر حيث يجعله أكثر استعداداً لاتخاذ قرارات استثمارية ذات مخاطرة عالية.

أما فيما يتعلق بظاهرة تأثير الطقس في عوائد الأسهم فتستمد خصوصيتها من عدم إمكانية تحديد حالة طقس محددة بكل متغيراته (درجة الحرارة، الأمطار، الرطوبة، الرياح...) لكل تاريخ ميلادي

معين. عدا أنَّ للطقس تأثير كبير في الحالة النفسية للفرد مما يؤدي به للتشاؤم أو للتفاؤل واتخاذ قرارات أكثر تحفظاً أو تحمل مخاطر أكثر بناءً على حالته المزاجية.

لذلك فإن هذا البحث يُسلط الضوء على هاتين الظاهرتين ليختبر فيما إذا كان يوجد تأثير لشهر رمضان و الطقس في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة 4- كانون الثاني - 2010 و 31- آب - 2015.

ومما أدى للجمع بين هاتين الظاهرتين دون سواهما من الحالات الشاذة التقليدية الأخرى هو ما بينهما من نقاط تشابه. حيث لا يمكن تبرير أي من الظاهرتين بإغلاق السوق المالي أو ربط أي منهما بحسابات مالية محددة تبرر حدوثهما، وهذا على خلاف معظم الحالات الشاذة الأخرى مع إضافة عدم ارتباط أي منهما بتاريخ ميلادي معين. عدا عن تأثير كل منهما بشكل ملحوظ على نفسية غالبية المستثمرين ومزاجهم في فترة زمنية واحدة ولا يقتصر تأثيرهما على مستثمر أو مستثمرَين فقط وبالتالي ينعكس ذلك على سلوك و قرارات أغلبية المستمثرين ومن ثم على عوائد الأسهم.

ثانياً: مشكلة البحث

اختلاف عوائد الأسهم خلال أشهر أو مواسم معينة من السنة وظهور حالات شاذة مختلفة في الأسواق المالية، مع عدم تطرق الباحثون لهذه الظواهر ودراستها في سوق دمشق للأوراق المالية لإثبات وجودها أو عدمه، كان الهدف وراء طرح التساؤلات التالية في هذا البحث:

1- هل يؤثر شهر رمضان في عوائد الأسهم اليومية في سوق دمشق للأوراق المالية؟

2- هل يؤثر تغير الطقس في عوائد الأسهم اليومية في سوق دمشق للأوراق المالية؟

ثالثاً: أهداف البحث

تتجلى أهداف البحث فيما يلي:

1- تسليط الضوء على العوامل الخارجية المؤثرة على معنويات المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية.

2- إبراز أثر الجانب السلوكي في تفسير القرارات الاستثمارية. وإثبات عجز النظرية المالية التقليدية (نظرية كفاءة السوق) بتفسير الحالات الشاذة الظاهرة في الأسواق المالية.

3- نقل الجدال المثار في الأوساط الأكاديمية الأجنبية حول دراسة أثر العوامل السلوكية في عوائد الأسهم إلى دراستنا العربية.

رابعاً: أهمية البحث

تظهر أهمية هذه الدراسة من خلال النقاط التالية:

1- تعتبر هذه الدراسة من أولىٰ الدراسات التي اختبرت أثر العوامل السلوكية في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

2- تتميز هذه الدراسة بالجمع بين أثر كل من شهر رمضان والطقس في عوائد الأسهم معاً في سوق دمشق للأوراق المالية، بينما أهملت كافة الدراسات السابقة الجمع بين العاملين ودراسة تأثيرهما في عوائد الأسهم.

3- تميزت هذه الدراسة بإجراء الاختبارات الإحصائية على ثلاث سلاسل زمنية وذلك للتأكد من متانة النتائج قبل وخلال الأزمة السورية الراهنة.

4- يُعتبر هذا البحث من أولىٰ الأبحاث التي تتناول العوامل السلوكية في تفسير الحالات الشاذة في الأسواق المالية العربية.

5- ومن جهة أخرى تنبع أهمية هذه الدراسة من أهمية الظاهرتين الخاضعتين للدراسة فبالنسبة لشهر رمضان تكمن أهميته من الأهمية الدينية التي يحملها وماله من مكانة لدى المسلمين وتغيير نمط حياة المسلمين خلال هذا الشهر. بينما تكمن أهمية الطقس من عدم القدرة على تغيره، وعدم ثباته.

خامساً: حدود البحث

تتجلى محدودية البحث بالنقاط التالية:

1- من الأفضل كان اللجوء إلى الاستبيان في مثل هذه الدراسات التي تتعلق بعوامل نفسية ولكن صعوبة تنفيذ ذلك في سوق دمشق للأوراق المالية، بسبب قلة عدد المتعاملين فيها.

2- الفترة الزمنية القصيرة لانطلاق سوق دمشق للأوراق المالية، وبالتالي يجعل التأكد من دقة النتائج أمر صعب فيما لو قورنت بفترة زمنية أطول.

3- الأزمة الحالية التي تمر بها سوريا، والتي أدت إلى عدم استقرار عمل سوق دمشق للأوراق المالية.

سادساً: الدراسات السابقة

سيتم تقسيم الدراسات السابقة المتعلقة بنفس الموضوع إلى قسمين القسم الأول فيما يتعلق بالدراسات التي تناولت أثر شهر رمضان في العوائد، أما القسم الثاني سيختص بالدراسات المتعلقة بأثر الطقس في العوائد.

أ- الدراسات السابقة المتعلقة بأثر شهر رمضان في عوائد الأسهم:

- دراسة Seyyed وآخرون (2005) حيث تركز هذه الدراسة على البحث في أثر شهر رمضان في عوائد الأسهم في سوق الأسهم السعودية والتي تعتبر من أكبر الأسواق المالية الإسلامية في الشرق الأوسط والعالم الإسلامي. اعتمد الباحثون على بيانات أسبوعية للعوائد خلال الفترة من شباط 1985 إلى نيسان 2000 مستخدمين نموذج GARCH. وشملت الدراسة القطاعات الستة المكونة لسوق الأسهم السعودية. وتوصلت الدراسة إلى انخفاض تذبذب العوائد للأسهم في شهر رمضان. وأعاد الباحثون النتائج إلى عدة أسباب: انخفاض التداول خلال هذا الشهر لأن أغلب أوقات هذا الشهر تخصص للنشاطات الاجتماعية والدينية، انخفاض ساعات دوام البنوك، وزيادة الالتزام بالتعاليم الدينية خلال هذا الشهر والابتعاد عن المنتجات التي تحمل فوائد (الابتعاد عن الشبهات).
- درس Al-Ississ (2010) أثر كل من شهر رمضان ويوم عاشوراء في عوائد الأسهم، حيث يعتبران من أكثر الأيام قداسة بالنسبة للمسلمين. تمت الدراسة على سبعة عشر سوق من الأسواق المالية الإسلامية خلال الفترة 1988- 2009. اعتمدت الدراسة على تحليل الانحدار القطاعي، مع إدخال متغير وهمي لتمييز أيام رمضان وتمييز يوم عاشوراء. تم دراسة أثر رمضان وعاشوراء على كُلٍّ من العوائد وحجم التداول. وتميزت هذه الدراسة بتقسيم شهر رمضان إلى ثلاثة أقسام من 1-10، 11-20، 21-30 تبعاً لاختلاف تركز العبادة بين هذه الأقسام. وتم تقسيم آخر قسم إلى جُزأين آخرين وهي (21-23-25-27-29) و(22-24-26-28-30) وذلك بناءً على احتمال وقوع ليلة القدر بالأيام الفردية أكثر من الزوجية. وتم إضافة متغير وهمي لليوم 27 المقدر بوجود لية القدر فيه وزيادة العبادة فيه. توصلت الدراسة إلى الأثر الإيجابي لشهر رمضان على المزاجية. وبالمقابل الأثر السلبي ليوم عاشوراء على الحالة النفسية ومنها على القرارات. وكانت العوائد بالعشر الأخيرة أكثر بشكل ملحوظ من العشر الأوائل. وكانت الخمسة أيام الفردية من الجزء الأخير ذات العائد الأكبر من الخمسة أيام

الزوجية. وتميز يوم 27 بالعائد الأكبر، وكان ذلك ينطبق على حجم التداول أيضاً. باستثناء أن الأيام الزوجية يوجد بها تداول أكثر من الأيام الفردية ولكن ليس بشكل كبير.

- تهدف دراسة Al-Hajieh وآخرون (2011) للبحث في أثر شهر رمضان في عوائد الأسهم وحجم التداول لبعض دول الشرق الأوسط، تم انتقاء هذه الدول على حسب مدى توفر البيانات المطلوبة. مع الاعتماد على بيانات يومية للفترة من 1992 إلى 2007. تم أولاً إجراء اختبار التكرارات للتأكد من اتباع السوق للسير العشوائي. ثم حساب العوائد اليومية خلال شهر رمضان للكشف فيما إذا كانت عوائد إيجابية أم سلبية. ومن ثم تم التركيز على المقارنة بين أول يوم من الشهر وآخر يوم. اختلفت النتائج بين الدول إلى حدٍ ما، ولكن تشابهت كل الدول بوجود مستويات مرتفعة من التقلب في أول شهر رمضان وفي آخر يوم من الشهر. ويمكن إرجاع سبب انخفاض التداول بأول يوم من الشهر إلى تأثير الصيام على المستثمرين حيث لم يعتادوا بَعدُ على الصيام، وبالمقابل ارتفاع التداول في آخر يوم وذلك بسبب إغلاق أغلب المراكز والدوائر الحكومية خلال الثلاثة أيام التالية (عيد الفطر) وهذا يشجع على الاستثمار في هذا اليوم والسبب الآخر يعود إلى البهجة والاحتفالية بسبب قدوم عيد الفطر وتأثير ذلك على مزاج المستثمرين وبالتالي على قراراتهم.
- سعت دراسة Bialkowski وآخرون (2012) إلى دراسة أثر شهر رمضان على أربعة عشر دولة، والتي معظم سكانها من المسلمين، وذلك خلال الفترة 1989 إلى 2007. مع اعتماد أسلوب الانحدار بالإضافة لدراسة الحدث بسبب اختلاف بداية شهر رمضان بين الدول، مع إدخال معامل وهمي للتعبير عن أيام شهر رمضان. تم التوصل إلى أن العوائد تكون بشهر رمضان أعلى بتسع مرات من باقي الأشهر. وحجم التداول يكون أقل تقلباً، ولم يتم تسجيل أي انخفاض ملحوظ بالسيولة. ووجد الباحثون أن هذه النتائج تتفق مع فكرة أن رمضان يؤثر إيجابياً على نفسية المستثمر، كما أنه يُحرّك مشاعر التضامن والهوية الاجتماعية بين المسلمين في جميع أنحاء العالم، مما أدى بذلك إلى التأثير على القرارات الاستثمارية.
- اختبر Ramezani وآخرون (2013) تأثير شهر رمضان والأشهر الهجرية ككل في سوق طهران للأوراق المالية. حيث أكد الباحثون في دراستهم على أن واحدة من أهم السمات المميزة للإنسان هي معتقداته وهي تؤثر على نمط حياته وثقافته ومجتمعه وعلى قراراته التي يتخذها وحتى على القرارات الاقتصادية. وبالتالي اختبر الباحثون العلاقة بين التغيرات في مؤشر السوق المالي وبين الأشهر الهجرية. وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية وذات دلالة

إحصائية بين مؤشر السوق المالي وبين كل من شهر رمضان، شوال، ربيع الأول. ووجود علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق وشهر جمادىٰ الثاني، ربيع الثاني، محرم، رجب. ولا يوجد أي علاقة ذات دلالة إحصائية مع شهر جمادىٰ الأول، صفر، شعبان، ذي الحجة. اختبرت هذه الدراسة على الفترة الممتدة بين 2002 إلى 2012 على بيانات يومية وشهرية. وذلك من خلال استخدام نموذج الانحدار الذاتي والمتوسط المتحرك.

- تهدف دراسة Alrashidi وآخرون (2014) إلى تحديد التغير أو التقلبات في عوائد الأسواق المالية لصناديق استثمار إسلامية عالمية خلال شهر رمضان. اعتمدت هذه الدراسة على البيانات الشهرية للصناديق الاستثمارية خلال الفترة من يناير 2004 إلى ديسمبر 2009. وقد تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى مع إدخال متغير وهمي للتعبير عن أيام شهر رمضان. ولكن نتائج هذه الدراسة أتت على نقيض نتائج الدراسات القائمة وهي عدم وجود أي تغيرات كبيرة في عوائد الأسهم خلال شهر رمضان مقارنة بالأشهر الأُخرىٰ من السنة. ولكن سجلت الدراسة انخفاض بتقلبات السوق المالي بسبب تراجع إجمالي التداول خلال الشهر أو انخفاض عدد ساعات التداول. من النقاط التي نادت بها هذه الدراسة هي فشل الدراسات التي تناولت نفس الموضوع مع تركيزها على دول إسلامية فقط، ولسد هذه النقص قامت هذه الدراسة باختيار صناديق إسلامية ولكن عالمية.
- طبق Shah و Ahmed (2014) اختبار أثر شهر رمضان على سوق كراتشي للأوراق المالية (باكستان). حيث تم هنا الاعتماد على بيانات شهرية بدلاً عن البيانات اليومية لثلاث سنوات (2010،2011،2012). تم تطبيق الاختبار باستخدام نموذج الانحدار وإدخال متغير وهمي لتميز أيام شهر رمضان عن باقي أيام العام، ومقارنة عوائد شهر رمضان بالأشهر السابقة والأشهر اللاحقة لشهر رمضان. وأتت هذه الدراسة بنتائج مخالفة لما توقعه الباحثان من أن يؤثر شهر رمضان على سلوك السوق المالي في باكستان حيث يختلف شهر رمضان عن غيره من الأشهر و يُخصص الناس مزيداً من الوقت للقيام بالطقوس الدينية وبالتالي ينخفض الاهتمام بالتجارة والاستثمار. حيث لم تسجل الدراسة أي نتائج ملحوظة خلال شهر رمضان في سوق كراتشي للأوراق المالية. وبالتالي فإن تأثير رمضان ليس ظاهر في بورصة كراتشي.
- وهناك نمط من الدراسات التي ركزت على دراسة أثر عيد الفطر بشكل أساسي حيث يظهر أثره على آخر أيام شهر رمضان ومنها دراسة Oguzsoy و Guven عام (2004). في هذه

الدراسة قام الباحثان بدراسة تأثير العطل الإسلامية (عيد الفطر، عيد الأضحى) على عوائد الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية (ISE) للفترة بين عامي 1988 و1999. وركزت الدراسة على دراسة تأثير العطل على الأيام التي تسبق العطلة والأيام اللاحقة للعطلة (اليوم -1،اليوم -2، اليوم -3، اليوم +1، اليوم +2). حيث وجدت الدراسة أن متوسط عوائد الأسهم في اليوم -2 من عطلة العيد أعلى سبع مرات من متوسط عوائد الأيام الأخرىٰ.

ب- الدراسات السابقة المتعلقة بأثر الطقس في عوائد الأسهم:

- سعت دراسة Hirshleifer و Shumway (2003) لاختبار أثر أشعة الشمس في عوائد الأسهم، حيث تنطلق من فكرة أن أشعة الشمس تؤثر ايجابياً على نفسية المستثمر وتدعو للتفاؤل وبالتالي ارتفاع عوائد الأسهم. تناولت هذه الدراسة 26 دولة من الفترة 1982 إلى 1997. ولحساب مقدار أشعة الشمس تم حساب متوسط السحاب لكل يوم بين الساعة السادسة صباحاً إلى الرابعة عصراً، وتكون درجته بين الصفر إلى الثمانية ويكون مقابل ذلك مقدار أشعة الشمس في كل يوم. ومن ثم تم إجراء مصفوفة الارتباط بين الدول ومقدار الغيوم. ثم إنشاء معادلة انحدار وإدخل المتغير المعبّر عن أشعة الشمس لاختبار أثره. ومن ثم العمل على دراسة أثر أشعة الشمس مع عزل أثر باقي العوامل المناخية مثل الأمطار والثلوج. وتوصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن أشعة الشمس تُؤثر على نفسية المستثمر وقراراته ويجعله أكثر تفاؤلاً وهذا ما يجعل عوائد الأسهم مرتفعة.
- عملت دراسة Cao و Wei (2005) على إثبات أثر تغير درجات الحرارة على المزاج ومن ثم تأثير المزاج على التصرفات والقرارات. وانطلقت هذه الدراسة من دلائل سابقة تدل على أن انخفاض درجة الحرارة من الممكن أن يؤدي إلى العدائية وبالتالي قبول مخاطر أعلى أي عوائد أعلى. أما ارتفاع درجة الحرارة فمن المتوقع أن يؤدي إلى كل من العدائية واللامبالاة وبالتالي مخاطر أعلى أو أقل أي عوائد أعلى أو أقل. وللتحقق من هذه الدلائل قامت الدراسة باختبار أثر الطقس على ثمانية من الأسواق المالية العالمية. وذلك خلال الفترة 1962 إلى 2001. وتم اعتماد درجة حرارة اليوم بأخذ المتوسط لأعلى درجة حرارة وأقل درجة حرارة خلال اليوم. وخضعت البيانات لاختبار z-sore واختبار الانحدار. توصلت الدراسة لإثبات أثر درجة الحرارة على قرارات المستثمر من خلال تأثيرها على المزاج. ووجد الباحثان أن انخفاض درجة الحرارة يؤدي إلى العدائية واتخاذ قرارات استثمارية أكثر خطورة أي ارتفاع

عوائد الاسهم. ولكن في حال ارتفاع درجة الحرارة غلبت اللامبالاة على العدائية أي اتخاذ قرارات استثمارية أقل خطورة أي انخفاض عوائد الأسهم.

- تناولت دراسة Chang وآخرون (2006) اختبار أثر المتغيرات الأساسية للطقس من (درجة حرارة، الرطوبة، السحاب) في عوائد الأسهم في بورصة تايوان. وذلك للفترة الواقعة بين 1997 و 2003. تم إخضاع السلسلة الزمنية لاختبار جذر الوحدة. ومن ثم إخضاع البيانات لنموذج GJR-GARCH. وتوصلت الدراسة إلى أن كُلاً من درجة الحرارة والسحاب هما من العوامل المهمة المؤثرة في عوائد الأسهم في تايوان. ودعت الدراسة إلى إدخال العوامل السلوكية كمتغيرات تؤثر بالاقتصاد في نماذج تسعير الأصول.
- درس Chang وآخرون (2008) العلاقة بين الطقس وتحديداً مقدار السحاب وكُلاً من عوائد الأسهم وأنماط تداول الأسهم في بورصة نيويورك وذلك خلال الفترة 1994 إلى 2004. تميزت هذه الدراسة عن غيرها بأخذ البيانات اللحظية بعين الاعتبار وليس فقط اليومية. حيث درست أثر الطقس بكل لحظة وكيف يكون أثره لدى افتتاح السوق وكيف يبدأ أثره بالانخفاض، مما يُمكن من أخذ صورة أدق. تم إجراء معادلة انحدار وإدخال المعاملات الوهمية لاستبعاد أثر باقي عوامل الطقس من (درجة حرارة، أمطار، ثلوج، رياح) واستبعاد أثر الحالات الشاذة التقويمية (يوم من أسبوع ، شهر من سنة). واستبعاد أثر اختلاف طول النهار والليل بين الشتاء والصيف. وتوصلت الدراسة إلى أن وجود السحاب يؤدي لانخفاض العوائد، ولكن أثرها يظهر فقط في أول 15 دقيقة من افتتاح السوق. وأن الأيام الغائمة تكون فيها عمليات البيع أكثر من عمليات الشراء. وهذا كله يؤكد تأثير الطقس على الحالة المزاجية للمستثمرين.
- أعد Worthington (2009) دراسة تهدف إلى دراسة تأثير الطقس على سوق الأسهم الأُسترالي خلال الفترة 1958 و2005. وذلك للبحث بالافتراض الذي تفترضه نظرية علم المال السلوكي وهو وجود علاقة بين الطقس والأسواق المالية وذلك من خلال التأثير على الحالة المزاجية للمستثمرين. ويستخدم الباحث نموذج الانحدار لاختبار ماسبق بناء على بيانات عوائد الأسهم اليومية. معتمد في الدراسة على ثماني عوامل من الطقس (الأمطار، التبخر، الرطوبة النسبية، الحد الأدنى من درجة الحرارة، الحد الأعلى من درجة الحرارة، عدد ساعات سطوع الشمس، سرعة الرياح، اتجاه الرياح). ولكن أتت النتائج مخالفة لما هو متوقع حيث أشارت إلىٰ عدم وجود أي علاقة على الإطلاق بين الطقس وعوائد الأسهم في السوق الأُسترالية للأوراق المالية.

- بحث Silva و Almeida (2011) في مدى تأثير الحالة المزاجية في عملية صنع القرارات الاستثمارية وذلك من خلال تأثير الطقس تأثير غير مباشر. تناولت هذه الدراسة تأثير أربع متغيرات للطقس (المطر، درجة الحرارة، أشعة الشمس، سرعة الرياح) في عوائد الأسهم للسوق البرتغالي للأوراق المالية وذلك خلال الفترة بين يناير 2000 وديسمبر 2009. واعتمد الباحثان على اختبار Bin ونموذج الانحدار. وتوصل الباحثان إلى التأثير العكسي لدرجات الحرارة في السوق البرتغالي ويظهر التأثير بشكل أكبر لدى انخفاض درجات الحرارة (ارتفاع العوائد). توقع الباحثان التوصل إلى نتائج إيجابية وإن كانت صغيرة بين الظروف المناخية التي تحسن الحالة المزاجية وبين عوائد الأسهم (حالة مزاجية أفضل تؤدي لعوائد أسهم أعلى نتيجة لزيادة التفاؤل وانخفاض كره ونفور المستثمر من الخطر وبالتالي تقبله لتحمل خطر أعلى) وذلك بناءً على الدراسات التي أثبتت تأثير الطقس على حالة المزاجية.
- هدفت دراسة IC وآخرون (2014) للكشف عن أثر الطقس على السلوك الاستثماري للمستثمرين وذلك في السوق التركي للأوراق المالي (BIST). تميزت الدراسة أنها ركزت على بيانات حقيقية لقرارات 100 مستثمر من الأفراد خلال الفترة بين 2009 إلى 2011 مع الأخذ بعين الاعتبار اختلاف العوامل الاجتماعية والاقتصادية والديموغرافية. وركزت الدراسة على عدد الأيام الملبدة بالغيوم، عدد الأيام المشمسة، ومدة سطوع الشمس. ودرست في المقابل السوق المالي من خلال (نسبة عمليات الشراء، نسبة الأوراق المالية التي تحقق الدخل الثابت داخل المحفظة المالية، نسبة عمليات البيع). وتوصلت الدراسة لوجود علاقة سلبية بين مستوى الغيوم ونسبة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت داخل محفظة المستثمر، كما يوجد علاقة سلبية بين مستوى متوسط درجة الحرارة ونسبة عمليات الشراء، في حين تم العثور على وجود علاقة إيجابية بين مستوى متوسط درجة الحرارة ونسبة عمليات البيع.

سابعاً: متغيرات البحث

تعتبر عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية هي المتغير التابع ويتم الحصول عليه بإجراء تحويل لوغاريتمي على مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية بالطريقة التالية:

$$R= 100*Log\ (P_t/P_{(t-1)})$$

المقصود بـ R عوائد المؤشر، P_t هي قيمة المؤشر (سعر الإغلاق) قبل أخذ اللوغاريتم له، و$P_{(t-1)}$ قيمة المؤشر (سعر الإغلاق) ليوم سابق.

وتتطلب دراسة أثر شهر رمضان في عوائد الأسهم إدخال المتغير الوهمي المُعبِّر عن شهر رمضان والذي يأخذ القيم (1و0) حيث تدل القيمة (1) على أيام شهر رمضان، أما القيمة (صفر) تدل على باقي أيام السنة الميلادية، ويعتبر المتغير الوهمي هو المتغير المستقل. وقد جمعت تواريخ بداية شهر رمضان ونهايته خلال الفترة المدروسة من الأخبار المعلنة في الموقع: www.masress.com.

بينما تتطلب دراسة أثر الطقس في عوائد الأسهم إضافة متغيرات تعبر عن عوامل الطقس الخاضعة للدراسة (وسطي درجة الحرارة، الأمطار).

وسطي درجة الحرارة: هو متغير مستقل يتم حسابه بأخذ الوسطي لأكبر درجة حرارة وأصغر درجة حرارة خلال اليوم.

الأمطار: متغير مستقل آخر للتمييز بين الأيام الماطرة وغير الماطرة، وهو متغير وهمي يأخذ القيم (1 و 0) حيث تدل القيمة (1) على الأيام الماطرة والقيمة (صفر) على الأيام المتبقية.

وتم جمع البيانات الخاصة بالطقس من الموقع: www.wunderground.com.

ثامناً: مجتمع وعينة البحث

مجتمع الدراسة عبارة عن مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية "DWX". ونظراً للأزمة الراهنة التي تعيشها سوريا والتي بدأت في منتصف آذار 2011 كان من الأفضل إجراء الدراسة على بيانات يومية لأكثر من سلسلة للتأكد من متانة النتائج، مما أدى للجوء إلى التقسيم التالي:

- العينة الأساسية هي من بداية نشأة المؤشر 4-1-2010 إلى 31-8-2015، وتشمل 970 مشاهدة.
- العينة الفرعية الأولى هي من بداية نشأة المؤشر 4-1-2010 إلى بداية ظهور الأزمة السورية الراهنة 14-3-2011، وتشمل 215 مشاهدة.
- العينة الفرعية الثانية تمتد من بداية الأزمة السورية الراهنية 15-3-2011 إلى نهاية فترة الدراسة 31-8-2015، وتشمل 754 مشاهدة.

وتم جمع البيانات من الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية (www.dse.sy).

تاسعاً: فرضيات البحث

تبحث هذه الدراسة في فرضيتين بشكل أساسي وهما:

الفرضية الأولى:

H_{01}: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لشهر رمضان في عوائد الأسهم اليومية لسوق دمشق للأوراق المالية.

H_{11}: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لشهر رمضان في عوائد الأسهم اليومية لسوق دمشق للأوراق المالية.

الفرضية الثانية:

H_{02}: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لكل من وسطي درجة الحرارة والأمطار في عوائد الأسهم اليومية لسوق دمشق للأوراق المالية.

H_{12}: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لكل من وسطي درجة الحرارة والأمطار في عوائد الأسهم اليومية لسوق دمشق للأوراق المالية.

عاشراً: منهجية البحث

يعتمد البحث على المنهج التحليلي الوصفي لدراسة كل من أثر شهر رمضان وأثر الطقس في عوائد الأسهم. والأسلوب الإحصائي التطبيقي لاختبار ماسبق في سوق دمشق للأوراق المالية. ويتضمن جانبيين:

الجانب النظري: تم من خلاله عرض مفهوم نظرية كفاءة الأسواق المالية وأنواع الكفاءة ومستوياتها، وما السبب وراء التشكيك بصحتها، من ثم الانتقال لمفهوم علم المال السلوكي وأقسامه وفرضياته، والتطرق لأهم العوامل (التحيزات) السلوكية التي يقع بها المستثمرون لدى اتخاذ القرارات الاستثمارية وتفسير علم المال السلوكي للحالات الشاذة التي عجزت عن تفسيرها نظرية كفاءة الأسواق المالية. وأخيراً تم عرض أهم النقاط حول تأثير شهر رمضان والطقس في عوائد الأسهم، وذلك باعتبار كل من شهر رمضان والطقس من العوامل الخارجية المؤثرة في الحالة النفسية والمزاجية للمستثمرين والتي ينعكس أثرها في عوائد الأسهم.

الجانب التطبيقي: تم جمع البيانات من مصادرها الأساسية وتحليلها من خلال بعض أساليب التحليل الإحصائية (اختبار التوزيع الطبيعي، الارتباط الذاتي، اختبار جذر الوحدة، اختبار أثر ARCH)، وبناء على نتائج التحليل سيتم الاعتماد على أفضل بيئة تناسب خصائص السلسلة الزمنية لإجراء

الدراسة عليها. والدخول في بيئة ARCH بحثاً عن النموذج الأنسب من نماذج ARCH و GARCH في حال كان تباين الخطأ العشوائي لبواقي النموذج غير ثابت عبر الزمن.

حادي عشر: خطة وهيكل البحث

يتضمن البحث أربعة فصول لمناقشة جميع جوانب الموضوع. حيث ركز الفصل الأول على الإطار العام للدراسة.

بينما تناول الفصل الثاني نظرية كفاءة الأسواق المالية والتناقضات التي تعاني منها.

وناقش الفصل الثالث نظرية علم المال السلوكي من جيمع جوانبها مع الإشارة إلى أهم العوامل (التحيزات) السلوكية. وعرض أهم النتائج المستخلصة من الدراسات السابقة التي تناولت دراسة أثر شهر رمضان وأثر الطقس في عوائد الأسهم.

وعرضت نتائج الدراسة التطبيقية في الفصل الرابع.

الفصل الثاني

نظرية كفاءة الأسواق المالية والتناقضات التي تعاني منها

مقدمة:

يُعتبر علم المال السلوكي اتجاه بحثي مخالف في مضمونه لما أتت به نظرية كفاءة الأسواق وفرضية رشادة الأفراد والتي تعتبر أساس نظرية الكفاءة، حيث ناقض علم المال السلوكي ما افترضته فرضية العقلانية لـ Neumann و Morgenstern عام (1944) بأن جميع المستثمرين يتصفون بالعقلانية ولديهم القدرة على بناء توقعات عقلانية، وقد أدى هذا الإفتراض إلى ابتعاد نظرية كفاءة الأسواق عن الواقع وتصوير الإنسان على أنه كائن عقلاني بجميع تصرفاته.

ابتعاد نظرية كفاءة الأسواق المالية عن الواقع جعلها عاجزة عن تفسير بعض التشوهات المُلاحظة في الأسواق المالية، وكثير من الاختلالات التي كان وراءها سلوك بشري غير مطابق للنموذج النظري. فالإنسان في الواقع لا يتصرف كما تمليه عليه النظرية كما أنه لا يفكر برشادة وعقلانية تامة.

لتوضيح ماسبق تناول هذا الفصل الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية، حيث تطرق المبحث الأول لمفهوم نظرية كفاءة الأسواق ونشأتها. والإشارة إلى أنواع كفاءة الأسواق المالية (الكاملة والاقتصادية) والسمات الأساسية لها (كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، كفاءة التخصص). ومن ثم توضيح كل من خصائص السوق الكفء والعوامل المُعيقة لتحقيق كفاءة السوق المالي. وأخيراً تم استعراض مستويات السوق المالي الكفؤ (المستوى الضعيف، شبه القوي، القوي).

وفيما يتعلق بالمبحث الثاني عُرض من خلاله بعض من المشاهدات الشاذة في الأسواق المالية التي كانت وراء ظهور الانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة الأسواق والتشكيك بصحتها.

المبحث الأول: مفهوم نظرية كفاءة الأسواق المالية.

تمهيد:

نشأت الأسواق المالية لتسهيل عمليات تبادل الأصول المالية حيث تعتبر الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة للأموال لغرض الاستثمار، وقد أصبحت الأسواق المالية ضرورة حتمية مرتبطة بالمعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات. فهي تتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتحقيق التوازن بين العرض والطلب. وزيادة الاستثمار مما ينعكس ذلك على تنمية اقتصاد البلد. حيث تسعىٰ إدارة الأسواق المالية دوماً لتحقيق الكفاءة لكسب ثقة المستثمرين بالسوق المالي وتحفيزهم لزيادة عملية الاستثمار في السوق المالي.

يهدف هذا المبحث للتعريف بكفاءة الأسواق المالية من مختلف جوانبها، حيث يتطرق إلى مفهوم كفاءة الأسواق المالية وأنواع الكفاءة والسمات الرئيسية للكفاءة، كما يتم عرض خصائص السوق الكفء والعوامل المعيقة لتحقيق كفاءة السوق المالي.

2-1-1. مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

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

و سمح هذا الافتراض بظهور نظرية كفاءة الأسواق المالية التي تُعد حجر الزاوية في النظرية المالية، كما أنها تعتبر الفرضية الأساس لعدد كبير من نماذج تقييم الأصول المالية.

بدأت نظرية كفاءة الأسواق كاتجاه فكري بالتبلور منذ ظهور أعمال Bachelier عام 1900 وإثباته لعشوائية تغيرات الأسعار في سوق المال وذلك من خلال رسالة الدكتوراه "نظرية المضاربة". حيث أوضح فيها مفهوم السير العشوائي وبيّن أن التغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع تفتقد وجود أي ترابط بينها وهي ترتبط فقط بالمعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق دون سابق إنذار وبشكل غير منتظم. وبذلك يُعد عالم الرياضيات الفرنسي Bachelier واضع الأسس

الأولىٰ لنظرية الكفاءة، وهذا ما جعلها تعتمد منذ تشكلها على الرياضيات ووصفها بأنها نموذج علمي. مما أدى بها إلى أن تغرق بالعلمية أكثر وتبتعد عن الواقع وعن السلوك البشري (شحماط، 2013).

وتعززت نظرية الكفاءة أكثر من خلال أعمال Neumann و Morgenstern وبنائهما لنموذج المنفعة المتوقعة عام 1944 الذي شكل الإطار المرجعي للسلوك الاقتصادي ككل، كما فتح الباب على مصراعيه للبحث في هذا الميدان من جديد مما جعل ظهور نظرية الكفاءة عام 1965 نتيجة حتمية لأعمال عدة باحثين على رأسهم Fama وتشكل على هذا النحو اتجاه فكري علمي متكامل تبنّى وجهة نظر أفلاطونية للواقع وقام على ما اصطلح تسميته (homo economicus) بمعنى: ضرورة الارتقاء بعلم الاقتصاد إلى أقصى درجات العلمية، من خلال تصور الإنسان ككائن عقلاني يساهم في الحياة ويسيّر موارده الاقتصادية بغية تعظيم منفعته، إلى جانب السعي لإضفاء طابع تجريدي على التحليل الاقتصادي عن طريق عزل سلوك الفرد وإقصاء أثر كل جانب أخلاقي أو سلوك اجتماعي. وهذه العلمية وهذا التجريد هو ما زاد من قوة نظرية الكفاءة (صديقي، 2012).

لا يوجد تعريف موحد للكفاءة بل تطور بمرور الزمن نتيجة للأعمال المطردة منذ أول ظهور لهذه النظرية. أعطى Samuelson (1965) الأهمية الكبرى للمعلومة بدلاً عن خواص السير العشوائي للأسعار فقال 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 المتاحة، وتعتبر هذه أول محاولة لتعريف السوق الكفء.

وعرف Fama (1970) السوق الكفء بأنهُ السوق التي تكون فيه جميع المعلومات المتوفرة والخاصة بكل أصل مالي مدمجة في سعر ذلك الأصل وبشكل آني (بن حاسين وآخرون، 2012).

بينما اقترح Jensen (1978) مفهوم آخر للكفاءة أخذ بالاعتبار تكاليف الصفقات وتكاليف الحصول على المعلومات، حيث قال (يكون السوق كفؤاً 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).

وعرف Delkaoui (1981) السوق ذات الكفاءة بأنها السوق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة مستقلة

دون إمكانية السيطرة عليها. وهذا مايحتاجه المستثمر فعليا لزيادة ثقته بالسوق المالي (موصلي و السمان، 2013).

بينما عرف Chance (2001) كفاءة السوق بأنها صفة السوق الذي تكون به أسعار الأدوات المالية المتداولة تعكس قيمتها الاقتصادية الحقيقة للمستثمرين. وتقاس كفاءة السوق بمدى قدرته على عكس أية معلومات جديدة عن الورقة المالية على سعرها حتى لا يتمكن أحد المستثمرين أن يحقق أي أرباح غير عادية من استغلال لأية معلومات لم تكن متوفرة لدى غيره من المستثمرين (موصلي و السمان، 2013).

و في ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة بحيث تعكس تماماً القيمة الحقيقية للسهم أي: القيمة السوقية = القيمة الحقيقية. بمعنى أن السهم غير مقيّم بأعلى من قيمته (Over-Valued) أو بأقل من قيمته (Under-Valued) و بالتالي لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق ربحاً غير عادي يفوق ربح زملائه لأن العائد يكفي بالتمام لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الأوراق المالية محل الصفقة، أي أن كل معلومة جديدة ترد إلى السوق سوف تؤثر من جديد في القيمة السوقية للسهم فإما أن ترفع السعر أو تخفضه (موصلي و السمان، 2013).

2-1-2. أنواع كفاءة الأسواق المالية

لكفاءة الأسواق المالية نوعان هما:

أ- **الكفاءة الكاملة:** يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف، وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية (صالح وفريدة، 2009-2010):

1. شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
2. حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، والقيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.
3. وجود عدد كبير من المستثمرين، أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.

4. المستثمر رشيد، ويسعى نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

ب- الكفاءة الاقتصادية: في ظل هذا النوع من الكفاءة فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. لكن هذا الفارق بين القيمتين لا يتوقع أن يكون كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائه أرباح غير عادية وذلك بسبب تكلفة المعلومات والضرائب (حسين، 2008).

إذاً نجد أن الكفاءة الكاملة تختلف عن الكفاءة الاقتصادية في أن الأخيرة تتميز بوجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى النتائج. وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساساً على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.

2-1-3. سمات كفاءة الأسواق المالية

ينبغي أن تتوفر السمات الأساسية الثلاثة في السوق المالي لتحقيق الهدف المنشود منه وهي:

أ- **كفاءة التسعير (Price Efficiency):** وتسمى بالكفاءة الخارجية يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى السوق بسرعة ودون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة وبدون تكلفة أي أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على المعلومات وبذلك تصبح السوق عادلة أمام الجميع (موصلي وسليمان،2012-2013، ص300).

ب- **كفاءة التشغيل (Operational Efficiency):** وتسمى بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مبالغاً فيه (سمير والمصري، 2011).

ت- **كفاءة التخصيص (Allocational Efficiency):** أي أن يتوافر في السوق إمكانية توجيه الاستثمارات نحو المشاريع الأكثر ربحية وحجبها عن المشاريع الأقل ربحية بالاعتماد فقط على سلوك المستثمرين. وهذا يتطلب توفر عدد ملائم من الأوراق المالية بما يسمح بتوزيع المخاطر و قيام المشاريع الأكثر كفاءة (موصلي وسليمان، 2012-2013، ص300).

2-1-4. خصائص السوق الكفء

يجب توفر الخصائص التالية في السوق المالي ليتم تحقيق فكرة كفاءة الأسواق المالية (المزيني، 2002، ص33):

1. المنافسة الكاملة: وهذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من البائعين والمشترين تتوفر لهم حرية الدخول إلى السوق والخروج منه في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.
2. الأمن: أي يجب أن تتوفر الحماية اللازمة ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، وبالتالي يجب على إدارة السوق المالي متابعة الصفقات غير الأخلاقية أو الوهمية ويكون لديها الإجراءات الرادعة لها، مع وجود مؤسسات للتأمين ضد المخاطر.
3. العقلانية: وهو أن يكون هدف المتعاملين تحقيق الأرباح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل، حيث يتم الاستعانة بالخبراء والمحللين ومكاتب استشارية في هذا المجال.
4. دقة وسرعة وصول المعلومات: على السوق المالي تزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة في الوقت المناسب عن كافة الصفقات التي أبرمت من حيث الحجم والسعر، وأن يزودهم بالظروف السائدة في السوق بالنسبة لأسعار الأوراق المالية المتداولة، والتي تعكس حقيقة مستوى الطلب والعرض لكل الأوراق المالية.
5. السيولة: أن توفر السوق المالية خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها. وبتوفير خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع وشراء الأوراق المالية بالكلفة المناسبة وبالوقت المناسب وبالسرعة المناسبة.
6. عدالة التسويق: ويقصد بالعدالة هو أن تتيح السوق لجميع المتعاملين فيه فرصة متساوية للتعامل، وذلك من حيث الوقت أو المعلومات المتاحة والتحقق من سيادة القانون.
7. وجود رقابة فعالة تتمثل بجهات مختصة يتم إنشاؤها للعناية بتنظيم التداول ومراقبة مدى الإلتزام بالتشريعات واللوائح التنظيمية المتعلقة بالسوق، وتمنع التلاعب وتراقب المستثمرين كي لايتم إجراء صفقات غير أخلاقية أو وهمية مثل البيع الصوري وتتخذ الإجراءات اللازمة مقابل أي صفقة مخالفة.

لخّص Shleifer (2000) فرضيات نظرية كفاءة الأسواق في ثلاث فرضيات:

1- رشادة المستثمرين. إذ يسعى كل مستثمر لتحديد القيمة الحقيقية لكل أصل بناءً على مجموع التدفقات المستقبلية لها.
2- إن وجد في السوق بعض المستثمرين غير العقلانيين فإن هذا لا يُنقص من كفاءة السوق لأن قراراتهم عشوائية غير مرتبطة ببعضها وبالتالي يمكن لآثارها أن تلغي بعضها البعض من دون أن يكون لها أي أثر على الأسعار.
3- مع وجود بعض المستثمريين غير العقلانيين يوجد العديد من المستثمرين يتمتعون بالرشادة والحكمة والتي تقود تصرفاتهم بالمراجحة (Arbitrage) إلى إلغاء أثر تصرفات المستثمرين غير العقلانيين. غير أن فئة المستثمرين غير العقلانيين ستزول بفعل الخسائر التي يتكبدونها باستمرار والتي تؤدي إلى تناقص ثرواتهم وخروجهم من السوق.

وفي هذا الصدد لابد من توضيح مفهومين أساسيين في نظرية كفاءة الاسواق المالية (الرشادة، المراجحة) خاصة أنهما كانا السبب وراء الانتقادات التي هوجمت بها هذه النظرية:

أ- الرشادة (العقلانية):

الرشادة أو العقلانية هي عملية اتخاذ القرار الأفضل على الإطلاق، حيث تُعكس العقلانية في الأسواق المالية من خلال قدرة المستثمرين على بناء توقعات عقلانية وقرارات منطقية نتيجة لتحليل المعلومات المتاحة والاستفادة من التجارب السابقة. ومن جهة آخرى تظهر الرشادة في قدرة المستثمرين على تعظيم المنفعة المتوقعة والوصول إلى أعلى درجة من الرضا. وتعتبر العقلانية (الرشادة) فرضية أساسية من فرضيات نظرية كفاءة السوق المالي، حيث يعتبر أي انتقاض لعقلانية المستثمرين انتقاداً مباشراً لنظرية الكفاءة.

ب- المراجحة:

يعتبر Ross هو أول من عرض مفهوم المراجحة عام 1976، وعرف Shleifer (2000) المراجحة بأنه الشراء والبيع المتزامن لنفس الورقة المالية على مستوى سوقين مختلفين وبأكبر سعر ممكن. وبمعنى آخر تعني المراجحة للمتعاملين بها إتمام في وقت واحد شراء وبيع الأصول من أجل الاستفادة من الفارق في السعر. وتعتبر المراجحة نوع من أنواع المضاربة قليل المخاطرة حيث تعتمد على الاستفادة من فروق الأسعار للأدوات المالية المتطابقة أو المتشابهة في الأسواق المختلفة.

يعتمد المحكمون* على وظيفة المراجحة لتصحيح السعر عن انحرافه مؤقتاً عن القيمة الحقيقية. وبالتالي سيؤدي سلوك المحكمين إلى تساوي سعر كلا الورقتين، بحيث كلما كانت هذه العملية أسرع كان السوق أكثر كفاءة.

وكثر استخدام المستثمرين للمراجحة للاستفادة من فروقات الأسعار. وازدادت صعوبة التعامل بالمراجحة والاستفادة من سوء التسعير في الأسواق مع تطور التكنولوجيا.

2-1-5. العوامل المُعيقة لتحقيق كفاءة السوق المالي

يوجد عدة عوامل تُعيق تحقيق كفاءة الأسواق بنجاح، ومن أهم هذه العوامل (دربال وبوزيان، 2012):

1. **الإشاعات:** عندما تسود السوق إشاعات لا تقوم على أساس صحيح من المعلومات تتسبب في إحداث تغيرات غير مرغوبة في أسعار الأوراق المالية، وهو ما يؤدي إلى وجود أخطاء في التنبؤ تتمثل في الفرق بين السعر الذي يتم به تداول الورقة المالية والسعر الذي توقعه المستثمر مما يؤدي إلى إضعاف كفاءة السوق.
2. **توفر حالة الذعر في السوق:** فعندما يسود السوق حالة من الذعر بين المتعاملين لأسباب قد تكون مجهولة، يؤدي إلى حدوث تقلبات كبيرة في أسعار الأوراق المالية مما يسبب أزمات في سوق الأوراق المالية وبالتالي انهيار السوق.

1. **الممارسات غير الأخلاقية:** تؤدي الممارسات غير الأخلاقية التي تسود السوق إلى إضعاف كفاءته، من خلال زعزعة ثقة المتعاملين، ومن هذه الممارسات البيع الصوري+ والشراء بغرض الاحتكار، التلاعب بالأسعار من طرف بعض المتضاربين أو من قبل المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، استغلال الثقة التي يمنحها المستثمرين للوسطاء في عمليات البورصة، تمكن فئة معينة من الحصول على معلومات خاصة قبل غيرهم.
2. **ضعف تنظيم السوق:** ويؤدي عدم تنظيم السوق بشكل جيد إلى إضعاف الكفاءة المنشودة مثل عدم وجود إطار تنظيمي واضح المعالم يخص السوق المالي، غياب رقابة الأجهزة المختصة، نقص التنويع في الأدوات المالية، عدم الإفصاح التام والشامل عن كافة المعلومات.

* المحكمون: المسؤولون عن ضمان انتظامية العمليات في الأسواق المالية وشرعيتها ومراقبة السوق لمنع أي انحراف في الأسعار.
+ البيع الصوري أو المظهري: هو خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما، في الوقت الذي لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم.

3. **عدم كفاءة نظام المعلومات:** مثل التأخير في نشر المعلومات والبيانات مما يقلل من فائدتها، عدم كفاءة المعلومات والبيانات للقيام بتحليلات وتقديرات سليمة، عدم تماثل المعلومات داخل السوق المالي مما يؤدي إلى احجام المدخرين على استثمار أموالهم داخل السوق المالي.

2-1-6. مستويات كفاءة الأسواق المالية

حيث أن كفاءة السوق المالي تتوقف على المعلومات المتاحة، ميز Fama (1970) بين ثلاث مستويات لكفاءة السوق انطلاقاً من أنواع المعلومات المتاحة للمستثمرين (دربال وبوزيان، 2012)، (موصلي وسليمان، 2012-2013، ص301) وهي:

1. **المستوى الضعيف (Weak form):**

وفقاً لهذا المستوى فإن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات المرتبطة بالتداول (كالأسعار التاريخية وحجم التعاملات السابقة)، وإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار الأسهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلاً عشوائياً أي أن عوائد الأسهم المستقبلية تكون مستقلة عن العوائد التاريخية ولا يوجد بينهما أي ترابط.

وبناءً على ذلك لا يمكن للمستثمرين أن يحققوا أرباحاً غير عادية من خلال تحليل الحركة التاريخية للأسعار وعندها يصبح التحليل الفني* الذي يعتمد على المعلومات التاريخية عن السوق عديم الجدوى.

2. **المستوى المتوسط (Semi Strong form):**

ويعرف أيضاً بالمستوى شبه القوي، ووفقاً لهذا المستوى فإن أسعار الأسهم في السوق تعكس جميع المعلومات العامة. والفرق بين هذه المعلومات العامة و المعلومات المرتبطة بالتداول تأتي كافة المعلومات العامة المتاحة للجمهور والتي تتمثل في الأحداث الاقتصادية والسياسية على المستوى العالمي - ظروف الشركة - التقارير المالية - الظروف الاقتصادية والسياسات الاقتصادية على المستوى الوطني. في ظل هذا المستوى من الكفاءة لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق عوائد غير عادية لأن سعر السهم يعكس جميع المعلومات العامة المرتبطة بالسهم. لذا فإن التحليل الأساسي+ بهدف تحديد العائد والمخاطر المصاحبة للاستثمار في سهم معين، يصبح غير ذي جدوى.

* التحليل الفني: هو أسلوب لا يعني بتحديد السعر الحقيقي للسهم حيث لا يهتم بتجميع أو تحليل أي بيانات أو معلومات متاحة (مثل الأخبار الاقتصادية وغيرها)، إنما يتوقع الاتجاه المستقبلي للسوق من خلال تتبع حركة الأسعار في الماضي ودراسة معطيات السوق التاريخية وأهمها السعر وحجم التداول.

+ التحليل الأساسي: يهدف إلى التنبؤ بالقيمة الحقيقية للأصل، وذلك من خلال تحليل البيانات والمعلومات على المستوى العالمي ومستوى الاقتصاد الوطني ومستوى الصناعة وأخيراً على مستوى الوحدة الاقتصادية حيث يشمل جميع البيانات والعوامل التي تؤثر بالأسعار.

3. المستوى القوي (Strong form):

وفقاً لهذا المستوى فإن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتعلقة بالأسهم العامة والخاصة (الداخلية) التي تتاح للبعض من مساهمي الشركة وأعضاء مجلس الإدارة. بناء على ذلك يستحيل على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين بيد أنه في الواقع العملي لا تتوافر الظروف اللازمة لتحقيق ذلك الغرض. وتتيح المعلومات الداخلية للمتعاملين عليها (مدراء أو أعضاء مجلس إدارة) وضعاً مميزاً عن باقي المستثمرين مما يمنحهم فرصة للربح بسبب معرفتهم لمعلومات غير متاحة للجمهور.

و في ظل المستوى القوي يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة وبدون أية اختلافات. عندها تكون السوق قد وصلت إلى أعلى درجات التطور وهذا يعكس التطور الاقتصادي والاجتماعي الذي وصلت إليه البلاد.

مع الإشارة إلى أنه إذا كانت السوق المالية كفؤة حسب مستوى أعلى فإنه لابد وأن تكون كفؤة حسب المستوى الأدنى إلا أن العكس غير صحيح بالضرورة.

المبحث الثاني: التشكيك بنظرية كفاءة الأسواق المالية.

تمهيد:

بدأ التشكيك بصحة وواقعية نظرية كفاءة الأسواق المالية مع ظهور الكثير من التشوهات وحالات من انحراف الواقع عن ما أتت به النظرية. غير أنه وقبل إثبات وجود هذه التشوهات ونقضها لصحة النظرية، أشار بعض الباحثيين إلى وجود تناقضات نابعة من داخل النظرية في حد ذاتها تتعلق بمدى الترابط المنطقي في بنائها. ومن هذه التناقضات مايلي:

2-2-1. تناقض فرضيات نظرية الكفاءة لـ Grossman و Stiglitz .

يظهر هذا التناقض من داخل نظرية كفاءة الأسواق المالية نفسها، حيث يُفترض وبناءً على ما أتت به النظرية أن يتماشى كل ماهو عقلاني مع النظرية. يقول الباحثان Grossman و Stiglitz إذا كان السعر كفؤاً وكانت المعلومات مكلفة فمن العقلاني عدم البحث عن المعلومات، والاكتفاء بملاحظة السعر والأمر كذلك لن يسعى أحد إلى البحث عن المعلومات، وبالنتيجة لن يكون السعر كفؤاً، 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(Grossman & Stiglitz, 1980).

2-2-2. التذبذب المفرط في الأسعار وظهور الفقاعات السعرية:

يرتبط مصطلح الفقاعة السعرية بالتضخم غير المبرر في ارتفاع أسعار بعض الأصول في فترة زمنية تترك في النهاية أثراً سلبياً على الاقتصاد العالمي عندما تتسم بالشمولية في تمددها كما حدث مع أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة عام 2007. إذاً الفقاعة السعرية في الأسواق المالية هي ظاهرة تشير لارتفاع مفاجئ في سعر أصل ما لمستويات تتجاوز ما تحدده القيمة الحقيقية له مما يؤدي لآثار سلبية على السوق المالي بأكمله. وهذا ما يناقض ما أتى به Fama من أن الأسعار قد تبتعد مؤقتاً عن القيم الحقيقة لها، إذ يظهر التذبذب مؤقتاً وبشكل طفيف لكن سرعان ما يصحح نفسه.

ويعتبر أنصار الكفاءة أن أشد أنواع التذبذب هي "حوادث مؤقتة وشاذة وليست إلا نتيجة لسلوك غير عقلاني عابر" (Malkiel, 2003). وبرر أنصار الكفاءة حدوث الفقاعات السعرية بأنه يمكن

للفقاعات السعرية أن تظهر في أسواق المال حتى لو كان سلوك الأفراد عقلانياً إذ من الممكن أن يُقبل الأفراد على شراء ورقة مالية بسعر يفوق قيمتها لمجرد اعتقادهم بوجود أشخاص آخرين مستعدين لشرائها في المستقبل بسعر أعلى يفوق السعر الذي تحملوه وهكذا يتشكل الاتجاه الصعودي من خلال التنبؤات التي تحقق ذاتها (صديقي، 2012). وهذا يناقض مفهوم الكفاءة وما أتت به من رشادة الأفراد.

بعد إثبات وجود تناقضات داخلية في البناء النظري لنظرية كفاءة الأسواق المالية، اتجه بعض الباحثين إلى ملاحظة التشوهات والاختلالات التي انتشرت في الأسواق المالية. فظهور أحداث شاذة تتكرر بانتظام في النظرية الاقتصادية التقليدية كانت المساهمة لتشكيل علم المال السلوكي، هذه المشاهدات الشاذة كانت تنتقص بشكل مباشر من النظرية المالية والاقتصادية التي تفترض السلوك العقلاني والمنطقي والرشيد للمستثمر. فقد لُوحظ بأن سلوك الأفراد في الواقع لا يتماشى مع ما تمليه عليه النظرية، وإنما تحكمه كثير من المشاعر والعواطف والتحيزات السلوكيه التي تؤثر على تصرفاته وتؤدي لظهور الكثير من التشوهات في الأسواق المالية. ومن هذه العوامل (التحيزات) السلوكية: الثقة المفرطة، التفاؤل والتشاؤم، تجنب الغموض، اعتماد التكرارات السابقة، المبالغة بردود الفعل والانحياز(سيخصص الفصل الثالث للحديث عن العوامل (التحيزات) السلوكية). تظهر الحالات الشاذة عند وجود عامل خارجي يؤثر على غالبية المستثمرين ويؤدي بهم لاتخاذ قرارات استثمارية متشابهة تغلب عليها التحيزات السلوكية مما يظهر أثرها في عوائد الأسهم وقد ينتج عنها في نهاية الأمر ظهور حالة شاذة. ويُثبت في الأدبيات المالية وجود حالة شاذة أو تشوه في السوق المالي من خلال وجود فروق بين العوائد الملاحظة والعوائد النظرية.

2-2-3. الظواهر الشاذة الملاحظة في الأسواق المالية:

وتُقسم الظواهر الشاذة إلى عدت تقسيمات على النحو التالي:

2-2-3-1. التشوهات الموسمية (التقويمية) (Calendar Anomaly Effects): ويندرج تحت هذا القسم عدد كبير من التشوهات والخروقات ومنها:

أ- **أثر شهر في السنة (month-of-the-year effect):** وتشمل ثلاثة أشكال من الحالات الشاذة:

1- أثر نهاية السنة (شهر يناير) (January Effect):

المعروفة أيضاً بأثر انقلاب السنة (turn-of-the-year effect) ويُعبر عن هذا الأثر بأن عوائد الشركات في شهر يناير أعلى من المتوسط عن أي شهر آخر خلال السنة وهذا الارتفاع يأتي بعد انخفاض العوائد في شهر ديسمبر، وهذا يخالف ما أتت به نظرية كفاءة السوق التي تفترض عشوائية العوائد (السير العشوائي). ويظهر تأثير شهر يناير في الشركات الصغيرة أكثر من الشركات المتوسطة أو الكبيرة (Rozeff & Kinney, 1976).

تُفسر النظرية المالية هذه الظاهرة نتيجة لسلوك المستثمرين في شهر ديسمبر حيث يسارعون لبيع الأسهم بخسارة لتقليل من الوعاء الضريبي (النتيجة الخاضعة للضرائب)، حيث يؤدي سلوكهم إلى ارتفاع العوائد بشهر يناير نتيجة لانخفاض رغبة المستثمرين للبيع بهذا الشهر. ولكن مايزال الغموض حول هذه الأثر حيث تحدث هذا الظاهرة أيضاً في مواضع لا تحدث بها ضرائب على الأرباح الرأسمالية. ولوحظ أن هذا الأثر يحدث أيضاً في كل من اليابان واستراليا وانجلترا رغم عدم توافق السنة الجبائية مع السنة المدنية.

2- أثر الأشهر من مايو إلى أكتوبر (أيار إلى تشرين الأول) (May-to-October effect):

ويسمى أيضاً بمؤشر هالوين (Halloween indicator) و (Sell in May effect) وتتمثل هذه الظاهرة بأن عوائد الأسهم تميل إلى أن تكون وبشكل ملحوظ منخفضة خلال أشهر الصيف والخريف (مايو إلى أكتوبر) مقارنة بأشهر الشتاء و الربيع (Bouman & Jacobsen, 2002).

3- أثر شهر أكتوبر (تشرين الأول) (October effect):

المقصود بهذه الظاهرة انخفاض عوائد الأسهم خلال شهر أكتوبر مقارنة بقية أشهر السنة (Cadsby, 1989). واختفت هذه الظاهرة بعد عام 1993(Szakmary and Kiefer,2004).

ب- أثر نهاية الأسبوع (The Weekend Effect):

أثر عطلة نهاية الأسبوع والمعروفة أيضاً بأثر يوم الإثنين (The Monday effect) أو يوم من أسبوع (Day-of-the-week effect) أو انقلاب الأسبوع (turn- of the week) ويُعرف بأنه حالة من ارتفاع العوائد في يوم الجمعة وانخفاضها بشكل كبير في يوم الإثنين وتكون أحياناُ سالبة وخاصة في الساعة الأولى من التداول، أي أن أسعار الإغلاق يوم الإثنين أقل من أسعار الإغلاق يوم الجمعة التي تسبقها. وبهذه الحالة من المفترض تحقيق مكاسب نظامية ممن يقوم بشراء الأسهم

عند الإقفال يوم الإثنين ومن ثم بيعها عند الإقفال يوم الجمعة، ولكن من الملاحظ أن اتباع هذه الإستراتيجية لا يسمح بتغطية تكاليف الصفقات المترتبة عنها (Ariss, 2011).

وعلى الرغم من قوة هذه الظاهرة وكثرة الباحثين الذين قاموا بإثباتها إلا أن هناك من أتىٰ ليثبت عكس هذه الظاهرة متل Brusa وآخرون (2003) حيث تحدثوا عن أثر عطلة نهاية الأسبوع العكسي (Reverse Weekend Effect) وهو أن متوسط عوائد يوم الإثنين موجباً وأعلى من متوسطات العوائد في باقي أيام الأسبوع.

ت- أثر انقلاب الشهر (Turn-of-the-Month Effect) (TOM) :

وتُعرف أيضاً باسم أثر أسبوع من شهر (week-of-the month effect) و تتمثل هذه الظاهرة بميل أسعار الأسهم للارتفاع خلال الفترة الممتدة من آخر يومين تداول من الشهر وحتى أيام التداول الأولى من الشهر الذي يليه. حيث أن الأرباح المحققة ضمن هذه الفترة تفوق تلك المحققة في باقي أيام الشهر. ويُرجع تفسير هذه الظاهرة إلى توقيت التدفقات النقدية الشهرية التي تتلقاها صناديق التقاعد وإعادة استثمارها في سوق الأسهم (Zumpano & Wiliey, 2009).

ث- أثر منتصف الشهر (The Half- Month Effect):

تشير بعض الدراسات ومنها دراسة Ariel (1987) إلى أن متوسط عوائد الأسهم في النصف الأول من الشهر تكون أكبر من متوسط عوائد النصف الثاني من نفس الشهر. إذ بينت الدراسة أنه يبدأ الأثر الايجابي من آخر يوم تداول من الشهر السابق حتى أول ثلاثة أيام من الشهر الذي يليه.

ج- أثر أسبوع من السنة (The week-of-the Year (WOY) Effect):

تعرف هذه الظاهرة بنزعة عوائد الأسهم للانخفاض في الأسبوع 43 من السنة (والذي يبدأ في 22 تشرين الأول وينتهي في 28 تشرين الأول) وللارتفاع في الأسبوع 44 (والذي يبدأ في 29 تشرين الأول وينتهي في 4 تشرين الثاني) (Levy & Yagil, 2012).

ح- أثر ماقبل العطل (Pre-holiday effect):

قامت بعض الدراسات بدراسة أثر ماقبل العطل وهو بالاعتماد على العطل الخاصة بكل دولة ودارسة أثرها على السوق المحلية أو الأسواق المجاورة. مثل دراسة Chong وآخرون (2005) التي اختبرت أثر: Easter Monday و Good Friday و New Year على سوق UK.

حيث لُوحظ وجود أثر ماقبل العطل وذلك بارتفاع العوائد بالأيام الثلاثة التي تسبق العطل.

إن إثبات وجود مثل هذه التشوهات الموسمية ، سيؤدي بالمستثمرين العقلانيين إلى اغتنامها حيث تمثل لهم فرصة لتحقيق أرباح غير عادية. ونتيجة للتنافس على اغتنامها سيؤدي إلى اختفائها. فقد لوحظ أن معظم الظواهر اختفت بعد انتشارها والإعلان عنها وأكثرها أثر شهر يناير حيث اختفى بعد اكتشافه.

2-2-3-2. الظواهر الشاذة الناتجة عن أثر المناسبات الدينية*: أو مايعرف بأثر الأيام المقدسة (Islamic Calendar Effects) ويمكن إدراج هذا التقسيم نفسه ضمن التقسيم السابق التشوهات الموسمية ولكن مايُميز هذا التقسيم هو الاعتماد على التقويم الهجري بدلاً عن التقويم الميلادي ومن أشكاله:

أ- أثر شهر رمضان (Ramadan effect):

حيث لا يمكن إهمال أثر الدين ومدى تأثيره على تصرفات وسلوك وقرارات الإنسان، فكان لابد من الاهتمام بدراسة مدى تأثيره على الأسواق المالية. وذلك من خلال دراسة أثر الأشهر المقدسة و الأيام المقدسة على تصرفات المسلمين. ويعتبر شهر رمضان من الأشهر المقدسة لدى المسلمين، ومن أكثر الأشهر التي تؤثر على تصرفات وسلوك المسلمين، حيث تختلف تصرفات المسلمين والبرنامج الذي يتبعوه خلال هذا الشهر. فلا بد من التركيز على دراسة أثر شهر رمضان في الأسواق المالية. وهذا ماتناولته دراسة Al-Hajieh وآخرون (2011) التي أثبتت وجود تأثير إيجابي شهر رمضان في عوائد الأسهم.

ب- أثر عيد الفطر (Eid-ul-Fitr effect):

ظهر أثر عيد الفطر من خلال دراسة أثر شهر رمضان حيث أثبتت دراسة Oguzsoy و Guven (2004) ارتفاع العوائد في آخر يوم رمضان وكثر التداول في هذا اليوم، ويعود ذلك لسببين الأول إغلاق السوق في أيام العيد الثلاثة في الدول الإسلامية، حيث ينشغل المسلمون بالاحتفال بالعيد بدلاً من التداول، والسبب الآخر يعود إلى الحالة النفسية والمزاجية العالية للمسلمين والبهجة بقدوم العيد. وبشكل مثيل يظهر أثر عيد الاضحى الخاص بالمسلمين.

* الدراسات التي تناولت دراسة أثر شهر ذو الحجة وعيد الأاضحى دراسات قليلة، قد يكون السبب ضعف الأثر لهم وذلك لأن أثر شهر ذو الحجة يكون على الحجاج بشكل أكبر.

ت- أثر يوم عاشوراء (Ashoura effect):

والمقصود به اليوم العاشر من الشهر الأول (محرم) في التقويم الهجري، وهذا اليوم يعتبر مقدس ومميز للمسلمين. أثبتت دراسة Al-Ississ (2010) التأثير السلبي لهذا اليوم على عوائد الأسهم.

2-2-3-3. الظواهر الشاذة الناتجة عن التحليل الأساسي للشركة المصدرة للسهم: وتعرف بـ (Fundamental Anomalies) ومن أمثلتها:

أ- أثر الحجم (Size effect):

بالنظر لأوراق مالية لها نفس معدل الخطر (beta)، نجد أن عوائد أسهم الشركات ذات الحجم الصغير أعلى من عوائد اسهم الشركات ذات الحجم الكبير وهذا يُعد خرقا لنظرية الكفاءة. حيث وحسب مفهوم نظرية الكفاءة يجب أن لا يكون هناك اختلاف بين عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم معدلة بالمخاطرة، وعوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم معدلة بالمخاطرة، وذلك كون المعلومات تنعكس أولاً بأول على أسعار أسهم جميع الشركات بغض النظر عن حجمها (Banz, 1981). مع أن من طبيعي أن تكون أسهم الشركات الكبيرة أكثر تداول من الشركات الصغيرة وأكثر ربحية حيث أن الشركات الصغيرة أكثر تعرض للظروف الطارئة من الشركات الكبيرة وأقل قدرة على مواجهتها.

ب- أثر القيمة (Book to Market (B/M) Value):

وهي ما تسمى بعلاوة القيمة (value premium). أي أن أسهم القيمة تحقق عوائد أعلى من أسهم النمو أي أنَّ متوسط عوائد أسهم الشركات ذات (B/M) مرتفع أعلى من متوسط عوائد أسهم الشركات ذات (B/M) منخفض (Rosenberg et al., 1985) . وهذا يخالف ما تثبته النظرية التقليدية العقلانية بأن الأسهم ذات المخاطر الأعلى تكون ذات عوائد أعلى. حيث أن أسهم النمو تحمل مخاطر أكبر لأنها تتوقف على الظروف الاقتصادية المستقبلية للبلد. بالمقابل أسهم القيمة غالبا تعود للشركات التي لا تواجه مخاطر كبيرة مثل الشركات المحتكرة لصناعة معينة مثل (سيريتل) وهي هنا تحقق أرباح مرتفعة لأنها مسيطرة على السوق وقادرة على التحكم بالأسعار، وليست بحاجة لإنفاق المبالغ الكثيرة على الأبحاث والابتكارات والاختراعات حيث أنها محتكرة السوق، وتكون أقل مخاطر. وعلى الرغم من ذلك فأسهم القيمة تحقق متوسط عوائد أعلى من أسهم النمو. وفسر الكثير من الباحثين ذلك بسبب سلوكي المبالغة بردود الفعل (over-reaction) والانجذاب نحو الشركات ذات الأسهم المسيطرة على السوق، وتفسير آخر لذلك بحسب التفسيرات

السلوكية وهي افتراض أن أسهم القيمة مقيمة بأقل مما يجب وبالتالي فإن المستثمر يسعى لحيازتها اعتقاداً منه بارتفاع أسعارها مستقبلاً.

ت- أثر الدخول إلى البورصة (Initial public offering) (IPO):

ويظهر هذا الأثر عندما يتم تقييم المؤسسات التي تدخل إلى السوق للمرة الأولى بأقل من قيمتها الحقيقية، ولكن بالمقابل تعطي هذه المؤسسات أفضل العوائد مقارنة بالسوق، وذلك على المدى القصير. وبالتالي يمكن تحقيق عوائد أولية غير عادية بعد الإدراج الأولي وهذا ما يمكن تسميته بظاهرة العوائد الأولية أو ظاهرة خصم الاصدار (Loughran & Ritter, 2004).

ثم تشهد عوائدها تراجعاً بعد مرور حوالي الثلاث سنوات على إدراجها وتستمر هذه الظاهرة من ثلاث إلى خمس سنوات بعد الإدراج، وهذا مايسمى بظاهرة تردي العوائد بعد الإدراج (Espenlaub et al., 1999). ويصعب تفسير هاتين الظاهرتين من خلال نظرية الكفاءة.

2-2-3-4. الظواهر الشاذة الناتجة عن التحليل الفني: وتعرف بـ (Technical Anomalies) مثل:

أ- ظاهرتي الانعكاس والزخم (Reversal and Momentum):

الكثير من الدراسات أخذت بعين الاعتبار ظاهرة الانعكاس، وتتضح هذه الظاهرة على المدى الطويل وذلك عندما ينقلب الأداء الجيد والعالي للأسهم لعدة سنوات لأداء منخفض في سنوات لاحقة (ثلاث سنوات تقريباً). و فسر ذلك الانعكاس نتيجة توقع المستثمرون لنجاح الشركة في المستقبل مما يؤدي لرفع أسعار أسهم الشركة. ومن ثم يعدِلون عن توقعاتهم عندما تخفق الشركة بتحقيق توقعاتهم، مما يخفض الأسعار.

الظاهرة المعاكسة هي الزخم، أن الأسهم التي حققت عوائد مرتفعة في الأشهر الإثني عشر الماضية تتفوق على الأسهم الخاسرة في نفس الفترة وتستمر في هذا الأداء على المدى القصير (ما بين 3 الى 12 شهر) ويستمر ذلك رغم ظهور أخبار سيئة عن الشركة. وفسر ذلك بردود الفعل المنتظمة التي تكون أقل مما يجب (systematic underreaction) حيث يتساهل المستثمرون بالتصرف تجاه الوضع الحقيقي. فعندها يتأخر السعر لينخفض ويأخذ الوضع الصحيح (Goedhart et al., 2005).

2-2-3-5. الظواهر الشاذة الناتجة عن حالة الطقس: وتسمى بأثر الطقس (Weather Effect) وكأمثلة عليها:

أ- تأثير الاضطرابات النفسية الموسمية (Seasonal Affective Disorder) (SAD):

كما هو معروف أن ساعات النهار خلال فصل الصيف أطول من ساعات النهار خلال فصل الشتاء وذلك يؤثر لاشعوريا على الحالة المزاجية بسبب الشعور بضيق الوقت وعدم التعرض لأشعة الشمس بشكل كافي مما قد يصيب بالكآبة أحياناً. وبالتالي يؤثر ذلك على أداء المستثمرين ومن خلال دراسة Kamstra وآخرون (2002) أثبت وجد أثر سلبي لذلك على عوائد الأسهم.

ب- **ظاهرة الاصطياف (gone fishin effect):**

تبعاً لهذه الظاهرة وجد أن نشاط التداول يقل خلال فصل الصيف مقارنة ببقية الفصول وبالتالي انخفاض العوائد (Hong & Ya, 2007) . وبالتمعن أكثر بهذا الأثر نجده معاكساً للأثر السابق، و يمكننا تأكيد صحة الأثرين. ولكن مايختلف هو مكان ظهور كل أثر، فهذا الأثر يظهر في الدول الواقعة بعيداً عن خط الاستواء. وكسبب أساسي آخر للظاهرة هو سفر أغلب المتداولين لقضاء عطلة الصيف.

ت- أثر متغيرات الطقس:

إن أثر الطقس على العوائد كبير وذلك من خلال تأثيره على الحالة النفسية والمزاجية. ويعتبر كل عامل من عوامل الطقس (المطر، الثلج، الرياح، الرطوبة، الضباب، درجة الحرارة...) ظاهرة منفصلة حيث أن لكل عامل أثر مختلف على المزاج والشعور بالكآبة أو السعادة وبالتالي على التداول والعوائد. وقد عجزت نظرية الكفاءة عن إيجاد تفسير لأثر الطقس على الرغم من توفر التنبؤات بأحوال الطقس للجميع ومجاناً.

ولابد من التركيز على أن أغلب الظواهر بتدأ بالتلاشي بعد الإعلان عنها ونشر مضمونها، وذلك كنتيجة لتفهم المستثمرين للحالة والتنافس على استغلالها.

الآن وبعد توضيح بعض الظواهر الشاذة يظهر جلياً عجز نظرية كفاءة الأسواق عن تقديم تفسيرات وحلول لهذه الظواهر الشاذة. مما جعل من هذه التشوهات باب لظهور اتجاه بحثي جديد محاولاً إيجاد تفسيرات لهذه الظواهر. واستغلال نقاط ضعف وقصور نظرية الكفاءة.

الفصل الثالث

نظرية علم المال السلوكي

مقدمة:

نتيجة لظهور حالات شاذة متعددة في الأسواق المالية والتي أدت إلى زعزعة الثقة في صحة نظرية كفاءة الأسواق المالية ونقضها، ظهر اتجاه فكري جديد يحاول تفسير هذه الظواهر الشاذة من خلال الدمج بين النظريات النفسية السلوكية والنظريات الاقتصادية والمالية وهو ما يعرف بعلم المال السلوكي.

يهدف هذا الفصل إلى التعريف بعلم المال السلوكي، حيث تناول المبحث الأول الحديث عن مفهوم نظرية علم المال السلوكي، والفرضيات الأساسية التي بُنيت عليها.

بينما يُركز المبحث الثاني على العوامل (التحيزات) السلوكية، حيث تم بدايةً مناقشة أهمية دراستها، وعرض أهم التحيزات السلوكية الملاحظة في الأسواق المالية، ومن ثم محاولة إثبات عجز النظرية المالية التقليدية وذلك من خلال عرض تفسيرات علم المال السلوكي لبعض الظواهر الشاذة التي عجزت المالية التقليدية عن تفسيرها. وأخيراً عرض الانتقادات الموجهة لعلم المال السلوكي.

بينما ركز المبحث الثالث على الظواهر التي سيتم تطبيق الدراسة عليهم وهما أثر شهر رمضان وأثر الطقس في عوائد الأسهم والسبب وراء الجمع بين هاتين الظاهرتين.

المبحث الأول: مفهوم نظرية علم المال السلوكي

تمهيد:

إن القرارات التي تُبنى عليها عمليات الاستثمار في الأسواق المالية هي قرارات لا تتسم بالعقلانية التامة. فبالإضافة إلى أنها عمليات تحليل لكافة المعطيات الأساسية كالأرباح وحالة السوق، تؤثر أيضاً عوامل غير عقلانية في اتخاذ القرارات الاستثمارية ومنها: المبالغة في التفاؤل أو التشاؤم، التقليد والمحاكاه، اتباع سلوك القطيع، تجنب الغموض وغيرها من العوامل والتحيزات. ومن هنا قد أتى علم المال السلوكي لدراسة عدم عقلانية الأفراد بالإضافة للتعمق في العوامل والتحيزات السلوكية المؤثرة على عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية.

يركز هذا المبحث على توضيح ماهية علم المال السلوكي، مع التطرق إلى أقسام علم المال السلوكي وأهم الفرضيات التي بُني عليها هذا العلم.

3-1-1. ماهية علم المال السلوكي:

أتى علم مال السلوكي كنتيجة للمزاوجة بين النظريات المالية ونظريات علم النفس "علم المال السلوكي" الذي أصبح يطلق عليه النموذج البراغماتي* أوالإيجابي كونه ينطلق من ملاحظة الواقع ثم يقوم بالبناء النظري، فهو يعترف للإنسان بعدم عقلانيته وللأسواق بعدم كفاءتها (صديقي، 2012).

إذاً علم المال السلوكي هو: علم جديد نسبياً يعمل على الدمج بين النظرية النفسية السلوكية والإدراكية + وبين النظريات الاقتصادية والمالية التقليدية، لإعطاء توضيح عن تصرفات الأفراد غير العقلانية، عن طريق استخدام نظريات علم النفس لتحليل وتفسير الظواهر الشاذة في سوق الأوراق المالية وقرارات المستثمرين.

* (البراغماتية) مذهب فلسفي يقرر أن العقل لا يبلغ غايته إلا إذا قاد صاحبه الى العمل الناجح (فالفكرة الصحيحة هي الفكرة الناجحة ، اي الفكرة التي تحققها التجربة ، فكل ما يتحقق بالفعل هو حق ، ولا يقاس صدق القضية الا بنتائجها) (صلبيا، 1982) .

+ علم النفس الإدراكي (علم النفس المعرفي) Cognitive Psychology:هو أحد فروع علم النفس، يختص بفهم العمليات العقلية مثل التعلم، الذاكرة، النسيان، الإدراك، الانتباه، الكلام والتخاطب، حل المشكلات. و يتخصص أيضا بالقدرة التصورية للإنسان للأمور والاستنتاج منها. كان يعد جزء اَ من الفلسفة اليونانية ثم أصبح علما منفردا ذو دلالات وقوانين خاصة به (Arab British Academy for Higher Education, n.d.).

ويُعرف علم المال السلوكي أيضاً بأنه الدراسات التي تدرس كيف يتصرف الأفراد في الواقع، وعلى وجه التحديد في الأمور المالية. فهو يختص بدراسة كيفية تأثير العوامل النفسية على عملية اتخاذ القرارات المالية للأفراد، شركات، أسواق المالية (Nofsinger, 2001) .

يُوضح عالم الاقتصاد الامريكي والمختص في العلوم السلوكية Thaler بأن الهدف من ظهور علم المال السلوكي هو تحقيق تكامل مع النظريات المالية التقليدية من خلال دمجها مع علم النفس المعرفي في محاولة لخلق نموذج أكثر شمولاً للسلوك البشري في عملية اتخاذ القرار المالي (Thaler, 2005).

فعلم المال السلوكي:

- حاول بدايةً إبراز وتوضيح مجموعة من العوامل والانحيازات التي قد تُؤثر على سلوك الأفراد في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وذلك من خلال الاستفادة من علم النفس.
- اهتم بالحالات الشاذة والظواهر التي ظهرت في الأسواق المالية وحاول إيجاد تفسيرات لها بعد عجز النظريات المالية التقليدية عن تفسيرها. حيث ولفترة طويلة كانت هذه النظريات المالية العقلانية تقوم بعمل لا يمكن الاستهانة به من توقع وشرح لبعض الأحداث والمشاهدات. لكن مع مرور الوقت بدأ الأكاديميون في الاقتصاد والمالية يكتشفون بعض التشوهات والظواهر التي لا يمكن تفسيرها بواسطة النظريات المتاحة بذلك الوقت، حيث أن هذه النظريات قادرة على توضيح الأحداث المثالية بينما العالم الحقيقي هو عالم متخبط جداً ولا يمكن التنبؤ به دائماً.
- الفرق الأهم بين العِلْمَين: أن علم المال السلوكي يعمل على تفسير التصرفات الحقيقية للأفراد، بينما تقوم المالية التقليدية على تفسير أعمال رجل الاقتصاد* (Economic Man) .
- حاول الباحثون في هذا العلم اقتراح نمذجة تأخذ في الاعتبار نفسية المستثمرين لأجل فهم أفضل للقوى التي تحكم السوق. حيث أن النماذج المبتكرة ضمن النظريات

* رجل الاقتصاد (Economic Man): يطلق هذا المصطلح أيضاً على مصطلح (homo economicus) الذي سبق شرحه في الفصل الثاني.

المالية التقليدية تفترض أن غالبية المتعاملين في السوق هم عقلانيون ويتصرفون بطريقة يمكن التنبؤ بها. ولكن أغلب تصرفات الناس في الحقيقة هي غير عقلانية.

- يمكن الاستفادة من علم المال السلوكي بخطوتين: أولاً فهم الفرد للعواطف والعوامل التي تؤدي به للضعف النفسي والوقوع في التحيزات السلوكية عند اتخاذ قرار استثماري من خلال دراسة مختلف الحالات الشاذة التي تم اكتشافها والتعمق أكثر بالتحيزات السلوكية المؤثرة على القرارات المالية. وثانياً استغلال ماسبق لفهم السلوك غير العقلاني المُرتكب من الآخرين والاستفادة من أخطائهم (Parikh, 2011).

3-1-2. أقسام علم المال السلوكي:

يُعتبر علم المال السلوكي بشكل عام هو تطبيق علم النفس في مجال المالية. ويقسم إلى قسمين (Pompian, 2006):

أ- علم المال السلوكي الجزئي (Behavioral Finance Micro) (BFMI): يتناول دراسة سلوك المستثمرين الأفراد الذين يميزوا أنفسهم من المستثمرين العقلانيين كما تدل عليه النظريات الاقتصادية التقليدية.

ب- علم المال السلوكي الكلي (Behavioral Finance Macro) (BFMA): يُغطي السلوكيات الاستثمارية التي تسعى لتفسير الشذوذ في فرضية كفاءة الأسواق المالية.

3-1-3. الفرضيات الأساسية لنظرية علم المال السلوكي:

تقوم نظرية علم المال السلوكي على الفرضيات الأساسية التالية (Goedhart et al., 2005) :

أ- وجود المستثمرين غير العقلانيين (Irrational Investors):

يُبنى علم المال السلوكي على وجود تعايش بين المستثمرين العقلانيين والمستثمرين غير العقلانيين أو ما يطلق عليهم بمصطلح (Noise Traders)، ويكون تصرف المستثمر غير عقلاني عندما يفشل بمعالجته لكل المعلومات المتاحة بطريقة صحيحة لدى قيامه ببناء توقعات حول أداء الشركة المستقبلي وذلك نتيجة لاعتماده على إشارات خاطئة أو استعمال استراتيجيات غير عقلانية. على سبيل المثال: من الممكن أن يعطي المستثمر أهمية كبيرة للأحداث الحالية ولنتائج حول الشركة

توضح الوضع القوي للشركة مما يؤدي لتقيمها بأكثر مما يجب، وبالمقابل إهماله لأي معلومات صغيرة تشير إلى احتمال انخفاض أداء الشركة. ونسبة هؤلاء المستثمرين كبيرة وينتج عنها توقعات غير عقلانية مرتبطة، وعوض عن أن تلغي بعضها البعض تتراكم في نفس الاتجاه بفعل التقليد والمحاكاة وغيرها.

يُقسم الأكاديميون الأسباب التي تسهم في اتخاذ قرارات لاعقلانية تؤثر عليها عوامل نفسية على الشكل التالي (Konstantinidis et al., 2012):

1. الطريقة التي يستلم المستثمر بها المعلومات وبالتالي الطريقة التي يحكم من خلالها على المعلومات ويبني قراره. وغالباً ما يكون الحكم الأول الذي يتم تكوينه صعب التغيير ويتم تكوين جميع القرارات بناءً عليه وعلى المعلومات التي تم ترسيخها في العقل.
2. طريقة عرض البدائل والخيارات المتاحة، قد يتخذ المستثمر قراراً مختلفاً نتيجة لتغيير طريقة عرض البدائل فقط. ومن هنا تم اكتشاف طريقة التأطير* حيث يمكن من خلال التلاعب بالألفاظ والبدء بذكر الأرباح المحققة في الفترة الماضية تشجيع المستثمر على الاستثمار بالخيار المطروح.
3. العواطف البشرية والحالة المزاجية، عموماً عندما يكون المستثمر في حالة مزاجية جيدة يكون أكثر تفاؤلاً في خياراته وبالتالي يكون مستعداً لقبول مخاطر أعلى. وبالمقابل يرتبط المزاج السيئ مع المزيد من التدقيق والانتقاد والتشكيك في المعلومات الجيدة. قد نرى المستثمر الذي حقق أرباح خلال الصباح لديه رغبة أكبر لزيادة استثماره وتقبل مخاطر أكبر بعض الظهر وذلك نتيجة لتحسن مزاجيته وزيادة حماسه.
4. التأثير الاجتماعي وله أثر كبير في السلوك اللاعقلاني. فقد يقوم المستثمر بسلوك معين نتيجة عملية التعليم في المجتمع، الأشخاص المقربين له، المجموعات الاجتماعية التي يعيش بينهم، قوة وتأثير الأخبار المعروضة من خلال وسائل الإعلام.
5. التأثر بمؤثرات خارجية مختلفة ومنها: سماع تحليل عن وضع السوق والأسهم في التلفاز، التأثر بسماع أخبار عن تطور شركة معينة، الإعلانات والدعايات، الإشاعات، النصائح

* سيتم شرحها لاحقا.

المقدمة من الآخرين وغيرها الكثير مما قد يؤثر على سلوك المستثمر وعلى القرار الاستثماري المتخذ.

6. التأثر بالمنجمين، حيث تقوم شركات استشارية بالتعاقد مع المنجمين فيقدمون توقعاتهم واقتراحاتهم مما قد يؤثر على قرارات و سلوك الشركات والمستثمرين.

ب- السلوك المنتظم (Systematic Behavior):

إذا كان مجمل التصرفات غير العقلانية للمستثمرين عشوائية فلن ينحرف سعر السهم السوقي عن القيمة الذاتية التي وضعت من قِبَل المستثمرين العقلانيين. لأن التقييم بأكثر مما يجب سيُقابل بتقييم بأقل مما يجب وبالتالي سيلغي كل اتجاه الآخر. ولكن نتيجة وجود حالات تدل على انحراف السوق فهذا يدل على أن تصرفات المستثمرين غير العقلانية هي منتظمة وليست عشوائية، أي أن عدد كبير من المستثمرين يميلون لاتباع نفس السلوك من اللاعقلانية (المبالغة بردود الفعل تجاه الأخبار السيئة، الثقة الزائدة بالأخبار الجيدة) وبالتالي الانحراف سيستمر لوقت أطول.

ت- وجود حدود للاستفادة من المراجحة (Limited Arbitrage Opportunity):

من الممكن أن يمنع التصرف غير العقلاني المنتظم من قبل مجموعة كبيرة من المستثمرين أسعار الأسهم من أن تعكس القيمة الذاتية لها على الأقل لبعض الوقت أو لبعض الأسهم. وهذا الانحراف من الممكن أن لا يستمر لوقت طويل ومن الممكن التأثير عليه إذا قام المستثمرون العقلانيون بالاستثمار واستغلال الفرق وأخذ موقع إيجابي بالمراجحة.

ولكن عملية المراجحة التي يفترض أنها الآلية التي يلجأ إليها المستثمرون العقلانيون لإعادة السعر إلى مستواه الحقيقي تبقى محدودة التأثير لعدة أسباب منها (عدم توفر سيولة بالوقت المناسب، الجهل بالوقت المحدد لتغير السعر، بالإضافة لتأثير التحيزات النفسية). وبالتالي يستمر انحراف السعر عن مستواه الحقيقي لوقت أطول مما يؤدي لظهور حالات شاذة في الأسواق المالية.

المبحث الثاني: العوامل (التحيزات) السلوكية

تمهيد:

تفترض العديد من النظريات الاقتصادية والمالية أن الأفراد يتصرفون بطريقة عقلانية في عملية اتخاذ القرار آخذين في الاعتبار جميع المعلومات المتاحة. ولكن علم المال السلوكي والمُعتمد على علم النفس أثبت وجود عوامل (تحيزات) سلوكية عديدة مثل: الثقة الزائدة، التفاؤل، التشاؤم، المحاسبة العقلية ...الخ) تؤثر في عملية اتخاذ القرار الاستثماري وخاصة في حالة عدم اليقين. حيث أن وجود مثل هذه الانحيازات السلوكية كانت الأساس لنظرية علم المال السلوكي، وذلك بسبب قدرة علم المال السلوكي على تفسير العديد من التشوهات والانحرافات المُلاحظة في الأسواق المالية من خلال هذه العوامل والتحيزات السلوكية.

يركز هذا المبحث على العوامل (التحيزات) السلوكية، حيث يناقش بدايةً أهمية دراسة العوامل السلوكية، ومن ثم عرض أهم التحيزات السلوكية الملاحظة في الأسواق المالية، بالإضافة لتفسير بعض الظواهر الشاذة من خلال التحيزات السلوكية والتي عجزت نظرية كفاءة الأسواق المالية عن تفسيرها. وأخيراً عرض الانتقادات الموجهة إلى علم المال السلوكي.

3-2-1. ماهية العوامل (التحيزات) السلوكية وأهمية دراستها:

تُعرف العوامل السلوكية في علم المال السلوكي بالتحيزات (الانحرافات) السلوكية التي يرتكبها المستثمر لاشعورياً لدى اتخاذه قرار استثماري، ولا يمكن وصف هذه العوامل السلوكية بالعقلانية حيث أنهُ يؤثر عليها الكثير من العواطف والعوامل الخارجية. وتُعتبر هذه العوامل من أصعب العوامل حيث أنه لا يمكن حصر أسبابها أوحصر العوامل الخارجية التي تتأثر بها.

ويشير مصطلح التحيز أو الانحراف 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، وقد ينجم الانحراف في طريقة التفكير عن وجود خطأ في المعلومات المقدمة للإنسان راجع لوجود خطأ على مستوى الحواس، وهذا ما يعرف بالخطأ الإدراكي. أو قد يكون راجع لطريقة معالجة

المعلومات وتبسيط عملية اتخاذ القرار. إن وجود التحيزات* المؤثرة على التفكير العقلاني تكون وراء اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة مبنية على أساس مفاهيم ومعتقدات عقلية محددة مسبقاً.

فلا يمكن فصل عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية عن التكوين السلوكي للأفراد، حيث لا تخلو أي عملية اتخاذ قرار استثماري من ثلاثة اعتبارات سلوكية على الأقل وهي (The Productivity Commission, 2008):

1- عوامل (تحيزات) سلوكية تؤثر على عملية تكوين القرار الاستثماري (التفاؤل، الثقة الزائدة، التشاؤم، المبالغة بردود الفعل، التمسك بدليل واحد فقط، ...)
2- الحدود العقلية (وضع إطارات) بهدف تبسيط عملية اتخاذ القرارات المعقدة (ربط حالة بحالة آخرى دون دراستها، الاستدلال، الاقتصار على البيانات سهلة الوصول، ربط الحالة الحالية بآخر حالة تمت مصادفتها...)
3- التضارب في الوقت بين التفكير في القرار الذي يجب اتخاذه وبين وقت اتخاذ القرار الفعلي، الأمر الذي أدى إلى ضرورة التمييز بين ماهو (مخطط) وبين ماهو (فعلي). على سبيل المثال قد يسلتم المستثمر معلومة ما ويعمل على تحليلها وجمع المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار الصحيح، ويأخذ وقت طويل على عملية التفكير مما يؤدي لاتخاذ قرار صحيح ولكن في الوقت غير الصحيح (إضاعة الفرصة عليه). حيث قد يكون تغير وضع السوق المبني على أساسه القرار.

إذا مما سبق تتضح أهمية دراسة العوامل السلوكية المؤثرة على عملية اتخاذ القرار الاستثماري والتي تعرف بالتحيزات السلوكية، فمهما حاول رجل الاقتصاد أن يتجاهل علم النفس، يستحيل عليه أن يتجاهل الطبيعة البشرية. فلابد للاقتصادي أن يبني تصوره للمستثمر من خلال علم النفس ليُحافظ على البقاء الاقتصادي. حيث أنه في حال حاول تجاهل علم النفس، سيُبنى الاقتصاد على أساس مثالي بعيداً عن الواقع (Clark, 1918).

وتعتبر دراسة العوامل الخارجية المؤثرة على معنوية ونفسية المستثمرين والتي ينتج عنها ارتكاب تحيزات سلوكية ضرورة حتمية، وذلك لأنه لا يمكن فصل عقل الإنسان عن عواطفه وحالته المزاجية، وحيث أن لحالته النفسية (تفاؤل، تشاؤم، الثقة الزائدة، الندم، ...وغيرها) تأثير على طبيعة القرارات المتخذة. ومن خلال فهم ودراسة ماسبق يمكن تبرير ردة فعل المستثمرين المتخذة والقدرة على توقع القرارت الاستثمارية والتنبؤ بالعوائد المستقبلية. فلا تكفي دراسة المتغيرات

* سيتم عرض أمثلة موضحة عن التحيزات المؤثرة على التفكير العقلاني.

الاقتصادية الكلية والجزئية للتنبؤ بحالة السوق المستقبلية وعوائد الأسهم، فلابد من فهم دقيق لنفسية المستثمر والتحيزات السلوكية التي قد يقع فيها والتي تؤثر على قراراته الاستثمارية، وبذلك يُصبح المستثمر قادراً على بناء صورة شاملة عن السوق المالي و تكوين قرارات استثمارية صحيحة، واتخاذ ردة فعل سريعة وصحيحة في حال حدوث أي تذبذب في السوق المالي. بل قد يكون قادر على التنبؤ بحركة الأسهم في المستقبل، وبناء حكم على السوق فيما إن كان في حالة توازن أم انحراف مؤقت وقد يتمكن المستثمر من جني أرباح غير عادية نتيجة استغلال الفرص بسرعة.

3-2-2. أهم العوامل (التحيزات) السلوكية المُلاحظة في الأسواق المالية:

هناك من يُقسم التحيزات السلوكية التي تؤدي إلى اتخاذ أحكام لاعقلانية حسب نطاق تأثيرها إلى التأثير على توقعات المستثمرين (Beliefs) و التأثير على تفضيلات المستثمرين (Preferences) (Nicholas Barberis, 2002)، وهناك من يُقوم بتقسيمها إلى تحيزات إدراكية (Cognitive Biases) وتحيزات انفعالية أو عاطفية (Emotional Biases) (Pompian, 2006) وهذا ماسيتم اعتماده:

أ- التحيزات الإدراكية:

تنتج التحيزات الإدراكية (Cognitive Biases) من التفكير الخاطئ وذاكرة المستثمر، بالإضافة إلى الجهل بطريقة الحساب المُتبعة وطريقة معالجة المعلومات (Morningstar Advisor, 2013). ومن هذه التحيزات مايلي:

1. تحيز الترسيخ والتكييف (Anchoring and Adjustment Bias):

في كثير من القرارات يعمل الأفراد لإسناد أو ربط الحالة الحالية بفكرة أو نقطة مرجعية سابقة. تكون هذه النقطة بمثابة نقطة انطلاق، قد تنتج هذه النقطة نتيجة لطريقة صياغة المشكله الحالية أو نتيجة لمقارنة غير صحيحة. وفي كلا الحالتين يكون تكييف الواقعة الحالية مع حالة سابقة غير صحيح. يلجأ الأفراد إلى هذه الوسيلة وإن كان القرار المُراد اتخاذه قرار بسيط، لتسهيل عملية اتخاذ القرار حيث أن تغيير النقطة المرجعية يؤدي إلى تغيير القرار المُتخذ. والغالب يكون ترسيخ الأفكار عند التعامل مع موقف جديد أو متطور(Tversky & Kahneman, 1974) .

ينص مفهوم الترسيخ أو التكييف العقلي على أن المستثمرين يضعون في أذهانهم بعض النقاط المرجعية التي قد تكون سعر قديم أو قيمة قديمة، ويتجاهلون كل الأحداث والأوضاع الجديدة (وهذا مايسمى بمقاومة التغيير) حيث يميل الفرد لا شعورياً إلى إبعاد جميع الأحداث والوقائع المخالفة لأفكاره ومعتقداته. ويتمسكون بما يؤكد مواقفهون وآراؤهم وهذا مايسبب حدوث الانحرافات (Edwards, 1968).

2. الثقة المفرطة (Overconfidence Bias):

الثقة المفرطة في أبسط أشكالها هي الوهم المعرفي أي الإيمان غير المبرر بالقدرات والأحكام واعتبارها بمثابة بديهيات. وبالتالي تؤدي الثقة المفرطة بالأفراد إلى المبالغة في تقديرهم لمعرفتهم، وبقدرتهم على السيطرة على الأحداث، وتؤدي بهم إلى التساهل وتقليل حجم المخاطر (Pompian, 2006).

مفهوم الثقة المفرطة مستمد من مجموعة من التجارب والدراسات، واحدة منها دراسة للباحثة Montier (2006)، حيث توصلت الباحثة في دراستها التي شملت 300 من مديري الصناديق المحترفين أن 74% منهم يعتقدون أن أدائهم الوظيفي وصل لفوق المتوسط، وينظر 26% المتبقين إلى أداءهم أنه في المتوسط. أي أن 100% من مجموع الخاضعين للدراسة يعتبرون أداءهم متوسط أو فوق المتوسط. مما يشير إلى ارتفاع مستوى الثقة المفرطة غير العقلانية لدى مديري الصناديق. مع الإشارة إلى أن هناك خط رفيع بين الثقة المفرطة (المبالغة أو تضخيم قدرة الفرد) و بين الثقة (الثقة الواقعية بقدرة الفرد).

من الممكن أن تؤثر الثقة المفرطة على الاستثمار في الأمد الطويل، حيث يعتقد المستثمر دوماً أن اختياره الأفضل من حيث التوقيت، السهم، الشركة. مما يؤثر على استثماره في المستقبل. ووجد Odean ضمن دراسة له أجريت عام 1998، أن جميع المستثمرين الذين يعتقدون أنفسهم يؤدون أداء فوق المتوسط يحققون عائد أقل من غيرهم.

3. تحيز التأكيد (Confirmation Bias):

عند التعرف على شخص لأول مرة غالباً ما يحاول الفرد أخذ فكرة مسبقة عنه، وذلك لتسهيل عملية تكوين الانطباع الأول عنه. وبشكل عام يميل الأفراد إلى إقصاء وإبعاد الوقائع والمعلومات المخالفة لمعتقداتهم وأفكارهم، ويتمسكون بالمعلومات التي تؤكد أراءهم وتدعم رأيهم.

وجود تحيز التأكيد يجعل المستثمر يبحث دوماً عن المعلومات التي تؤكد آراءَهُ الاقتصادية الاعتيادية بدلاً من الخوض في أفكار ومعلومات جديدة مناقضة لمعتقداته (Gilovich, 1993) .

4. تحيز الإدراك المتأخر (Hindsight Bias):

يُعبر عن تحيز الإدراك المتأخر بأنها الحالة التي يقنع بها الفرد نفسه - بعد وقوع الحدث - أن هذا الحدث كان متوقع بناءً على أحداث ماضية أي أنه كان من الممكن التنبؤ به على الرغم من أنه يصعب التنبؤ به (Shiller, 2000) . مثال على ذلك ما حدث أعقاب حدوث الانهيار في الأزمة المالية العالمية: حيث صرح المستثمرون وأصحاب المساكن والاقتصاديون بأن الدلائل على وجود فقاعة كانت واضحة، على الرغم من أنهم شاركوا بفعالية في زيادة أسعار المساكن.

يُرجِع علماء النفس تحيز الإدراك المتأخر إلى فطرة الإنسان وما لديه دوماً من رغبة لخلق تفسيرات للأحداث والزعم بأنه كان من الممكن التنبؤ بالأحداث. و ينتج عن تحيز الإدراك المتأخر خلق روابط خاطئة بين السبب والنتيجة.

5. سلوك القطيع (Herd Behavior):

يتجه أفراد المجتمع الواحد ممن يتواصلون مع بعضهم البعض بشكل مستمر للتفكير بشكل مماثل. أي هناك ميل للفرد بتقليد أعمال المجموعة سواء كانت تصرفات عقلانية أو غير عقلانية. لأن مجموعة الافراد تتصرف غالباً بشكل مماثل تجاه المعلومات التي يحصل عليها المجتمع في الوقت نفسه. ويعود ذلك لسببين (Subash, 2012):

أ- الضغط الاجتماعي ليكون الفرد مطابق لبقية أفراد المجتمع أو تقليد البقية ليكون من ضمن المجموعة بدلاً من أن يوصف بالمنبوذ مثل (اتباع الموضة).

ب- الاعتقاد السائد بأن مجموعة كبيرة من الناس لا يمكن أن تكون خاطئة بالمطلق، والاعتقاد الشائع بأن الآخرين يعرفون أكثر مما أعرفه.

يعتبر سلوك القطيع من الظواهر المنتشرة في الأسواق المالية، حيث لا يجرؤ المستثمر على معاكسة السلوك العام في حال توصل إلى معلومة مخالفة للاتجاه العام. وقد يُغير رأيه ويتبع السلوك العام من منطلق (لا يمكن أن يكون الجميع على خطأ).

من الأمثلة على سلوك القطيع مايعرف بسلوك القطيع الدوت كوم (The Dotcom Herd) وظهرت عندما توجه أصحاب رؤوس الأموال والمستثمرون الأفراد بالاستثمار بمبالغ ضخمة في الشركات المتعلقة بالأنترنيت، على الرغم أن معظم هذه الشركات - في ذلك الوقت - ليس لديها نماذج أعمال (Business Models)* جيدة. وقد كانت القوة الدافعة لاتجاه أغلب المستثمرين للاستثمار في هذه الشركات - بالرغم من أنها كانت تبدو مغامرة غير مؤكدة النتائج - هو رؤية أعداد كبيرة من الناس تتجه للاستثمار فيها.

6. المحاسبة العقلية (Mental Accounting):

تم اكتشاف المحاسبة العقلية على يد العالم Thaler عام 1999، ويشير هذا المصطلح إلى مجموعة من العمليات الإدراكية التي يستخدمها الأفراد والعائلات لتقسيم وتقييم ومتابعة الأنشطة الاستثمارية الخاصة بهم. حيث يميل الأفراد لفصل أموالهم إلى حسابات منفصلة لأسباب مختلفة. ويلجؤون لتقيسم الأموال في حسابات وفقاً لعدة معايير مثل مصدر الأموال أو الهدف من كل حساب، وفقاً لهذه النظرية يُقسّم المستثمر الأصوال المالية والأسهم إلى مجموعات بهدف استخدام كل مجموعة لأغراض ووظائف معينة، على سبيل المثال يخصص المستثمر محفظة آمنة ومحفظة للمضاربة بهدف عدم تأثر المحفظة الآمنة بالأثر السلبي لمحفظة المضاربة. ولكن في كثير من الأحيان يكون التقسيم غير منطقي وله تأثير سلبي على القرارات الاستهلاكية وعلى سلوك الأفراد، وسيؤدي فصل الأموال عن بعضها إلى عدم التوسع في الاستثمار.

وقد يقسم الأفراد أموالهم على حسب مصدرها، فيعملون على التمييز بين الأموال الناتجة عن المكافآت وهدايا العمل والترقيات وبين كمية أخرى من الأموال الدورية متل الراتب، مما يسبب استخدام الاموال بطريقة غير عقلانية.

7. المغالطة في المقامرة (Gambler's Fallacy):

المغالطة في المقامرة هي الفهم الخاطئ للأمر ومدى احتمالية حدوثه من عدمها، وقد يؤدي الفهم الخاطئ إلى بناء افتراضات خاطئة وبالتالي بناء توقعات خاطئة.

* نماذج الأعمال Business Models:هي الخطة التي تضعها الشركة وتتبعها لتحقيق الإيرادات والارباح من عمليتها، ويتضمن نموذج الأعمال المكونات والوظائف التي يحتاجها العمل، بالإضافة للإيرادات التي تحققها والنفقات التي تتكبدها.

من المغالطة في المقامرة: اعتقاد أن حدوث حدث عشوائي ما يعني بالضرورة عدم حدوث حدث معين أو سلسلة احداث معينة بعده. وهذا اعتقاد خاطئ لأن الأحداث الماضية لا تؤثر باحتمال حدوث الأحداث في المستقبل.

لنفرض تم رمي سلسلة من عملات معدنية (20 عملة) وجميعها أتت على الوجه الاول (الرأس)، يعتقد هنا غالبية الأفراد أن العملة التالية (العملة رقم 21) ستكون على الوجه الثاني (الذيل)، وذلك تبعا لقانون الاحتمالات أن نسبة حدوث كل حدث 50%. ولكن الفهم الخاطئ هنا للقانون وللعملية هو الذي يؤدي لتوقعات خاطئة، حيث في هذه الحالة كل عملية رمي لعملة هي عملية منفصلة عن الأُخرىٰ وبالتالي فإن نتيجة العملات العشرين لا تؤثر بنتيجة العملة رقم (21).

ومن الأمثلة الشائعة: مايعتقده المستثمرون عند ارتفاع الأسعار لعدة أيام وفي جلسات متتالية بضرورة تصفية موقفه توقعاً منه بأن الأسعار لن تستمر بالارتفاع ويجب أن تنخفض الآن.

8. تحيز تجنب الغموض (Ambiguity Aversion Bias):

تجنب الغموض هو كره المستثمر بشكل عام للاستثمار بما يجهله، أو أن يكون جاهلاً لما يدور حوله. ويظهر في هذا الصدد انحراف أو مفهوم آخر ناتج عن التعود أو تفضيل المألوف (Familiarity Bias). تفضيل المألوف وهو ما يجعل الأفراد يفضلون الاستثمار في المؤسسات التي يعملون فيها وفي الشركات المحلية وعدم الاستفادة من منافع التنويع الدولي، لأنهم بهذه الطريقة قادرون على استيعاب وفهم كل ما هو مألوف بشكل أفضل كما أنه غالباً ما يكون أقل خطورة. نتيجة لتحيز تجنب الغموض وتفضيل المألوف يؤدي بالمستثمر إلى تجاهل مبادئ نظرية المحفظة المالية (Massa & Simonov, 2002).

تحيز تجنب الغموض يبرر كره المستثمر الدخول في أي استثمارات جديدة أو التداول في أسهم الشركات التي أدرجت أسهمها حديثاً في البورصة وذلك رغبة في تجنب الغموض وخوفاً من النتائج المالية المستقبلية المجهولة.

9. تحيز التنافر المعرفي (Cognitive Dissonance Bias):

التنافر المعرفي أو مايعرف بالتنافر الإدراكي هو صراع نفسي يعاني منه الأفراد عندما تُقدم لهم أدله تناقض معتقداتهم أو توقعاتهم (Montier, 2002).

أي هو شعور ينتاب الإنسان بعدم الراحة النفسية عندما تتزاحم في عقله فكرتان أو أكثر عكس بعضهما البعض أو متناقضتين أو متنافرتين، أو يقع أمام خيارين أو بديلين، فتتولد لديه رغبة قوية في تقليل هذا التنافر الموجود بين الفكرتين، حيث أن العقل البشري دائماً لديه نفور من الاختلاف ويسعى جاهداً إلى الابتعاد عن الدخول في دائرة صراع الأفكار المتنافرة (Festinger, 1957) .

عندما يكون المستثمر أمام بديلين، فمن المحتمل أن يقع في تناقض وصراع بعد أن يتوصل لقرار ما. وستظهر إيجابيات البديل الذي تم رفضه، وسلبيات البديل الذي تم اختياره. وسيكون ذلك بمثابة تحدي لمقدار ثقة المستثمر بالقرار الذي تم اختياره (Pompian, 2006) .

يوجد شكلان للتنافر المعرفي المتعلق باتخاذ القرارت: الإدراك الانتقائي (Selective perception) حيث يقوم المستثمر بتجميع المعلومات التي تؤكد معتقداته وآرائهِ وبالتالي يُكوّن صورة ناقصة للحقيقة، القرارات الانتقائية (Selective decision-making) يعمل المستثمر على تعزيز القرارات السابقة على الرغم من علمه أنها خاطئة، ويحدث ذلك بسبب التزامه بالقرار الأصلي (Pompian, 2006).

10.تحيز التأطير (Framing Bias):

يُلاحظ تأثير التأطير عندما يحمل القرار مخاطر ويكون المستثمر أمام خيارات متعددة، فيتم اتخاذ القرار بناء على طريقة عرض أو وصف الخيارات المتاحة (Gonzalez et al., 2005) . فعند عرض منتج ما بسعر نهائي 50$ أو عرضه بسعر أول 70$ ومن ثم 50$، فإن العديد من المستهلكين سينظرون إلى العرض الثاني كقيمة مضافة تم الحصول عليها مع أن السعر واحد.

يمكن استغلال تأثير التأطير للتأثير على قرارات الآخرين، فلدى عرض خيارين يجب التركيز على طريقة التعبير أو العرض بهدف التأثير على الشعور المتحقق وبالتالي على طريقة التفكير والقرار المتخذ حيث أن:

ربح قيمة ما تقابل ربح نصف القيمة لمرتين أو من مكانين، ولكن يفضل التعبير بالطريقة الثانية لأنها تزيد الشعور بالمنفعة لأنها تُعبر عن تحقق ربح من أكثر من مكان أو لأكثر من مرة.

كذلك خسارة قيمة ما تقابل خسارة نصف القيمة لمرتين أو من مكانين، ولكن يفضل التعبير هنا بالطريقة الأولى لأنها تقلل الشعور بالخسارة لأنها تُعبر عن وقوع خسارة في مكان واحد أو لمرة واحدة.

ب- التحيزات العاطفية اوالانفعالية:

تنتج التحيزات العاطفية (Emotional Biases) عن الدوافع والحدس بالإضافة للمشاعر والعواطف (Morningstar Advisor, 2013) ومن أشكالها مايلي:

1. **تحيز التفاؤل (Optimism Bias):**

يميل الأفراد عامة إلى الاعتقاد بأن مستقبلهم سيكون أفضل حالاً (هذه سمة الإنسان عموماً)، ولهذا يبالغون في تقدير قيمة الأصل الذي بحوزتهم مع التقليل من أهمية التذبذبات التي يشهدها سعره، بالإضافة إلى اعتقادهم بأن ما يملكونه من معلومات صحيحة ودقيقة.

يُعدُّ الإفراط في الثقة والتفاؤل سبباً لكثير من الحروب والاكتشافات العلمية والأنشطة الاقتصادية، غير أنه حين يتعلق بالاستثمار فإنه غالباً ما يقود إلى قرارات خاطئة (صديقي، 2012).

فقد يسمع أحد المستثمرين عن معلومة ما - معلومة جيدة - ولكن لا يشترط أن يكون لها تأثير على قيمة أسهم الشركة أو أن يكون تأثيرها منخفض، ولكن نتيجة لتفاؤل المستثمر الزائد يقوم بالاندفاع نحو شراء أسهم الشركة على اعتقاد منه أن سعر أسهم الشركة سيرتفع بشكل كبير جداً، مما يؤدي لتقييم الأسهم بأكثر مما يجب. مثل الحصول على خبر تعين عضو جديد في مجلس الإدارة وإن كان لهذا الخبر تأثير ولكن لا يشترط أن يكون تأثيره في الوقت الآني بل يحتاج لمدة طويلة نسبياً. ولكن تفاؤل المستثمر يؤدي به إلى التسرع لبيع أسهم شركة أخرى لشراء أسهم هذه الشركة بشكل مندفع.

2. **تحيز متعة التوقع والانتظار:**

توقع نتائج إيجابية غالباً ما ينتج عن الثقة الزائدة والتفاؤل. نلاحظ إن أولئك الذين يستثمرون بالأسهم لأول مرة يخلق لديهم هاجس المتابعة اليومية لحركة الأسهم وتصبح أحد أهم أحاديثهم مع الأصدقاء وبشكل غير واعٍ تخلق متعة ضمنية ناتجة عن انتظار وتوقع المجهول.

ينتشر هذا الشعور ليدفع آخرين لتجربة الاستثمار، كما تفسّر هذه الحالة تفضيل المستثمرين للأوراق المالية ذات السيولة العالية والأسعار المتغيرة بشكل يومي عن تلك الأسهم ذات الحركة البطيئة ولو كانت فرص الربح في هذه الأخيرة تبدو أفضل، إلا أن متعة الانتظار ومتابعة الأسهم ذات الحركة المتغيرة تبدو أكبر(DP NEWS, 2011) .

3. تحيز الشعور بالندم (Regret Aversion Bias):

لقد ثبت بأن الندم الناجم عن القيام بالفعل يفوق الندم الناجم عن عدم القيام به. و لتوضيح ذلك: لنفترض أنك تمتلك أسهماً لشركة A وقد كنت تنوي بيعها السنة الماضية لأجل الاستثمار في الشركة B ولكنك لم تقم بذلك، اتضح اليوم أنه كان في وسعك أن تكسب 3000$ لو قمت بهذه الخطوة، من المؤكد أن هذا سيسبب لك الندم. لكن من خلال مقارنة هذا الندم مع ما ستشعر به فيما لو كنت تمتلك أسهماً لشركة B وبعتها لتشتري أسهم الشركة A ، عند أغلب المستثمرين سيكون مقدار الندم أكبر في الحالة الثانية الذين اتخذوا القرار واتبعوه بالفعل مما هو عليه في الحالة الأولى الذين امتنعوا عن الفعل.

الشعور بالندم هو خطأ نفسي ينشأ من التركيز المفرط على مشاعر الندم بعد اتخاذ القرار، وخاصة في القرارت التي تكون خاطئة مع وجود بدائل أفضل. والسبب الرئيسي لهذا التحيّز هو كره اعتراف المستثمر بخطئه، حيث يلجأ المستثمر للاحتفاظ بالصفقة الخاسرة لفترة طويلة بسبب عدم الرغبة بالاعتراف وتصحيح الخطأ في الوقت المناسب. وقد يؤدي الخوف من الشعور بالندم إلى المماطلة في اتخاذ القرار خوفاً من نتيجته. وينجم عن تحيز الشعور بالندم نوعين من الأخطاء: (Errors of Commission) أخطاء تحدث نتيجة الندم بعد القيام بعمل أو اتخاذ قرار غير صحيح، (Errors of Omission) أخطاء تحدث نتيجة الندم لتفويت فرصة كانت متاحة (Pompian, 2006).

4. غلبة التفكير العاطفي على التفكير المنطقي:

يُعبّر التفكير المنطقي عن الطريقة التي يقوم بها الأفراد بترتيب المعلومات التي يحصلون عليها، على حين يُعبّر التفكير العاطفي عن طبيعة شعور الأفراد اتجاه هذه المعلومات.

ضمن هذا الإطار يمكن تفسير تفضيل الأفراد للأسهم التي تقوم بتوزيعات نقدية سنوية عن تلك التي تحقق حجم الأرباح نفسه لكن لا تقوم بتوزيعها على المساهمين.

إذا عرض على مستثمر يملك 1000$ مخصصة للاستثمار ويحتاج سنوياً إلى 100$ مخصصات استهلاك، خيارين: سهم بسعر 1000$ مع توزيع 10% كتوزيعات نقدية كل عام، وبين سهم آخر 1000$ أيضاً ولكن يقوم بتدوير الأرباح ما يدفع سعر السهم للأرتفاع بنسبة 10% بشكل مؤكد.

فإن في الغالب سيتم اختيار السهم ذات التوزيعات النقدية مع أن كلا السهمين يعطيان نفس العائد (DP NEWS, 2011).

5. نظرية الاحتمال وكره الخسارة(Prospect Theory and Loss Aversion Bias):

جرت العادة عند الحكم على قرار أو خيار ما إن كان إيجابياً أو لا، يتم أخذ الأثر الصافي من الأرباح والخسائر(أرباح – خسائر) ويتم الحكم بشكل مجمل.

وأثبتت العديد من الدراسات أن الأفراد لا يحكمون على الخيارات بشكل عقلاني، ففي عام 1979 أوجد Kahneman و Tversky نظرية الاحتمال. وذلك من خلال ملاحظتهم أنَّ تقييم الأفراد للأرباح يختلف عن تقييمهم للخسائر، وبالتالي يتم اتخاذ القرارات بشكل مختلف تبعاً لتقييمهم للأرباح والخسائر. ويبني الإنسان قراراته بناءً على الأرباح الملحوظة أكثر من بناء قراراته على الخسائر الملحوظة. إذا أُعطي مستثمر ما خيارين متساويين وكان الخيار الأول يُعبّر عن الأرباح أما الخيار الثاني يُعبّر عن الخسائر فإن المستثمر تبعاً للنظرية السابقة سيختار الخيار الأول. إذاً الأثر الذي تتركه الخسارة أكبر من الأثر الذي يتركه الربح.

وتبعاً لنظرية الاحتمال فإن المنفعة المكتسبة من الربح غير قادرة على التغلب على مشاعر الألم المتحققة من الخسارة. حيث أن المستثمر يشعر بألم الخسارة أكثر من المتعة المتحققة من ربح نفس المقدار. فالشعور المطلق الذي ينتج عن خسارة مبلغ ما أكبر بكثير من الشعور المطلق من ربح نفس المبلغ.

3-2-3. تفسير علم المال السلوكي لبعض الظواهر الشاذة الملاحظة في الأسواق المالية:

كما ذُكر سابقاً أن ظهور أحداث شاذة تتكرر بانتظام كانت سبب لتشكيل علم المال السلوكي، هذه المشاهدات الشاذة كانت تنتقص بشكل مباشر من نظرية كفاءة الأسواق المالية التي تفترض السلوك العقلاني والرشيد للمستثمر، بسبب عجز النظرية عن إيجاد تفسير لها. عمل علم المال السلوكي على إيجاد تفسير لها من خلال التحيزات السلوكية السابق ذكرها. ومن هذه التفسيرات مايلي:

1- تفسير ظاهرة أثر شهر يناير (January Effect):

كما سبق ذكره في الفصل السابق إن تأثير شهر يناير يعني أن عوائد الشركات الصغيرة في شهر يناير أعلى من المتوسط عن أي شهر آخر خلال السنة (Rozeeff & Kinney, 1976)، وهذا يخالف ما أتت به نظرية كفاءة السوق التي تفترض أن أسعار الأسهم تتبع السير العشوائي.

وجد Rozeeff و Kinney في دراسة لهما عام 1976 أن متوسط عوائد الشركات الصغيرة في شهر يناير للأعوام من 1904 – 1974 نحو 3.5% في حين باقي الأشهر تقارب 5,%، وهذا يشير إلى أن أداء الأسهم الصغيرة الشهري يتبع نمط ثابت نسبياً. وهو ما يتعارض مع ما تتبناه النظرية المالية التقليدية.

إن السبب التي تتبناه النظرية المالية لتفسير هذه الظاهرة كما سبق إيضاحه في الفصل الثاني هو تسارع المستثمرين لبيع الأسهم في شهر ديسمبر بخسارة لتقليل من الوعاء الضريبي - النتيجة الخاضعة للضرائب -، مما يسبب في ارتفاع العوائد بشهر يناير بسبب انخفاض رغبة المستثمرين بالبيع بهذا الشهر. وهذا غير مقنع حيث تحدث هذا الظاهرة أيضاً في مواضع لا تحدث فيها ضرائب على الأرباح الرأسمالية. ولوحظ أن هذا الأثر أيضاً موجود في كل من اليابان واستراليا وانجلترا رغم أنه لا تتوافق السنة الجبائية مع السنة المدنية في هذه الدول.

في حين فسر السلوكيون ظاهرة شهر يناير من خلال مفهومي المحاسبة العقلية (Mental Accounting) ومفهوم إسكان أو تراكم المال (Housing Money) ويتم تفسيرها كالتالي: تُصرف المكافآت والتعويضات للعاملين في معظم الدول نهاية العام في شهر كانون الثاني أو في نهاية شهر كانون الأول. وتبعاً لمفهوم المحاسبة العقلية فإن هذه المكافآت والتعويضات تُعامل معاملة مختلفة عن الراتب الاعتيادي مما يشجع المستثمر على توسيع المحفظة المالية وتقبل المزيد من المخاطرة "أقل تجنباً للمخاطرة". أما مفهوم إسكان المال فهي تقبُّل المستثمر لتحمل المزيد من المخاطر أو الدخول في استثمارات أكثر خطورة بعد حصوله على ربح إضافي (المكافآت والتعويضات) ويزيد أثر ذلك إن كان المستثمر قد حقق ربح وعوائد عالية في السنة السابقة ناتجة عن استثماراته مما يحفّز لديه الرغبة بتوسيع استثماراته وتحمل المزيد من المخاطرة. ويزيد ظهور هذه الظاهرة في الشركات الصغيرة، لأن الشركات الصغيرة تعتبر أكثر خطورة من الشركات الكبيرة المعروفة وأكثر تذبذباً وبما أن المستثمر يصبح أقل تجنباً للمخاطر فهو يتجه لشراء أسهم

الشركات الصغيرة. وهنا يكون قد دمج تأثير ظاهرتين معاً "تأثير شهر يناير، وتأثير الحجم" (Chen & Chien, 2011).

أيضاً تم تفسير هذه الظاهرة بالتفاؤل المبالغ فيه حيث أنّ تفاؤل المستثمرين يكون في أعظمه في بداية السنة "شهر يناير" وقد تم قياس ذلك بمؤشر يعرف بمؤشر ثقة المستثمر (Index of Consumer Confidence) ولذلك يكون تفاؤل المستثمرين مبالغ فيه ويُقبلون على تحمل المخاطر نتيجة التفاؤل الزائد ولكن ينصدمون باقي العام ويصابون بخيبة أمل . وبقيت هذه الظاهرة مستمرة على الرغم من وقوع المستثمرين في خيبة أمل وذلك نتيجة حصول ما يعرف بمتلازمة الأمل الخادع (false hope syndrome) (Ciccone, 2011) .

2- تفسير ظاهرة لعنة الفائز (Winner's Curse):

من الفرضيات الأساسية التي بنيت عليها النظريات الاقتصادية "أن المستثمرين عقلانيون ولديهم القدرة الكافية ليدركوا القيمة الحقيقة للأصول وبالتالي البيع والشراء على أساس ذلك".

النظريات المبنية على العقلانية تفترض أن كل المشاركين بمزاد ما سيحصلون على نفس المعلومات وبالتالي يتوصلون لنفس السعر، وأي فروقات بالسعر تأتي من عوامل أخرى لا ترتبط بعملية المزايدة. ولكن مايحصل بالمزاد فعلاً مخالف لذلك، حيث يعمل المشاركين بالمزاد على عرض أسعار تفوق الأسعار المعروضة سابقاً، وبالتالي من يفوز بالمزاد هو صاحب السعر الأعلى.

وهذا ماأتت به "لعنة الفائز" حيث تدل على أن العرض الفائز بالمزاد هو العرض صاحب السعر الأعلى وبالتالي الشراء بأعلى من القيمة الحقيقية وهذا مناقض للنظريات الاقتصادية.

وفقاً لمقالة لـ Thaler (1988) عن لعنة الفائز: هناك عاملان أساسيان يحددان عملية المزايدة العقلانية:

أ- عدد داخلي العرض (المشترون).
ب- العدائية للعرض.

فكلما زاد عدد المتقدمين للشراء يجب أن يكون المستثمر أكثر عدائية لكي يحصل على العرض ولسوء الحظ بزيادة عدوانيته سيزيد من احتمال أن عرضه الفائز سيتجاوز القيمة الحقيقية للأصل.

3- تفسير ظاهرة لغز علاوة الأسهم (Equity Premium Puzzle):

تبعاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، المستثمرون أصحاب المخاطر الأعلى يحصلون على عوائد أعلى. ولكن ولفترة طويلة كان متوسط عوائد الأسهم يتجاوز عوائد السندات الحكومية ب 6 إلى 7%، عندما كانت عوائد الأسهم 10% كانت عوائد السندات 3%. ولكن فرق 6% فرق كبير جداً مما يدل ضمناً أن الأسهم خطرة إلى حد كبير. وتوضح النماذج الاقتصادية التقليدية بأنَّ هذه النسبة يجب أن تكون أقل، فإن عدم التقارب بين النماذج النظرية والنتائج التجريبية يجعل تفسير علاوة القسط صعب بالنماذج التقليدية.

بينما فسَّر علم المال السلوكي اللغز بأن المستثمرين لديهم ما يسمى بكره الخسارة قريب المدى (myopic loss aversion) أي يشغلون أنفسهم كثيراً بالتأثيرات السلبية بالمقارنة مع كمية مكافئة من الربح قريب المدى " وجهة النظر قريبة المدى".

وجهة النظر قريبة المدى: الذي يحدث أن المستثمرين يدفعون الكثير من الانتباه أكثر مما ينبغي إلى عدم ثبات العوائد لمحافظهم الاستثمارية في الأمد القصير، حيث أنه من الطبيعي تقلب متوسط عوائد الأسهم بضعة نسب مئوية في الأمد القصير، فالمستثمر هنا لا ينظر إلى الجانب الإيجابي، وإنما إلى الأثر السلبي فقط وهو يعتقد أنهُ على الأسهم أن تعطي عائد أكبر كافي لتعويضه عن كره الكبير للخسارة (Benartzi & Thaler, 1993).

إذا هذا العائد العالي يعتبر كحافز للمستثمرين للاستثمار بالأسهم بدلاً من السندات الحكومية التي تعتبر أكثر أماناً.

4- تفسير ظاهرة لغز توزيعات الأرباح (The Dividend Puzzle):

في عالم الاستثمار من المفترض أن لا يبالي المستثمر إن كانت الشركة التي يستثمر بها تتبع سياسة توزيع أرباح الأسهم بشكل نقدي على المستثمرين أو أنها تحتفظ بالأرباح لرفع قيمة الأسهم التي تعتبر مكاسب رأسمالية تعود بالنهاية للمستثمر، وبكلا الحالتين يكون المستثمر رابح. ولكن في الواقع المستثمرين يفضلون توزيع الأرباح. يفسر السلوكيون ذلك اللغز من خلال مفهوم المحاسبة العقلية حيث أن المستثمر يضع المكاسب الرأسمالية والأرباح النقدية في حسابات عقلية منفصلة. ولا يدرك المستثمر أنهُ عندما ترتفع أسعار الأسهم تُعتبر أيضاً مكاسب له. وكتفسير آخر تبعاً لمفهوم

التأطير، الأرباح النقدية (سيولة) تكون مرغوبة لدى المستثمر أكثر من الأرباح الرأسمالية (Prast, 2004).

5- تفسير ظاهرة التباين بين الرابح و الخاسر (Winner/loser asymmetry):

لدى المستثمرين الاستعداد للاحتفاظ بالأسهم الخاسرة لفترة طوية جداً، وبيع الأسهم الرابحة في وقت مبكر جداً. ويعتبر هذا وضع شاذ وبشكل خاص عندما يحدث في الدول التي تقدم ميزة ضريبية للمستثمرين الذين يقومون ببيع الأسهم الخاسرة (Shefrin & Statman, 1985) . تستخدم نظرية الاحتمال لتفسير هذا التباين في بيع الخاسر والرابح. لتوضيح ذلك في حال كان لدى مستثمر الخيار بين بيع السهم A الذي ربح 20% منذ شرائهِ، وبين بيع السهم B الذي خسر 20% منذ إضافته إلى المحفظة المالية. يطبق المستثمر قواعد نظرية الاحتمال بشكل منفصل لكل من الأسهم A و B، ويُقيّم أسعار البيع من حيث المكاسب والخسائر بالنسبة إلى السعر الذي تم دفعه لكل سهم في البداية. ويعتبر ثمن الشراء الأول كنقطة مرجعية للمستثمر. وبذلك فإن بيع السهم A يعني أن المستثمر سيغلق الحساب العقلي للسهم A مع ربح، بينما بيع السهم B سينتج إغلاق الحساب العقلي له مع خسارة. وبناءً على المحاسبة العقلية وكره الخسارة تجعل المستثمر يفضل بيع الأسهم الرابحة بدلاً عن الخاسرة (Prast, 2004).

3-2-4. الانتقادات الموجهة لعلم المال السلوكي:

على الرغم من أن علم المال السلوكي كسب الدعم والتأييد في السنوات الأخيرة، إلا أنه لا يخلو من الانتقادات. فأنصار نظرية كفاءة السوق هم من أشد المنتقدين لعلم المال السلوكي. حيث أن علم المال السلوكي ناقض فرضية رشادة الأفراد التي أتت بها نظرية كفاءة الأسواق المالية.

الناقد الأبرز للمالية السلوكية هو Fama مؤسس نظرية كفاءة السوق، فهو يرى أنه وعلى الرغم من وجود بعض الحالات الشاذة التي لا يمكن تفسيرها من خلال النظرية المالية التقليدية، فلا يجب التخلي عن نظرية كفاءة السوق تماماً لصالح علم المال السلوكي. وأن أغلب الحالات الشاذة الموجودة في النظريات التقليدية هي قصيرة الأجل والتي يتم تصحيحها بالنهاية بمرور الزمن. وجد Fama (1997) أن النتائج في علم المال السلوكي تناقض بعضها، وأنَّ علم المال السلوكي بحد ذاته هو مجموعة من الحالات الشاذة التي يمكن تفسيرها من خلال كفاءة الأسوق المالية.

وهنا بعض العوامل التي تدل على قصور علم المال السلوكي (Curtis, 2014) **:**

1. **الطقس لا يدرك بأنه في موضع اختبار (Weather patterns don't know they are being studied):**

علم المال السلوكي مثل العلوم النفسية الأخرى تواجه صعوبة بأنها تتعامل مع كائنات حساسة. فعند دراسة الطقس، الطقس لن يدرك بأنه موضع دراسة وبالتالي لن يلجأ إلى تغير تصرفاته بسبب جعله موضع اختبار. ولكن عند دراسة شيء يتعلق بالإنسان فإن تصرفاته ستجعل الدراسة معقدة بشكل أكبر. إدراك الإنسان بأنه موضع اختبار يجعله يتصرف بطريقة مختلفة كلياً عن طريقة تصرفه خارج هذه التجربة. ربما قد يجيب الإنسان عن الأسئلة بصدق وبدون احتيال ولكن ربما أيضاً يحاول الإجابة بأجوبة يرغب القائم بالاختبار سماعها. وربما يكون منزعج ودفاعي بسبب وقوعه موضع اختبار. وقد يكون متوتر و يظهر بشكل الأغبياء فيجيب أجوبة بطريقة السهو أو الخطأ لم يكن يريد إجابتها بهذه الطريقة.

2. **مواضيع البحث المتعلقة بالإنسان لا تلتزم دائما بقواعد اللعبة (Human subjects don't always play by the rules):**

أجرت CNN دراسة كبيرة على 10000 شخص لإثبات أن أكل بسكويت النخالة يومياً يزيد فرصتهم بالتعرض للأورام الدماغية. ولكن لابُدَّ من معرفة أنَّ في هذا الاختبار الذي استمر 10 سنوات كلتا المجموعتين A و B قامتا بالغش. بمعنى آخر المجموعة A التي أُجبرت علىٰ أن تأكل بسكويت النخالة كل يوم لم تفعل ذلك ربما خوفها من أن تصب بالورم الدماغي. والمجموعة B التي لم تجبر إطلاقاً على أكل بسكويت النخالة، بالفعل هي قامت بذلك ربما اعتقاداً منها بأن "بسكويت النخالة مفيد بدلالة أنه كان موضع دراسة " وربما لأنها أحبت نكهته. أي أن كلا المجموعتين كانت متشابهين بتصرفاتهم أكثر مما كان يتوقع الباحثون.

3. **العبارة (له دلالة إحصائية) (statistically significant) ليس بالضرورة تعني إمكانية تطبيق نتائج الدراسة:**

بالعودة للدراسة التي أجرتها CNN تخبرنا بأن النتائج لها دلالة إحصائية، عند سماع ذلك يُعتقد أن النتائج مقبولة ويجب أن يتوقف الجميع عن أكل بسكويت النخالة. هناك فرق بسيط ولكنه هام بين مصطلح (النتائج لها دلالة إحصائية) وبين (إمكانية تطبيق نتائج الدراسة على الأفراد). (له

دلالة إحصائية) تقيس العشوائية للبيانات الخاضعة للدراسة وصحة طريقة اختيار البيانات، بينما الاختبار الإحصائي قد يكون بدون معنى. بمعنى آخر (له دلالة إحصائية) لا تعني أكثر من أنه في حال أُعيد إجراء الدراسة وكررت التجربة أكثر من مرة سيتم التوصل إلى نفس النتيجة. ولكن الجواب على سؤال التجربة الأساسي يبقى دون جواباً.

4. قضية التجربة والتعلم (Experience and education matter):

الجميع يخطئ بقراراته أحياناً في المواضيع التي لا يعلم الكثير عنها. ولكن هذا لا يعني أنه سيستمر باتخاذ القرارات الخاطئة عندما يتعلم أكثر حول الموضوع. وهذا نفسه ينطبق على العديد من نتائج نظريات علم المال السلوكي، في الوقت الذي يدرك فيه المستثمر بأنه يتخذ قرارات خاطئة ويدرك لماذا هي خاطئة، يكون قادر على اتخاذ قرارات أكثر صحة في المستقبل.

5. امتلاك الشي يجعله معرض للخطر (Having something really at stake matters):

لدى طرح سؤال ما على الفرد في موقع التجربة من الممكن أن ينطق بجواب سريع، ربما يكون هذا الجواب هو الجواب الطبيعي الذي من الممكن اتخاذه وبطريقة عفوية. ولكن في الواقع الأمر مختلف كلياً، ففكرة أن القرار المتخذ سيؤثر على محفظته الاستثمارية التي تحتوي 100 مليون دولار يجعله أقل احتمالاً بكثير أن يجيب بطريقة عفوية وطبيعية ومتسرعة، فهنا يقوم بالتفكير كثيراً قبل الإجابة بالقرار الأصح الذي يجب أخذه.

6. تأثير توقعات القائمين بالتجربة على نتائج تجربتهم (The experimenters' expectations affect the outcome of their studies):

عند إجراء دراسة ما وبشكل غير مقصود يعمل الباحث على إثبات توقعاته حول الدراسة. حيث أن توقعات الباحث حول دراسته تؤثر بشكل عميق على نتائج البحث. ففي دراسة أُجريت على مجموعتين من المعلمين حول إثبات أي من المجموعتين أداؤهم أفضل. قام الباحث بإخبار المجموعة الأولىٰ بأن أداءَها ممتاز. وبالفعل قد حصل طلاب هذه المجموعة على نتائج عالية. وقد أخبر المجموعة الثانية أن أداءَها سيئ، وبالفعل قد حصل طلاب هذه المجموعة على درجات منخفضة. ولا حاجة للقول بأن طلاب المجموعتين هم من نفس المستوى ونفس المجموعة الأصلية.

وهذه الظاهرة (إيجاد ما نتوقع إيجاده) او (إيجاد ما نرغب إيجاده) تمتد أيضاً للدراسة التي تجري على غير الإنسان. إذ يبقى انحياز الباحث قضية هامة.

مما سبق يتضح أن كُلاً من المالية التقليدية وعلم المال السلوكي لا يخلوان من القصور في بعض النقاط، فلا يمكن الاعتماد على واحدة منهما وتجاهل الأخرى بشكل كامل، ولا يمكن وصف إحداهما بأنها قادرة على حل وتحليل جميع الحالات التي تواجه السوق المالي. ولكن تُعتبر كل منهما مكمّلة للأخرى. حيث أن علم المال السلوكي أتىٰ ليكون مكملاً لنظرية كفاءة الأسواق المالية وليس لاغياً لها. حيث أن ظهوره كان نتيجة لوجود بعض القصور في المالية التقليدية.

وكما تم التوضيح سابقاً أن الفرق الأهم بين العِلْمين: أنَّ علم المال السلوكي يعمل على تفسير أعمالنا، بينما تقوم المالية التقليدية على تفسير أعمال رجل الاقتصاد. وبالدمج بين العِلْمين سيتم التوصل لأفضل النتائج، فلا يمكن تجاهل حقيقة أنَّ المستثمر كائن اجتماعي لايستطيع أن يعزل نفسه عن المجتمع الذي يعيش ضمنه، ولا يستطيع أن يمنع نفسه من التأثر بكل مايجري حوله. وبالمقابل لا يمكن تجاهل ما توصلت إليه المالية التقليدية من نماذج ونظريات وفرضيات أساسية حيث كان الاعتماد عليها لمدة طويلة من الزمن.

لتوضيح كيفية تأثير العوامل النفسية ومزاجية المستثمرين على عوائد الأسهم سيتم في المبحث الثالث توضيح آلية تأثير عامل خارجي على نفسية ومعنوية المستثمرين مما يظهر نتائجه في نهاية الأمر في عوائد الأسهم أو ظهور حالة شاذة. مع التركيز عل كل من شهر رمضان والطقس كعامِلَين خارجيين يؤثران في معنويات المستثمرين وقراراتهم الاستثمارية ومن ثم في عوائد الأسهم.

المبحث الثالث: الإطار النظري لأثر شهر رمضان والطقس في عوائد الأسهم.

تمهيد:

بعد التعرف على علم المال السلوكي و التطرق لأهم العوامل السلوكية التي تؤثر على القرارات الاستثمارية المُتَخذة من قبل المستثمرين، لا بد من معرفة الآلية التي يؤثر بها عامل خارجي على معنويات المستثمرين وينتج عنها التحيز السلوكي، مع التركيز على شهر رمضان والطقس كعامِلَين خارجيَين ذوا تأثير كبير على نفسية ومعنوية عدد كبير من المستثمرين في فترة زمنية واحدة .

3-3-1. آلية تأثير عامل خارجي على معنويات المستثمرين وانعكاس ذلك على عوائد الأسهم.

إنَّ المستثمر كائنٌ اجتماعيٌّ لا يستطيع أن يعزل نفسه عن المجتمع الذي يعيش فيه، أو أن يمنع مشاعره وأحاسيسه من التأثر بالظروف والعوامل التي تسود البيئة المحيطة به. ولنجاح أي قرار استثماري لابد للمستثمر أن يتفهم ظروفه النفسية والمالية ومدى استعداده لاتخاذ قرارات تتحمل المخاطر. حيث أن شعور المستثمر بالسأم و الاكتئاب يؤدي به لاتخاذ قرارات استثمارية متحفظة، وعدم الرغبة بالمخاطرة وبالتالي انخفاض العوائد. ولكن شعوره بالثقة بنفسه يؤدي إلى اتخاذ قرارات أكثر خطورة وبالتالي ارتفاع العوائد. ولعل من أهم سمات المستثمر المتزن تحصين نفسه ضد الانفعالات النفسية التي قد تؤثر على أدائه ونشاطه (حسين وآخرون، 2013).

يكون تأثير معنويات المستثمرين على أداء السوق وعوائد الأسهم أكبر عند ظهور عامل خارجي يؤثر في كافة أو غالبية المستثمرين في آن واحد، وذلك على خلاف وقوع أمر ما يؤثر في نفسية أو مزاجية مستثمر واحد (مثل تعرضه للإفلاس، ترك العمل) حيث ينعكس أثر ذلك على محفظته الاستثمارية فقط، بينما في الحالة الأولىٰ يظهر نتيجة ذلك في قرارات غالبية المستثمرين مما يؤدي بهم لاتخاذ قرارات استثمارية متشابهة ينعكس أثرها في أداء السوق وعوائد الأسهم أو قد تؤدي لظهور حالة شاذة بالسوق المالي. وتُعتبر العوامل الخارجية المؤثرة على معنويات غالبية المستثمرين وسلوكهم في آن واحد عديدة ومتنوعة ولا يُمكن حصرها ومنها: المتغيرات المناخية (تغير حالة الطقس)، المعتقدات الدينية، الهوية الاجتماعية، الإشاعات أو الإعلان الكاذب، سماع خبر جيد أو خبر سيئ، شهر يناير، العطل، عيد الفطر وعيد الأضحى، منتصف الشهر، انقلاب

الشهر، شهر رمضان، أشعة الشمس، الاضرابات البيولوجية (التغيرات الحيوية) نتيجة التغيير من وإلى فصل الصيف أو الشتاء وبالتالي حدوث اضرابات في النوم، نتائج مباريات كرة القدم الدولية، دخول شركة جديدة إلى سوق المالي، إعلان توزيع الأرباح، الأحداث السياسية، الحرب وغيرها الكثير.

وقد أطلق البعض على معنويات المستثمر (Investor Sentiment) بمعنويات السوق (Market Sentiment) ويمكن تحديدها من خلال الشعور العام أو الاتجاه العام في السلوك أو من خلال المزاج العام (Yang & Copeland, 2014).

ونتائج لدراسات أُعدّت وجد أن تأثير ارتفاع معنويات المستثمرعلى عوائد الأسهم أعلى من تأثير انخفاض معنوياته (Qiang, 2009; in Huang et al., 2014)

وبالتالي يكون تأثير الشعور بالتفاؤل هو أكبر من تاثير الشعور بالتشاؤم (Lixu & Zhuang, 2011; in Huang et al., 2014).

وقد ظهرت العديد من الدراسات التي أوضحت أدلة مختلفة تؤكد الدور الحاسم لمعنويات المستثمر في تحديد سلوك الأسهم، فلم يعد السؤال المطروح في أغلب الدراسات فيما إن كانت معنويات المستثمر وسلوكه تؤثر في أسعار الأسهم، ولكن ما يُطرح الآن كيف يتم تحديد معنويات المستثمر وتحديد أثرها على الأسهم؟ (Yang & Copeland, 2014) .

لدراسة تأثير العوامل السلوكية أهمية أكبر عندما تكون استثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل، بينما يُولي المستثمر اهتماماً أكبر بالعوامل الأساسية أي (المتغيرات الاقتصادية الكلية والجزئية) إذا كان الاستثمار طويل الأجل (Sirucek, 2012).

سيتم التركيز في هذه الدراسة على عاملين خارجيين لهما تأثير ملحوظ على نفسية ومعنويات غالبية المستثمرين في فترة زمنية واحدة، لدراسة أثرهما في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية. وهما شهر رمضان والطقس.

2-3-3. الإطار النظري لأثر شهر رمضان في عوائد الأسهم.

يُعتبرصيام شهر رمضان واحد من أهم التقاليد الدينية والأكثر شهرة في العالم، وبشكل خاص في البلدان التي يكون فيها الدين جزء لا يتجزأ من الحياة اليومية والتي يظهر فيها الدين جلياً في كل العلاقات الاجتماعية.

إن شهر رمضان شهر هجري (شهر قمري) يبدأ وينتهي برؤية الهلال الجديد قبل غروب شمس اليوم. ويشترك جميع المسلمين خلال هذا الشهر بالامتناع عن الأكل والشرب والملذات الحسية الأُخرىٰ من طلوع الفجر إلى غروب الشمس (سورة البقرة، 183- 187). ويُعتبر رمضان وقت للعبادة والعطاء والإصلاح الذاتي. ويحث على التعاون والتضامن بين المسلمين في جميع أنحاء العالم، وتقوية العلاقات الاجتماعية، وبناء علاقة وثيقة بين المسلم وربه. فشهر رمضان شهر مليئ بالروحانية والروح الإيجابية بين المسلمين. ويزيد من الشعور بالرضا لدى المسلم مما ينعكس على بناء معتقدات متفائلة وقرارات أكثر إيجابية (Hallahmi & Argyle, 1997; in Bialkowski, et al., 2012). حيث وُجد في أحد الدراسات أن الحرمان الدوري من الطعام من الممكن أن يخفف من أعراض الأمراض النفسية الجسدية (Psychosomatic) والعقلية، وكذلك يُساعد على الحد من التوتر والقلق (Yamamoto et al., 1979; Yamamoto., 1980; in Bialkowski et al., 2012). وبالتالي ليس من المستغرب أن تقل عدد محاولات الانتحار خلال شهر رمضان (Daradkeh., 1992; in Bialkowski et al., 2012).

ومن ناحية آخرى فالصيام بحد ذاته من الممكن أن يعود بالفائدة على صحة الصائم، على الرغم من أنه قد يواجه الصائم في المرحلة الأولى من الصيام شعور بعدم الراحة، ويخف هذا الشعور عادة بعد اليوم الثاني من الصيام. و تم تفسير حدوث ذلك نتيجة لطرح السموم المخزنة مسبقاً داخل الجسم في الأنسجة الدهنية (Fuhrman., 1998; in Bialkowski et al., 2012). ويوفر الصيام راحة للجهاز الهضمي ويساعد بالقضاء على الأنسجة الزائدة، وقد أفادت عدد من الدراسات السريرية (الإكلينيكية) أن الصيام يُساعد على خفض الوزن. كما أن له آثار إيجابية في خفض الكولسترول الكلي والكولسترول الضار (Bock et al., 1978; Perk et al., 2001; Saleh et al., 2005; in Bialkowski et al., 2012).

وينعكس كل ما سبق على الأسواق المالية، حيث يُؤثر رمضان بشكل كبير في الأسواق المالية وبشكل خاص في الدول التي تكون فيها الغالبية العظمى من السكان هم من المسلمين، وذلك من خلال تأثيره على صحة الصائمين وعلى الحالة النفسية والمزاجية لهم، حيث يكونون أكثر ارتياحاً ويكون المسلم أكثر رضىً عن نفسه خلال هذا الشهر. ويؤدي ذلك بالمسلمين إلى اتخاذ قرارات أكثر تفاؤلاً تمتد إلى الاستثمار وذلك من خلال تأثير مزاجهم على طبيعة سلوكهم وعلى القرارات المُتخذة فيصبحون أكثر ميلاً لاتخاذ قرارات تحمل مخاطر أكبر.

حيث وجد Bialkowski وآخرون (2012) ارتفاع العوائد في شهر رمضان تسع مرات أعلى عن باقي الأشهر نتيجة التأثير الإيجابي لشهر رمضان على نفسية المستثمرين حيث ينتظر المسلمون هذا الشهر من سنة لسنة للتفرغ للعبادة والتوبة إلىٰ الله والتقرب للخالق وطلب والدعاء. ويزداد شعور المسلم بالراحة والرضا عن نفسه في هذا الشهر بسبب تقربه من ربه، وانخفاض تذبذب عوائد الأسهم في هذا الشهر نتيجة تركيز أغلب وقت الصائم للنشاطات الاجتماعية والدينية وزيادة الالتزام بالتعاليم الدينية خلال هذا الشهر والابتعاد عن المنتجات التي تحمل فوائد والابتعاد عن أي أمر يحمل الشبهات (Seyyed et al., 2005). ويختلف مدى تأثر حياة المسلم خلال هذا الشهر بالصيام حيث يضعف نشاطه خلال اليومين الأولين من شهر رمضان إلى أن يعتاد جسمه على الصيام وقد أثبت Al-Hajieh وآخرون (2011) انخفاض التداول في أول يوم من شهر رمضان بسبب قلة النشاط في بداية الشهر. ومن ثم يُلاحظ زيادة النشاط بسبب تخلص الجسم من الدهون الزائدة.

بالإضافة إلى تأثير شهر رمضان على مختلف العادات الاجتماعية حيث تجتمع العائلة بشكل يومي على الإفطار والسحور (الأمر الذي يغيب عن العائلة طيلة السنة)، ويزداد التواصل حيث يعايد المسلمون بعضهم ماقبل الشهر بيومين تهنئةً بقدوم الشهر الكريم، وكذلك الأمر في آخر أيام الشهر بمناسبة قدوم عيد الفطر وقد لوحظ ارتفاع التداول في آخر يوم من شهر رمضان ويمكن إرجاع ذلك إلى إغلاق أغلب المراكز والدوائر الحكومية خلال أيام عيد الفطر الثلاثة مما يشجع على زيادة الاستثمار في آخر يوم من شهر رمضان، بالإضافة إلى البهجة والاحتفالية بسبب قدوم عيد الفطر (Al-Hajieh et al., 2011).

3-3-3. الأسس النظرية للعلاقة بين الدين والاقتصاد.

تختلف الآراء في مدى تأثير الدين والمعتقدات الدينية على حياة الإنسان وحياته الاجتماعية وبشكل خاص مدى تأثير ذلك على قراراته الاقتصادية، ولتمكن من دراسة أثر شهر رمضان كمناسبة دينية في عوائد الأسهم كان لابُدَّ من ذكر النظريات التي تناولت الحديث عن العلاقة بين الدين والاقتصاد ومنها (Ramezani et al., 2013) :

1- الفرضية العلمانية (Secularism Hypothesis):

وفقاً لهذه الفرضية كلما كان الاقتصاد أكثر تطوراً، يكون الدين أضعف. في هذه الفرضية يعتمد الدين على الاقتصاد والعوامل الاجتماعية. وفي الواقع تُعتبر هذه الفرضية جزء من فرضية الحداثة (Modernism hypothesis) التي تدّرس الطرق التي تتبعها الدول المتطورة اقتصادياً في محاولة منها لزيادة قدرتها بالقضاء على الفقر وتطوير أسواقها.

أبدى Lewis (صاحب نظرية الازدواجية في التطور ونظرية الهجرة) شكوكه حول موضوع أن المعتقدات الدينية لها تأثير هام على السلوك الاقتصادي، فهو لا يعتبر الدين له دور أساسي في السلوك الاقتصادي، بل على العكس فهو يعتقد أن هناك علاقة معكوسة أي أن للاقتصاد تأثير على الدين. وهذا ضد المعتقدات الدينية والعلماء.

و يعتقد Lewis أن تغيرات الظروف الاقتصادية تؤثر في المعتقدات الدينية ووفقاً لهذه الفرضية فإن الطقوس الدينية المتعلقة برمضان لا تؤثر على الظروف الاقتصادية، ولكن يمكن القول أن للظروف الاقتصادية تأثير على مستويات المعتقدات الدينية وقوتها وتأدية الواجبات الدينية.

2- نظريات آدم سميث (Adam Smith Theories):

يقول Smith في كتابه ثروة الأمم (Nation Wealth) أن العلاقة بين الطوائف الدينية يُحتمل أن يكون لها ميزات اقتصادية تعود على متبعي هذه الطوائف:

أ- شهرة أو سمعة الطائفة (Goodwill): الانتماء إلى طائفة دينية معينة يمكن أن يقلل نسبة الخطورة المحيطة بالأشخاص، وبالتالي الوصول إلى توزيع أمثل للموارد. ونتيجة لزيادة التوزيع الأمثل للموارد يؤدي إلى زيادة كفاءة السوق المالي.

ب- تكوّن هذه الطوائف الدينية يؤدي إلى الامتثال بالتعاملات الأخلاقية داخل الطوائف وبالتالي زيادة الكفاءة وتقليل من نسبة عدم التاكد المحيطة بالسوق المالي.

ووفقاً لهذه النظرية: يزيد الناس خلال شهر رمضان من التعبد والذهاب إلى الجوامع وزيادة العلاقات فيما بينهم، وبالنظر إلى المسلمين كمجموعة فإنه خلال هذا الشهر يزداد التزامهم بالأخلاق والدين وبالتالي تزداد الكفاءة الاقتصادية ومنها يجب أن يؤثر ذلك إيجابياً على مؤشر السوق المالي.

3- نظرية ماكس ويبر (Max Webber Theory):

يقول Webber في كتابه أخلاق البروتستانت* وروح الرأسمالية (Protestant Ethic and Spirit of Capitalism) أن التحولات البروتستانية التي ظهرت من خلال المعتقدات الدينية تلعب دوراً هاماً في تشكيل الرأسمالي. وبالتالي في حال تغيير الموقف من الدين وتقديم تفسير جديد قد يؤدي ذلك إلى التأثير في الأداء الاقتصادي. وفي نفس السياق يحث الإسلام في رمضان على تكثيف الأعمال الصالحة والعبادات من أجل التقرب إلى الله، وفي نهاية الشهر يفرض الإسلام دفع صدقة الفطر للمحتاجين مما يؤدي إلى تقليص الفجوة بين أفراد المجتمع وزيادة الكفاءة الاقتصادية. مما يؤدي في النهاية إلى التأثير الإيجابي على المؤشر الاقتصادي.

3-3-4. الإطار النظري لأثر الطقس في عوائد الأسهم.

تُؤثر نفسية المستثمر ومزاجه في عملية اتخاذ القرار الاستثماري التي تبدأ بجمع المعلومات ومن ثم تحليلها وصولاً إلى اتخاذ القرار بناءً على هذا التحليل. و تلعب كل من الحالة المزاجية للمستثمر وعواطفه ومشاعره دوراً أساسياً في القرارات التي يتخذها (Cao & Wei, 2005). ووفقا لـ Watson إنَّ الحالة المزاجية تتأثر بالعوامل الظرفية والعوامل البيئية (Situational and Environmental factors) والعامل البيئي الوحيد الذي لديه القدرة التأثير على جميع المستثمرين بشكل عام هو الحالة المناخية (Watson, 2000; In IC et al., 2014).

وقد تناولت العديد من المجالات وبشكل خاص علم النفس دراسة مدى تأثير المتغيرات الجوية في الحالة النفسية والمزاجية للفرد، وبالتالي تأثير ذلك على تصرفاته وقراراته. ومن هذه الدراسات دراسة للباحثان Howarth و Hoffman (1984) حيث تناولت دراستهم تأثير ثماني متغيرات للطقس (عدد ساعات ضوء الشمس، الأمطار، درجة الحرارة، اتجاه الرياح، سرعة الرياح، الرطوبة، التغيير في الضغط الجوي، الضغط الجوي المطلق على عشرة متغيرات مزاجية ونفسية (التركيز، القلق، التعاون، الاكتئاب، النعاس، التردد، السيطرة، التفاؤل، العدائية، القوة) وكانت النتيجة أن لكل من الرطوبة ودرجة الحرارة وعدد ساعات ضوء الشمس الأثر الأكبر في الحالة

* البروتستانتية هي أحد مذاهب وأشكال الإيمان في الدين المسيحي. تعود أصول المذهب إلى الحركة الإصلاحية التي قامت في القرن السادس عشر هدفها إصلاح الكنيسة الكاثوليكية في اوروبا الغربية.

المزاجية للأفراد، حيث أن مستويات مرتفعة من الرطوبة تؤدي لانخفاض التركيز وزيادة الرغبة بالنوم، كما أن ارتفاع درجات الحرارة يقلل من التردد والقلق.

وامتدت هذه الدراسات ليتم دراسة أثر المزاج والحالة النفسية على القرارات الاقتصادية المُتخذة ومنها دراسة Mehra و Sah (2001) حيث أشارا إلى أن للحالة المزاجية تأثير على قرارات الاستثمارية وإن كان المستثمر لا يدرك ذلك ، وتُؤثر الحالة النفسية على تفضيلات الاستثمارية بما في ذلك درجة تقبله للخطر وسعر الخصم المناسب له.

نتيجة لما سبق ظهرت العديد من الدراسات التي حاولت الربط بين الطقس وعوائد الأسهم وذلك من خلال دراسة فيما إذا كانت الحالة المزاجية الإيجابية (السلبية) الناتجة عن حالة الطقس الجيدة (سيئة) تؤدي إلى التأثير في عوائد الأسهم نتيجة لكون المستثمر أكثر تفاؤلاً (تشاؤماً) (Hirshleifer & Shumway, 2003).

يمكن تلخيص أثر الطقس في عوائد الأسهم في النقاط التالية:

1- حالة الطقس تؤثر على المضاربة و حجم التداول في الأسواق المالية حيث أن حالة الطقس السيئة من الممكن أن تعيق عملية التداول مثل الثلوج، العاصفة وغيرها.
2- تأثير الطقس على الحالة المزاجية والتفسية للمستثمرين ومنها على قراراتهم الاستثمارية وسلوكهم، مثل زيادة التفاؤل أو التشاؤوم والكأبة.
3- تأثير الحالة البيولوجية من تغير من الصيف إلى الشتاء والعكس واختلاف ساعات النهار والليل.
4- تأثير المواسم مثل الصيف، حيث يسافر أغلب المستثمرين لقضاء عطلة نهاية العام.

تختلف المتغيرات الجوية التي تمت دراسة تأثيرها في عوائد الأسهم حيث تُعتبر هذه المتغيرات عديدة ويصعب جمعها ضمن دراسة واحدة أولاً بسبب تعددها و ثانياً حيث قد يظهر تأثير عامل ما بشكل واضح وكبير في دولة معينة بينما يكون معدوم الأثر في دولة أخرىٰ، وثالثاً قد يصعب الوصول إلى بيانات عن متغير معين في دولة ما.

ومن هذه المتغيرات الجوية (درجة الحرارة الدنيا و العليا أو وسطي درجة الحرارة، الرطوبة، سرعة الرياح، اتجاه الرياح، عدد ساعات ضوء الشمس، عدد ساعات النهار والليل، الضباب، التغيير في الضغط الجوي و الضغط الجوي المطلق، الأمطار، الثلوج، السحاب).

إذاً نجد من خلال العديد من الدراسات أنه لا يمكن تجاهل تأثير المتغيرات المناخية في عوائد الأسهم مع اختلاف درجة تأثيرها ونوع التأثير. وتهدف هذه الدراسة لمحاولة إثبات وجود هذا التأثير في سوق دمشق للأوراق المالية من عدمه. وتم انتقاء كل من وسطي درجة الحرارة والأمطار لتمثيل متغيرات الطقس المؤثرة في سوق دمشق للأوراق المالية.

حيث تم التركيز على وسطي درجة الحرارة لتأثيره الكبير على الحالة النفسية للأفراد حيث أن ارتفاع درجة الحرارة يزيد من إفراز (الأدرينالين) الذي من شأنه رفع درجة التوتر، أما البرد فيساعد على هدوء الأعصاب. فهناك ارتباط بين درجة الحرارة والحالة المزاجية لدى الإنسان حيث تظهر الانفعالات النفسية الحادة، والاضطرابات العقلية والتوتر في السلوك مع حرارة الصيف الشديدة. وأشار علماء النفس الاجتماعي ومنهم Anderson عام 1989 أن الحرارة تؤدي إلى زيادة العدائية لدى الإنسان أو تصيبه على الأقل بالشعور العدائي نحو الآخرين بالإضافة لارتفاع معدلات العنف في الأوقات ذات درجات الحرارة المرتفعة. وينعكس ارتفاع درجة الحرارة وزيادة الشعور بالعدائية لدى المستثمرين في الأسواق المالية بالرغبة بالدخول في استثمارات أكثر خطورة وتقبل مخاطر أعلى. بينما يكون لانخفاض درجة الحرارة زيادة الكآبة لدى الأفراد نتيجة البرد وقلة تعرضهم لأشعة الشمس وانخفاض ساعات النهار وزيادة الكسل مما يؤدي بهم اللجوء لاستثمارات أكثر استقرار وأقل مخاطر (الحميدي، 2011).

أما الأمطار فهي مرتبطة بذهن الأفراد بالخير والرزق واستجابة الدعاء والبركة من الله عز وجل، وغالباً عند هطول الأمطار يلجأ الإنسان لعملية التأمل ولو لفترة بسيطة للإحساس بالراحة وتخفيض التوتر (حداد، 2014). وبالتالي فإن زيادة الأمطار تزيد من الراحة النفسية والهدوء مما تبعد المستثمر عن القرارات التي تصحبها خطورة وعدم استقرار والعكس صحيح.

3-3-5. أسباب الجمع بين أثر شهر رمضان وأثر الطقس في عوائد الأسهم.

ظهرت العديد من الدراسات التي ركزت على النظريات الحديثة التي تناولت دراسة تأثير العواطف والمشاعر على أحكام الناس وقراراتهم، ومنها دراسة Loewenstein وآخرون التي أتت بالنظرية التي تفترض أن مشاعر الناس وعواطفهم تؤثر على قراراتهم في كثير من الأحيان، وخصوصاً عندما تحمل هذه القرارات خطر وعدم تأكد (Loewenstein et al., 2001). ووفقاً لهذه النظرية فإن من يقود عملية التفكير والاستنتاج هي الانفعالات العاطفية والتقييم الإدراكي (المعرفي)، ولكن في حال الاختلاف بين الاثنين، غالباً ما تسيطر العواطف على التصرفات وعلى

القرارات المُتخذة (Simon, 1967; Loewenstein et al., 2001). بينما أتى Wright و Bower (1992) بنتيجة مفادها أن الأشخاص أصحاب المزاج الجيد يميلون إلى اتخاذ قرارات أكثر تفاؤلاً، مما يعني لديها القدرة لاتخاذ قرارات تحمل مخاطر أكبر (Bialkowski et al., 2012).

ما سبق يُعتبر من أهم الأسباب التي أدت إلى الجمع بين الظاهرتين حيث يؤثر كل من شهر رمضان وتغيرات الطقس على نفسية المستثمر ومزاجه بشكل ملحوظ مما ينعكس على قراراته الاستثمارية ومن ثم في عوائد الأسهم (Bialkowski et al., 2012) و (Cao & Wei, 2005).

ومن العوامل الأخرى التي كانت وراء الجمع بين هاتين الظاهرتين هما اختلافهما عن غيرهما من الظواهر والحالات الشاذة، حيث لا يمكن ربط أي من الظاهرتين بإغلاق السوق المالي أو ربطها بحسابات مالية محددة تبرر حدوثها. وهذا على خلاف معظم الحالات الشاذة الأخرى، فعلى سبيل المثال حدوث ظاهرة نهاية الأسبوع (weekend effect) مرتبط بإغلاق السوق نهاية الأسبوع والتوقف عن التداول (Rogalski, 1984) . وكمثال آخر ظاهرة شهر يناير (January Effect) حيث ترتبط هذه الظاهر بالحسابات المالية نتيجة سعي المستثمرين لتحقيق خسارة رأسمالية في نهاية السنة الضريبية لتقلل من أرباحهم الرأسمالية وبالتالي تقليل الوعاء الضريبي ومبلغ الضريبة المدفوعة (Starks et al., 2006) .

مع التركيز على أن كل من شهر رمضان والطقس يؤثر على الحالة النفسية والمزاجية لغالبية المستثمرين خلال فترة زمنية واحدة ولا يقتصر تأثيرهم على مستثمر أو اثنين وهذا مايؤدي بالمستثمرين إلى اتخاذ قرارات متشابهة تغلب عليها تحيزات سلوكية وبالتالي من الممكن ظهور حالات شاذة في السوق المالي.

وتظهر خصوصية ظاهرة تحقق عوائد غير طبيعية في شهر رمضان نتيجة عدم ارتباط رمضان بتاريخ ميلادي معين فهو تابع للتقويم الهجري وليس للتقويم الميلادي و هذا ما يميزها عن باقي الحالات الشاذة التقويمية. ويمكننا القول بأن رمضان ذو تقويم متحرك على خلاف الحالات الشاذة التقويمية الأخرىٰ ذات التقويم الثابت (Seyyed et al., 2005). حيث أن التقويم الهجري أقصر من التقويم الميلادي بـ 11 يوم تقريباً (Bialkowski et al., 2012) .

وكذلك الأمر بالنسبة لظاهرة تغير عوائد الأسهم نتيجة تغير حالة الطقس حيث لا يمكننا تحديد حالة طقس معينة (بمختلف متغيراته) لكل تاريخ ميلادي فحالة الطقس متغيرة وليست ثابتة. فكل ما سبق استدعى الجمع بين هاتين الظاهرتين دون سواهما.

الفصل الرابع

الدراسة التطبيقية لأثر شهر رمضان والطقس في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية

مقدمة:

تم افتتاح سوق دمشق للأوراق المالية في 10 آذار 2009 استكمالاً للجهود المبذولة في تطوير وتحديث البنية المالية في سورية ونتيجة للمرسوم التشريعي رقم /55/ لعام 2006 الذي نص على إحداث سوق لتداول الأوراق المالية في الجمهورية العربية السورية. ويُقصد بالسوق المالية السوق التي يتم فيها تداول (بيع وشراء) الأصول المالية كالأسهم والسندات وغيرها.

وقد خضعت معظم الأسواق المالية للعديد من الدراسات التي تناولت مختلف المواضيع والنظريات، ولكن قلّت جداً الدراسات التي طبقت في سوق دمشق للأوراق المالية. ومن هنا أتت هذه الدراسة ليتم تطبيقها في سوق دمشق للأوراق المالية عن سواها من الأسواق المالية. ليتم تأكيد وجود أثر شهر رمضان والطقس في سوق دمشق للأوراق المالية من عدمه، مما يؤثر إيجابياً على قرارات المستثمرين في السوق المالي نتيجة لاستغلالهم وجود الربح غير العادي في حال تم إثبات هذه النتيجة.

يهدف المبحث الأول من الفصل الرابع بشكل رئيسي إلى التعريف بسوق دمشق للأوراق المالية . حيث تناول الحديث عن المرسوم الذي أدىٰ لإحداث سوق دمشق للأوراق المالية ومن ثم التطرق إلى هيكل السوق المالي في سورية وأشكال الأوراق المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، ثم التعريف بمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية وطريقة حسابه. وبعد ذلك عرض أوقات العمل في سوق دمشق للأوراق المالية.

بينما تناول المبحث الثاني عرض لمنهجية الدراسة الإحصائية، وركز المبحث الثالث على استعراض النتائج الإحصائية لاختبار أثر شهر رمضان وأثر الطقس في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

المبحث الأول: سوق دمشق للأوراق المالية

4-1-1. لمحة عامة حول تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية:

خضعت معظم الأسواق المالية لدراسات عديدة تناولت مختلف الجوانب وطُبّقت عليها العديد من الدراسات لاختبار صحة فرضيات أو نظريات، للاستفادة من نتائج هذه الدراسات في القرارات الاستثمارية وبشكل خاص الأسواق المالية العالمية. ولكن ندرت جداً الدراسات التي اختبرت أثر شهر رمضان والطقس معاً في عوائد الأسهم وخاصةً في سوق دمشق للأوراق المالية. حيث أنَّ قلة الدراسات التي اختبرت أثر العوامل السلوكية في سوق دمشق للأوراق المالية، أدى إلى اختيار سوق دمشق للأوراق المالية لتطبيق هذه الدراسة فيه.

صدر المرسوم التشريعي رقم /55/ لعام 2006 استكمالاً للجهود المبذولة في تطوير وتحديث البنية المالية في سورية، والذي نص على إحداث سوق لتداول الأوراق المالية في الجمهورية العربية السورية، وتُسمى (سوق دمشق للأوراق المالية). على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي والإداري، ولها بهذه الصفة تملّك الأموال المنقولة وغير المنقولة والتصرف بها، والقيام بجميع التصرفات القانونية لتحقيق أهدافها. وهي ترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، وبحيث يكون المقر الرئيسي للسوق مدينة دمشق، كما نص قانون السوق على أنه يجوز بقرار من مجلس الوزراء تحويل السوق إلى شركة مساهمة، مملوكة من قبل أعضاء السوق عند توفُّر المناخ الملائم لذلك، مع بقائها خاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية (المرسوم التشريعي، رقم 55).

وتم الافتتاح الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية في 10 آذار 2009 ، بهدف دعم الاقتصاد الوطني من خلال إتاحة الفُرص لتعبئة المدخرات المحلية وجذب الاستثمارات وتحفيز السوق الأولية التي يتم فيها إنشاء شركات مساهمة جديدة وزيادة رؤوس أموالها لدفع عملية التنمية الاقتصادية ورفع مستوى المعيشة لكافة فئات المجتمع.

وتعمل سوق دمشق للأوراق المالية على توفير المناخ المناسب لتسهيل استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والعادل للأوراق المالية.

4-1-2. هيكل السوق المالي في سورية:

تتكون السوق المالية في سورية من ثلاث جهات رئيسية هي (موصلي و سليمان، 2012-2013، ص 26-28):

1- هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية:

هي هيئة ناظمة لعمل الأسواق المالية ترتبط برئيس مجلس الوزراء و تتمتع بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي و الإداري، و تسعىٰ إلى تنظيم وتطوير الأسواق المالية والأنشطة والفعاليات الملحقة بها بما يضمن تحقيق العدالة و الكفاءة والشفافية، وتُساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية، وحماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب. وكذلك تهدف إلى تشجيع النشاط الادخاري و الاستثماري بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.
وتكون الهيئة هي الجهة المسؤولة عن إصدار التعليمات، والقيام بكافة الوظائف الكفيلة بتحقيق أهدافها و لها في سبيل ذلك تنظيم الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية ومراقبته وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة الأسواق المالية وكذلك أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها من الشركات المصدرة للأوراق المالية وشركات الخدمات والاستشارات والوساطة المالية المرخص لها و مصارف وشركات الاستثمار، وصناديق الاستثمار المشترك المرخص لها، وشركات ومكاتب المحاسبة و التدقيق المعتمدة (القانون رقم 22 لعام 2005 الخاص بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية).

2- سوق دمشق للأوراق المالية:

وهي مؤسسة ذات استقلال مالي وإداري تتمتع بالشخصية الاعتبارية، وهي السوق الثانوية التي يتم فيها تداول أوراق مالية تم إصدارها سابقا في السوق الأولي. وتهدف سوق دمشق للأوراق المالية إلى توفير المناخ المناسب لتسهيل عملية استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم و العادل للأوراق المالية.

تتمثل مهام سوق دمشق للأوراق المالية في وضع إجراءات وأساليب عمل كفيلة بضمان تداول كفؤ و شفاف ووضع معايير مهنية لشركات الخدمات والوساطة المالية والتحقق من قوة المراكز المالية لشركات الخدمات و الوساطة المالية ومتانتها وكذلك توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة

ذات كفاءة من أجل نقل ملكية الأوراق المالية، وبالتالي إمكانية شراء الأوراق المالية وبيعها بسرعة كبيرة (المرسوم التشريعي رقم 55 لعام 2006 لقانون سوق الأوراق المالية).

وتقسم سوق دمشق للأوراق المالية حالياً إلى:

3- سوق نظامي : وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة يحددها المجلس.
4- سوق موازي: وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذه السوق تعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة وذلك إلى حين توفر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية. ويقسم إلى سوقين: موازٍ أ و موازٍ ب، و يتم فيهما تداول أسهم شركات تحكمها شروط تتماشى مع طبيعة كل من هذين السوقين.

3- مركز المقاصة و الحفظ المركزي:

ويتبع هذا المركز لسوق دمشق للأوراق المالية، و يهدف إلى إيداع الأوراق المالية وتسجيلها، ونقل ملكيتها، من خلال التبادل الحاصل أثناء جلسات التداول في السوق (المرسوم التشريعي رقم 55 لعام 2006 لقانون سوق الأوراق المالية).

4-1-3. الأوراق المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

وتشمل الأوراق المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية التالي (المرسوم التشريعي رقم 55 لعام 2006 لقانون سوق الأوراق المالية):

1- أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول.
2- سندات الدين القابلة للتداول والتي تصدرها الشركات المساهمة السورية.
3- أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.
4- الوحدات الاستثمارية السورية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.
5- أي أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

وحاليا يتم تداول أسهم الشركات المساهمة السورية مقسمة الى القطاعات التالية (قطاع البنوك - قطاع التأمين - القطاع الصناعي - القطاع الزراعي - قطاع الخدمات) ويضم السوق المالي حالياً 24 شركة يتوزع العدد الأكبر ضمن قطاع البنوك حيث يشمل 14 بنكاً، ومن ثم يأتي قطاع التأمين ويشمل 6 شركات تأمين، شركتين من قطاع الخدمات، شركة لكل من قطاع الصناعي والزراعي. موزعة بين 14 شركة في السوق النظامي ، و7 شركات في السوق الموازية أ، و3 شركات في السوق الموازية ب. كما يبلغ عدد شركات الوساطة المالية حالياً 7 شركات بعد أن وصل إلى 12 شركة (سوق دمشق للأوراق المالية، 2015).

4-1-4. مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

وُضع مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية في التطبيق اعتباراً من جلسة تداول 4/ 2010/1. وما

$$\text{المؤشر المثقل بالقيمة السوقية للشركات} = \sum \frac{(\text{متوسط سعر السهم}) \times (\text{عدد الأسهم للشركة})}{(\text{سعر الأساس للسهم}) \times (\text{عدد الأسهم للشركة})} \times \text{المعامل}$$

يميز هذا المؤشر أنه يعتمد أسلوب التثقيل بالقيمة السوقية للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، وتتكون عينة المؤشر من جميع الشركات المدرجة في السوق الموازي والنظامي. ويُحسب المؤشر المرجح بالقيمة السوقية من خلال المعادلة التالية:

$$\text{المعامل الجديد} = \frac{\text{المؤشر قبل التعديل}}{\text{المؤشر بعد التعديل}} \times \text{المعامل}$$

5-1-4. أيام وأوقات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية.

أ- أيام التداول في سوق دمشق للأوراق المالية:

يتم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية حالياً في أربع جلسات أسبوعياً: الاثنين، الثلاثاء، الأربعاء، الخميس. وبدأ العمل بذلك منذ بداية عام 2015.

حيث أجري العديد من التعديلات على أيام التداول منذ افتتاح السوق إلى الآن، بدأ التداول في السوق لدى افتتاحها في يومين فقط خلال الأسبوع، ومنذ 28-9-2009 أصبح عدد الجلسات ثلاث جلسات في كل أسبوع.

وفي شهر نيسان 2010 زادت عدد الجلسات إلى أربع جلسات في الأسبوع، وفي بداية شهر شباط 2010 أصبحت خمس جلسات أسبوعياً بدلاً عن أربع جلسات.

ونتيجة الأوضاع الراهنة في سوريا خفضت عدد الجلسات في منتصف شهر آب 2011 إلى ثلاث جلسات فقط (الاثنين، الثلاثاء، الأربعاء).

ب- أوقات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية:

ساعات التداول محددة بساعتين ونصف في كل جلسة تداول وهي موزعة كالتالي:

فترة ما قبل الافتتاح: يمكن في هذه الجلسة إدخال الأوامر فقط من دون إمكانية تنفيذ أي صفقة من الساعة 10:30 صباحاً إلى الساعة 11:00 صباحاً.

فترة التداول المستمر: وهي الجلسة التي يتم فيها تنفيذ الصفقات بتقابل أوامر الشراء مع أوامر البيع المدخلة بشكل مستمر من الساعة 11:00 صباحاً وتستمر جلسة التداول إلى 13:00 ظهراً وفي هذه الأثناء يتم الأغلاق.

يتم إجراء الصفقات الضخمة من 1:00 ظهراً إلى 1:15 ظهراً.

ويتم تحديد العطل الرسمية التي يغلق بها السوق، ومنها عطلة عيد الفطر (والتي تتعلق بدراستنا) لمدة ثلاثة أيام ابتداء من أول يوم للعيد.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية.

تمهيد:

يشمل هذا المبحث على عرض لسلسلة العوائد الخاضعة للدراسة والمنهجية التي سيتم من خلالها دراسة أثر شهر رمضان والطقس في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، مع استعراض النماذج المعتمدة لإجراء الاختبار عليها.

4-2-1. تشكيل عينة الدراسة:

مجتمع الدراسة عبارة عن مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية (DWX). وتم أخذ عينة أساسية شاملة لبيانات يومية لأسعار الإغلاق من بداية إنشاء المؤشر 4- كانون الثاني -2010 إلى 31 - آب - 2015، و شملت العينة على 970 مشاهدة مأخوذة من الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية (www.dse.sy).

ونظراً للأزمة الراهنة التي تعيشها سوريا والتي بدأت في منتصف آذار 2011 كان من الأفضل التأكد من متانة النتائج التي تم التوصل إليها. ولذلك تم أخذ عينتين فرعيتين عن العينة الأساسية:

- العينة الفرعية الأولىٰ هي من بداية نشأة المؤشر 4-1-2010 إلى بداية ظهور الأزمة السورية الراهنة 14-3-2011، وتشمل 215 مشاهدة.
- العينة الفرعية الثاني تمتد من بداية الأزمة السورية الراهنة 15-3-2011 إلى نهاية فترة الدراسة 31-8-2015، وتشمل 754 مشاهدة.

الهدف من هذا التقسيم التأكد من متانة النتائج التي تم التوصل إليها من خلال دراسة سلسلة العوائد اليومية للفترة الكاملة، ونفي تأثير الأزمة السورية الراهنة على النتائج.

من أهم الصعوبات في طبيعة السلاسل المدروسة هو ضعف التداول في سوق دمشق للأوراق المالية. فكما هو معروف مازالت تعتبر سوق دمشق للأوراق المالية حديثة الإنشاء. ويُعتبر التداول في أول سنتين ضعيف وبشكل كبير. ومما زاد الوضع سوءاً هو الأحداث الراهنة التي أضعفت أيضاً التداول خلال السنوات الأربعة الأخيرة من الفترة الخاضعة للدراسة، وهذا ما أدى للجوء إلى بيانات يومية بهدف زيادة العينة الخاضعة للدراسة.

للحصول على عوائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية يتم إجراء تحويل لوغاريتمي على المؤشر بالطريقة التالية:

$$R= 100*Log (P_t /P_{(t-1)})$$

المقصود بـ R عوائد المؤشر، P_t هي قيمة المؤشر (سعر الإغلاق) قبل أخذ اللوغارتيم له، و$P_{(t-1)}$ قيمة المؤشر (سعر الإغلاق) ليوم سابق.

تم إجراء التحويل اللوغاريتيمي على المؤشر وذلك لأن اللوغاريتم يساعد بالتقليل من تشتت السلسلة ويجعل التوزيع أكثر قرباً من التوزيع الطبيعي، أما الضرب في القيمة 100 فهي لا تؤثر على توزيع السلسلة الزمنية أو على خصائصها الإحصائية، وإنما فقط يجعل المقارنة بين القيم أسهل.

4-2-2. التحليل الإحصائي:

في المرحلة الأولى من الاختبار الإحصائي يتم دراسة الخصائص الإحصائية للسلسلة الزمنية المأخوذة وذلك من خلال عرض الرسم البياني الخاص بها وأهم البيانات الاحصائية لسلسلة العوائد اليومية ومن ثم دراسة التوزيع الطبيعي والارتباط الذاتي والاستقرار بهدف معرفة فيما إن كان سوق دمشق للأوراق المالية كفوء على مستوى الضعيف، وهل تتبع السلسلة السير العشوائي، وفيما إن كانت تحقق السلسة شروط العلاقة الخطية من (اتباعها للتوزيع الطبيعي، عدم وجود ارتباط ذاتي، الاستقرار). ومن ثم دراسة وجود أثر ارش للبواقي (لاختبار مدى تجانس وارتباط البواقي). والهدف الأساسي من إجراء الاختبارات السابقة هي محاولة التوصل لأفضل اختبار لإجراء الدراسة عليه إن كانت طريقة المربعات الصغرى الخطية أو البحث عن بيئة أكثر مثالية من خلال الدخول إلى بيئة ARMA و ARCH وهي المرحلة الثانية من الاختبار الإحصائي. ومن ثم يتم دراسة أثر شهر رمضان وأثر الطقس في عوائد الأسهم في المبحث الثالث.

4-2-2-1. الرسم البياني:

يشمل على عرض الرسم البياني لسلسسة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية ومن ثم سلسلة العوائد مع ذكر البيانات احصائية الخاصة بكل سلسلة.

4-2-2-2. اختبار التوزيع الطبيعي (Normality Test):

يتم التعرف على المعلومات الإحصائية الخاصة بسلسلة العوائد مع التركيز على معامل الالتواء (Skewness) ومعامل التفلطح (Kurtosis) واختبار جاك بيرا (Jarque-Bera) وذلك لقياس مدى اختلاف توزيع سلسلة عوائد سوق دمشق للأوراق المالية عن التوزيع الطبيعي، وإن كانت تتبع التوزيع الطبيعي أم لا.

حيث يقيس معامل الالتواء توزيع السلسلة حول وسطها الحسابي، حيث أن التواء التوزيع الطبيعي هو الصفر. والالتواء الموجب الأكبر من الصفر يكون مائل نحو اليمين والعكس الصحيح. وتنص فرضية العدم لمعامل الالتواء على أن السلسلة الزمنية متناظرة، وفي حال تم نفيها يدل على عدم تناظر السلسلة الزمنية.

معامل التفلطح ويقيس ذروة تقعر أو تفلطح توزع سلسلة العوائد، حيث أن معامل تفلطح التوزيع الطبيعي يساوي 3. إذا كان المعامل يزيد عن 3 فإن التوزيع بارز وله ذروة مقارنة بالتوزيع الطبيعي، أما إذا كان أقل من 3 فإن التوزيع مسطح بالنسبة للتوزيع الطبيعي. وتنص فرضية العدم لمعامل التفلطح أن التسطح للسلسة الزمنية طبيعي.

اختبار جاك بيرا يختبر فيما إذا كانت السلسلة تخضع للتوزيع الطبيعي أم لا. فإذا كانت احتمالية هذا الاختبار أكبر من 0.05 فتكون السلسلة تخضع للتوزيع الطبيعي، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على أنه لا يوجد فرق جوهري بين توزيع البيانات المختبرة والتوزيع الطبيعي.

4-2-2-3. اختبار الارتباط الذاتي (Auto-Correlation Test):

يُستخدم اختبار الارتباط الذاتي لتحديد العلاقة بين عوائد الأسهم في الفترة الحالية وقيمتها في الفترة السابقة. ويهدف هذا الاختبار إلى تحديد مدى استقلالية عوائد الأسهم عن بعضها البعض من خلال اختبار مدى اختلاف معامل الارتباط الذاتي إحصائياً عن الصفر. حيث إذا كانت عوائد الأسهم مرتبطة ذاتياً إي أن معامل الارتباط يختلف عن الصفر فإنه يتم رفض فرضية العدم التي تنص على أن السلسلة الزمنية غير مرتبطة ذاتياً، وبالتالي رفض فرضية المستوى الضعيف من الكفاءة.

ولاختبار هذه الفرضية تم أخذ 32 فترة إبطاء (32 lags) بحيث تتناسب مع عدد المشاهدات، وذلك لإيجاد العلاقة بين البيانات في فترات مختلفة أي بين الفترة الحالية والفترة السابقة. وبالنظر إلى

احتمالية معامل الارتباط الذاتي إن كان أصغر من 0.05 بالتالي يوجد ارتباط ذاتي ويتم رفض الفرضية الصفرية أي أن قيم اليوم تتأثر بقيمة الأيام السابقة وبالتالي لاتتبع السلسلة السير العشوائي.

4-2-2-4. اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test):

يهدف اختبار جذر الوحدة لتحديد الخصائص غير الساكنة (عدم الاستقرار) لمتغيرات السلسلة الزمنية. وله ثلاثة اختبارات فرعية (ديكي فولر DF، ديكي فولر المطور ADF، فيلبس بيرسون PP)، وتم الاعتماد على اختبار ADF لأنه يُعتبر تطوير لاختبار DF والأكثر انتشاراً واستخداماً.

يُعتبر اختبار ADF من أهم الاختبارات المستخدمة لقياس استقرار السلاسل الزمنية من خلال اختبار فرضية جذر الوحدة، فإذا كان لإحدى السلاسل الزمنية جذر وحدة، فهذا يعني أن السلسلة غير مستقرة. يحتوي اختبار ADF على ثلاثة نماذج وهي: نموذج بدون وجود ثابت وبدون اتجاه عام، نموذج بوجود ثابت وبدون اتجاه عام، نموذج بوجود ثابت واتجاه عام:

نموذج بدون وجود ثابت وبدون اتجاه عام: $R_t = \alpha R_{t-1} + \varepsilon_t$

نموذج بوجود ثابت وبدون اتجاه عام: $R_t = u + \alpha R_{t-1} + \varepsilon_t$

نموذج بوجود ثابت واتجاه عام: $R_t = u+\beta_{(t-T)} +\alpha R_{t-1} + \varepsilon_t$

حيث أن :

Rt-1, Rt: العوائد في اليوم t وفي اليوم السابق t-1.

u: ثابت معادلة الانحدار الذاتي.

α : معامل معادلة الانحدار الذاتي.

T: العدد الكلي للملاحظات.

εt: الخطأ العشوائي.

ويعتمد اختبار ADF على إحصائية t لمعامل معادلة الانحدار الذاتي من أجل اختبار الفرضية التالية:

الفرضية الصفرية: (سلسلة العوائد غير ساكنة وتحتوي على جذر الوحدة) $H0: \alpha=0$

الفرضية البديلة: (سلسلة العوائد ساكنة ومستقرة ولا تحتوي على جذر الوحدة) $H1: \alpha<0$

في حال تم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة فإن سلسلة العوائد تكون ساكنة (stationary)، مما يدل على أن السلسلة الزمنية لا تتبع السير العشوائي أي أن السوق غير كفوء على المستوى الضعيف.

4-2-2-5. اختبار تجانس تباين الخطأ للبواقي (اختبار أثر ارش ARCH Test):

إن معظم النماذج التقليدية ترتكز على فكرة أساسية تتمثل في أن متوسط الأخطاء معدوم، وأن تباينها ثابت مع تغير الزمن، وأنها مستقلة عن بعضها البعض. ولكن هذا لا ينطبق دوماً على السلاسل الزمنية، لذلك أتى اختبار أثر ARCH لاختبار عشوائية أخطاء السلسلة الزمنية أي دراسة فيما إن كانت الأخطاء تتبع توزيع طبيعي متماثل مستقل. ويرتكز على اختبار Ficher حيث يتم قبول النموذج المدروس في حال كانت قيمة احتمالية معامل Ficher أكبر من 0.05، وفي حال تم رفض فرضية العدم لاختبار أثر ARCH (التي تنص على عدم وجود أثر ARCH وبالتالي القيم الحالية غير مرتبطة بالماضي) فيدل على وجود أثر ARCH ووجود مشكلة الارتباط الذاتي. وبالتالي يجب البحث عن نموذج أكثر ملائمة لتطبيق الدراسة عليه، حيث يعتبر هذا اختبار صلاحية ملائمة النموذج.

4-2-3. نماذج الدراسة:

في حال اختلال شرط من شروط العلاقة الخطية (اتباع توزيع الطبيعي، عدم وجود ارتباط ذاتي، استقرار السلسلة) يستدعي ذلك للبحث عن بيئة أكثر ملاءمة لدراسة علاقة المتغيرات بعيداً عن طريقة المربعات الصغرى الخطية. وذلك من خلال البحث عن نموذج يدرس السلاسل الزمنية غير الخطية. وتم اعتماد النماذج التالية بحثاً عن أفضل بيئة:

1-3-2-4. نموذج الانحدار الذاتي للمتوسط المتحرك (Autoregression-moving average model) (ARMA):

اكتشفه Whittle عام 1951، ويُستخدم في التحليل الإحصائي للسلاسل الزمنية. ويُعتبر أداة لتوضيح فهم أكثر للبيانات ومن جهة آخرى أداة للتنبؤ بالقيم المستقبلية للسلسلة الزمنية. ويُعتبر ARMA نموذج مركب يحتوي على خصائص نموذج الانحدار الذاتي ونموذج المتوسط المتحرك، لذلك يتصف برتبتين واحدة للانحدار الذاتي (p) والأخرىٰ للمتوسط المتحرك (q) ويرمز له ARMA(p,q) . وتُعبّر p على مدى تأثرقيمة اليوم بالماضي، وتُعبّر q عن مدى قابلية التنبؤ بقيمة المؤشر بالمستقبل من قيمته الحالية. يستخدم نموذج ARMA عندما لا تتبع السلاسل العلاقة الخطية، فقد تغلب على مشكلة عدم تجانس البيانات ولم يشترط أن يكون توزع السلسلة الزمنية يتبع التوزيع الطبيعي. ومعادلة ARMA:

$$X_t = c + \sum_{i=1}^{p} \varphi_i X_{t-i} + \epsilon_i$$

حيث C هي الثابت، $\varphi_1, \ldots\ldots, \varphi_p$ هي المتغيرات، ϵ_i هي الخطأ العشوائي.

لاختيار أفضل نموذج في عائلة ARMA والذي يُلائم السلسلة الزمنية الخاضعة للدراسة يتم تحديد رتبة النموذج الملائم وهي رتبة الانحدار الذاتي (p) ورتبة المتوسط المتحرك (q) بالتجريب، وسيتم الاعتماد على معيار (Akaike Information Criteria) والذي اقترحه العالم Akaike عام 1974، كمقياس لاختيار النموذج المناسب حيث يتم اختيار النموذج الذي له أقل قيم لـِ (AIC). ويتم حساب (AIC) كالآتي (محمود، 2013):

$$AIC = n \ln (\sigma^2) + 2m$$

حيث أن:

σ^2: تمثل تباين النموذج

m: تمثل عدد المعالم المقدرة

n: تمثل عدد المشاهدات

بعد اختيار أفضل نموذج في عائلة ARMA، يتم إجراء اختبار أثر ARCH لاختبار مدى سلامة النموذج لاجراء الدراسة عليه.

2-3-2-4. نموذج الانحدار الذاتي للتباينات الشرطية غير الثابتة (Autoregressive Conditionally Heteroscedastic (ARCH) model):

تفترض غالبية نماذج الاقتصاد القياسي المألوفة أن تباين حد الخطأ ثابت، في حين يظهر في العديد من السلاسل الزمنية الاقتصادية فترات من التقلب الكبير غير العادي والذي يكون متبوعاً بفترات من الهدوء النسبي. في مثل هذه الأحوال يكون فرض ثابت التباين (Homoscedasticity) غير مناسباً ويلزم التنبؤ بالتباين الشرطي للسلسلة. ولهذا ظهرت نماذج الانحدار الذاتي للتباينات الشرطية غير الثابتة (ARCH)، فهذه النماذج يمكنها توصيف بعض التقلبات في التباين الشرطي، وأيضاً تستخدم عند التعامل مع المشاهدات الخاصة بالمتغيرات ذات المتوسط الذي يعتمد على الزمن. وقد أشار Engle عام 1982 إلى أهمية استعمال مفهوم التباين الشرطي بدلاً من التباين غير الشرطي في تحسين القيم التنبؤية، وهو الأساس الذي بنيت عليه نماذج ARCH، وهي نماذج ارتباط ذاتي مشروطة بعدم تجانس تباينات الاخطاء. وكان الغاية منها سد النقص الذي تعاني منه نماذج ARMA، خاصة في السلاسل المالية التي تتميز بسرعة التقلبات المرتبطة بالزمن (هتهات، 2006).

اقترح النموذج Engle عام 1982 للحصول على الارتباط الذاتي التسلسلي للتقلبات في متغير تابع، حيث أن التقلبات المختلفة أو المتباينة زمنياً تكون ممثلة كتوزيع مربع الأخطاء بفترة إبطاء فى الماضي. ويُستخدم لكي يوصف تقلبات السلاسل الزمنية فى مجال المال (أبو الذهب، 2009).

فقد تغلب نموذج ARCH(q) على مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي وتعبر q عن رتبة المتوسط المتحرك لمربع الخطأ المبطأ.

نموذج ARCH مبني على أساس تمثيل الانحدار الذاتي للتباين الشرطي. ويُعبّر عن التباين كالتالي:

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{q} \alpha_i \epsilon_{t-i}^2$$

حيث أن $\alpha_0 \geq 0, \quad \alpha_i \geq 0$ ، ويُعبّر ϵ_{t-i}^2 عن مربع البواقي من معادلة الوسط.

ويتم الاعتماد على أفضل النموذج كما سبق ذكره سابقاً عن طريق المعيار (AIC) بناء على القيمة الأصغر.

4-2-3-3. نموذج الانحدار الذاتي العام للتباين الشرطي غير الثابت

: (Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity model)

(GARCH) (Hentschel, 1995)**:**

اكتشفه Bollerslev عام 1986 ويعتبر النموذج GARCH(p,q) أكثر تعقيداً في بيئة GARCH حيث يتم إدخال التباين المُبطَّأ المكون (GARCH) لفترات متعددة، وإدخال مكون (ARCH) لفترات متعددة. يتكون هذا النموذج عندما تكون p و/ أو q أكبر من الواحد. حيث نصل إلى نموذج يجمع بين الانحدار الذاتي للتباين المبطأ من الرتبة p والوسط المتحرك لمربع الخطأ المبطأ من الرتبة q. حيث يعتبر النموذج أعم ويتناسب مع تغير التباين مع الزمن.

وتكون معادلة التباين على الشكل التالي:

$$\sigma_t^2 = \omega + \sum_{j=1}^{q} \beta_j \, \sigma_{t-j}^2 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_i \, \epsilon_{t-i}^2$$

حيث أن ω هو الثابت، و σ_{t-j}^2 هي قيمة التباين التي تم توقعها في اليوم السابق مكون من GARCH، و يُعبّر ϵ_{t-i}^2 عن مربع البواقي من معادلة الوسط المكون من ARCH،

ويمكن إدراج متغيرات مفسرة Z في معادلة التباين:

$$\sigma_t^2 = \omega + \sum_{j=1}^{q} \beta_{\mathrm{j}} \, \sigma_{t-j}^2 + \sum_{j=1}^{q} \alpha_{\mathrm{i}} \, \epsilon_{t-i}^2 + Z_{\mathrm{t}}{}'\pi$$

ويُعتبر النموذج GARCH(1,1) الشكل المبسط لنموذج الانحدار الذاتي الشرطي غير ثابت التباين حيث يدل الرقم 1 الذي يأتي في التريب الأول داخل القوس إلى الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى للتباين المُبطَّأ σ_{t-1}^2 مكون GARCH، أما الرقم 1 التالي فيشير إلى الوسط المتحرك من الرتبة الأولى لمربع الخطأ المُبطَّأ ϵ_{t-1}^2 أو مكون ARCH. وبالتالي فإن نموذج ARCH يعتبر حالة خاصة من نموذج GARCH وهو GARCH(0,1) حيث لا يوجد مكون انحدار ذاتي من الدرجة الأولى للتباين المُبطَّأ σ_{t-1}^2 مكون GARCH. ويتم أيضاً اختيار النموذج الأفضل بناء على المعيار (AIC) اعتماداً على القيمة الأصغر.

المبحث الثالث: النتائج الإحصائية

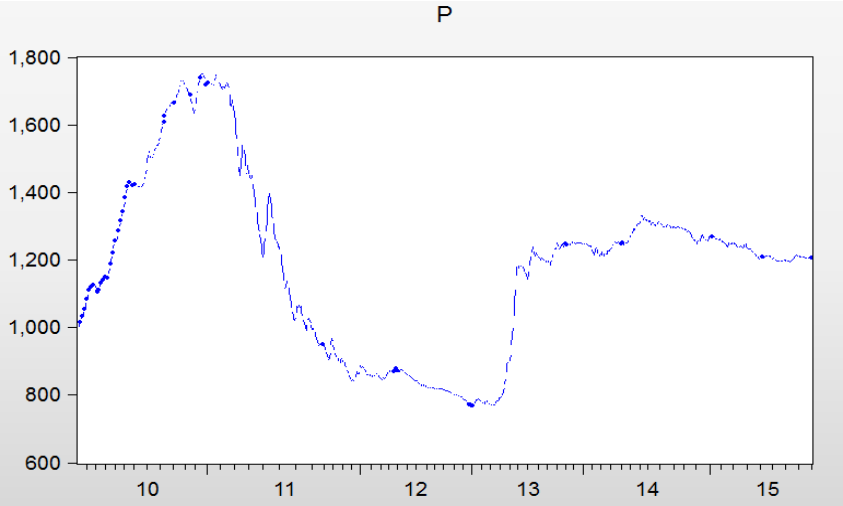
4-3-1. التحليل الإحصائي وبناء أفضل النماذج.

يشمل التحليل الإحصائي في المرحلة الأولى على دراسة خواص سلسلة العوائد اليومية لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية للفترة كاملة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015. وذلك من خلال عرض الرسم البياني لسلسلة المؤشر وسلسلة العوائد ودراسة شروط العلاقة الخطية لسلسلة العوائد وتشمل على دراسة (خصائص التوزيع الطبيعي، الارتباط الذاتي، الاستقرار) بهدف معرفة مدى تحقق شروط العلاقة الخطية ودراسة فيما إن كانت سوق دمشق للأوراق المالية كفوءة على مستوى الضعيف أم لا ومن ثم إجراء اختبار أثر ARCH. بينما تشمل المرحلة الثانية على اختيار أفضل بيئة لتطبيق الدراسة عليها من خلال نماذج ARMA و ARCH.

4-3-1-1. الرسم البياني:

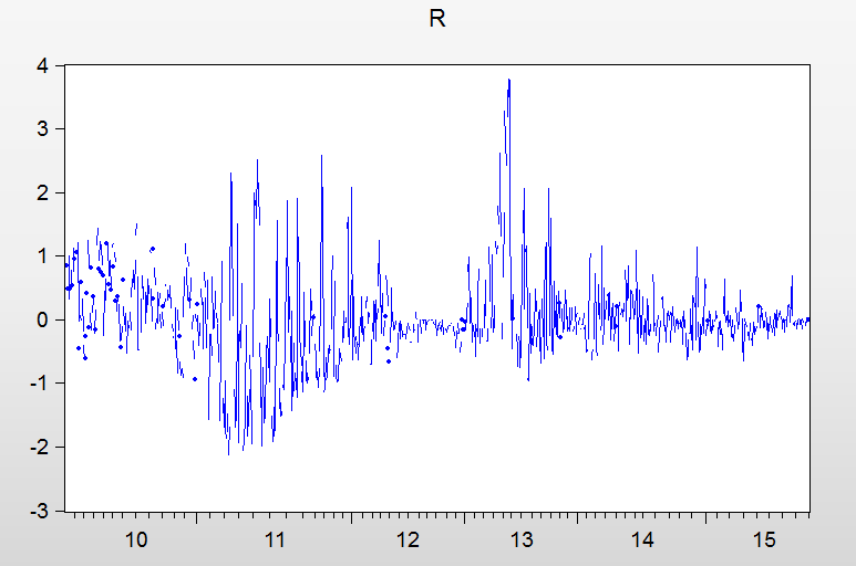
يُلاحظ من الشكل رقم (1-1) عدم استقرار سلسلة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية حيث تتراوح قيمها بين القيمتين (768.37) و (1752.5)، لذا تم كما ذكر سابقاً اللجوء إلى سلسلة العوائد عن طريق أخذ اللوغاريتم بهدف الحصول على سلسلة أكثر استقرار. حيث نجد من الشكل رقم (1-2) أنها أكثر استقراراً وتتراوح قيمها بين (3.795819) و (-2.125891).

شكل رقم (1-1): الرسم البياني لسلسلة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية
خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

شكل رقم (1-2): الرسم البياني لسلسلة عوائد سوق دمشق للأوراق المالية
خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.

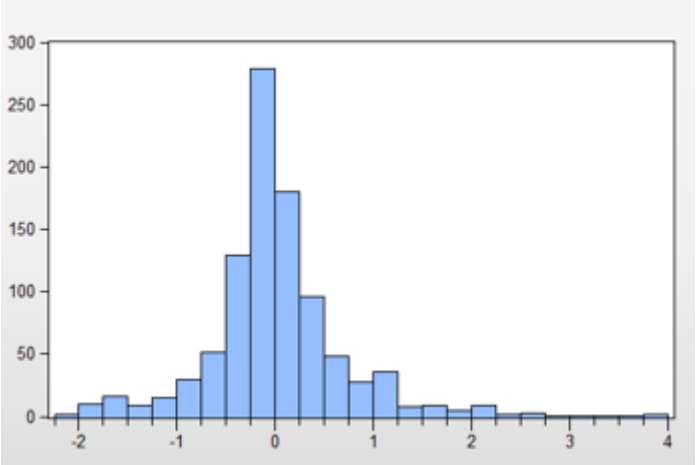


المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

4-3-1-2. اختبار التوزيع الطبيعي (Normality Test):

نجد في الشكل رقم (1-3) والجدول رقم (1-1) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي والتحليل الوصفي لسلسلة عوائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية:

الشكل رقم (1-3): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة العوائد
خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

الجدول رقم (1-1): التحليل الوصفي لسلسلة العوائد

خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.

عدد المشاهدات	970	الانحراف المعياري	0.708671
الوسط الحسابي	0.018964	معامل الإلتواء	0.921046
الوسيط	-0.045966	معامل التفلطح	7.378709
أعلى قيمة	3.795819	اختبار جاركوبيرا	912.0584
أقل قيمة	-2.125891	مستوى الدلالة	0.000000

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

- قيمة الوسط الحسابي (0.018964)، الوسيط (-0.045966)، الانحراف المعياري (0.708671).
- معامل الإلتواء (0.921046) وهو لا يساوي الصفر مما يدل على عدم تماثل توزيع سلسلة العوائد حول وسطها الحسابي ورفض فرضية العدم. وتدل قيمة الالتواء الموجبة والأكبر من الصفر على ميل توزيع سلسلة العوائد نحو اليمين أي أن الذيل الأيمن أطول مقارنة بالتوزيع الطبيعي، وبالتالي تتصف سلسلة العوائد بصفة الذيول.
- معامل التفلطح (7.378709) وهي قيمة تزيد عن قيمة معامل التفلطح للتوزيع الطبيعي والتي تساوي 3. مما يدل على أن توزيع سلسلة العوائد بارزة ولها ذروة. وبالتالي عدم قبول فرضية العدم التي تنص على أن تسطح السلسلة يتبع التوزيع الطبيعي.
- أما فيما يتعلق باختبار جاركوبيرا نجد أن الاحتمالية لمعامل جاك بيرا تساوي الصفر وهي منخفضة جداً وبالتالي رفض فرضية العدم مما يدل على أن سلسلة العوائد لا تخضع للتوزيع الطبيعي.

4-3-1-3. اختبار الارتباط الذاتي (Auto-Correlation Test):

الجدول رقم (1-2): نتائج اختبار الارتباط الذاتي لسلسلة العوائد

خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.

Prob	Q-Sat	AC	Lag
0.000	436.79	0.670	1
0.000	613.84	0.426	2
0.000	703.40	0.303	3
0.000	744.14	0.204	4
0.000	774.18	0.175	5
0.000	787.96	0.119	6
0.000	792.87	0.071	7
0.000	796.89	0.064	8
0.000	800.91	0.064	9
0.000	809.22	0.092	10
0.000	831.24	0.150	11
0.000	861.98	0.177	12
0.000	894.78	0.182	13
0.000	916.66	0.149	14
0.000	926.05	0.098	15
0.000	932.84	0.083	16
0.000	938.15	0.073	17
0.000	940.35	0.047	18
0.000	944.79	0.067	19
0.000	953.18	0.092	20
0.000	965.97	0.113	21
0.000	988.71	0.151	22
0.000	1006.50	0.134	23
0.000	1018.20	0.108	24
0.000	1033.50	0.124	25
0.000	1043.70	0.101	26
0.000	1054.00	0.102	27
0.000	1063.70	0.099	28
0.000	1068.20	0.067	29
0.000	1074.20	0.077	30
0.000	1082.10	0.089	31
0.000	1095.00	0.113	32

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

- يوضح الجدول رقم (1-2) نتائج اختبار الارتباط الذاتي حيث نجد معاملات الارتباط الذاتي تختلف عن الصفر وبالتالي يتضح وجود ارتباط ذاتي فيما بين عوائد الأسهم أي رفض فرضية العدم. وإثبات عدم كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية على مستوى الضعيف.
- وبالنظر إلى احتمالية معامل الارتباط الذاتي نجد أن جميع القيم أصغر من 0.05 مما يؤكد النتيجة السابقة بوجود ارتباط ذاتي بين عوائد الأسهم ورفض الفرضية الصفرية. ومنها عدم اتباع سلسلة العوائد للسير العشوائي.

4-1-3-4. اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test):

الجدول رقم (1-3): نتائج اختبار جذر الوحدة لسلسلة العوائد
خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.

ADF	قيمة t المحسوبة	قيمة t النظرية عند مستوى دلالة 1%	قيمة t النظرية عند مستوى دلالة 5%	قيمة t النظرية عند مستوى دلالة 10%
مع ثابت	−13.84101	−3.436878	−2.864311	−2.568298
مع ثابت واتجاه	−13.83679	−3.967546	−3.414458	−3.129363
بدون ثابت وبدون اتجاه	−13.84388	−2.567351	−1.941150	−1.616479

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

يشير الجدول السابق رقم (1-3) إلى نتائج اختبار جذر الوحدة ADF مع ثابت، مع ثابت واتجاه عام، بدون ثابت وبدون اتجاه عام. ويظهر من النتائج أن سلسلة العوائد اليومية لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية ساكنة عند كل المستويات (1%، 5 %، 10%) حيث أن قيمة t المحسوبة سلبية وأقل بكثير من قيمة t النظرية، وهذا يعني رفض الفرضية الصفرية حيث أن سلسلة العوائد ساكنة ومستقرة، مما يعني أنَّ سلسلة العوائد لا تتبع السير العشوائي وبالتالي السوق غير كفوء على المستوى الضعيف.

5-1-3-4. اختبار تجانس تباين الخطأ للبواقي (اختبار أثر ارش ARCH Test):

يتضمن الجدول رقم (1-4) نتائج اختبار أثر ARCH، ونجد أن القيمة الاحتمالية (P-Value) المقابلة لقيمة F-Statistic المحسوبة أصغر من 0.05. وعليه نرفض فرضية العدم ونستنتج وجود أثر ARCH في سلسلة البواقي عند مستوى معنوية 95%. ما يقودنا إلى أن تباين سلسلة العوائد

غير ثابت عبر الزمن، وهذا يدل على عدم إمكانية تطبيق الدراسة بطريقة المربعات الصغرى الخطية ويلزم المتابعة والدخول في نماذج ARMA و ARCH وصولاً إلى البيئة المثالية التي تناسب خواص السلسلة الزمنية الخاضعة للدراسة.

الجدول رقم (1-4): نتائج اختبار البواقي لسلسة العوائد
خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.

F-statistic	1076.212	Prob.F(1,967)	0.0000
R-squared	510.3970	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

إذاً نجد مما سبق أن سلسلة عوائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية الممتدة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015 لا تتبع التوزيع الطبيعي، والعوائد مرتبطة ذاتياً فيما بينها، وإن سلسلة العوائد مستقرة (ساكنة) مما يدل على أنه لا يُطبق عليها شروط العلاقة الخطية، حيث أنها اخلّت بشرطين من شروط العلاقة الخطية. ويمكن استنتاج عدم كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية على مستوى الضعيف وعدم اتباعها للسير العشوائي مما يزيد احتمالية وجود حالات شاذة في السوق المالي. ويدل وجود ذيل في الطرف الأيمن ووجود ذروة في توزيع سلسلة العوائد على وجوب إيجاد بيئة أفضل للاختبار وتكون أكثر ملاءمة من العلاقة الخطية، حيث أن كل من خاصية وجود الذيول والبروز يعتبر من الخواص التي تدل على وجوب الدخول في نماذج ARMA و ARCH وصولاً لأفضل بيئة.

6-1-3-4. نموذج الانحدار الذاتي للمتوسط المتحرك (Autoregression-moving average) (ARMA):

عند الدخول لنموذج ARMA بناء على أسلوب التجريب مع تغيير قيم كل من AR و MA نجد أن أفضل نموذج هو ARMA(3,2) بالاعتماد على قيمة معيار Akaike (المستخدم للمقارنة بين النماذج للحكم على جودة النموذج) وتساوي 1.539082 وهي أصغر قيمة مقارنة بباقي الخيارات المتاحة بين نماذج ARMA جدول رقم (1-5)، انظر الملحق رقم (1). ومع حذف الثابت c حيث أنهُ لا دلالة إحصائية له، فمعنوية الثابت تساوي 0.7292 وهي أكبر من 0.05 وبالتالي يكون حذفه أفضل. وتصبح قيمة معامل Akaike بعد حذف الثابت لنموذج ARMA(3,2) تساوي

1.537146. تدل القيمتان 3 و2 علىٰ أنَّ قيمة المؤشر لليوم تتأثر بقيم ثلاثة أيام سابقة، ويمكن التنبؤ بقيم يومين للمستقبل.

جدول رقم (1-5): قيم معامل Akaike لنموذج ARMA.

Akaike	q	p
2.150178	0	0
1.695069	1	0
1.623384	2	0
1.566245	3	0
1.554810	0	1
1.554748	1	1
1.551904	2	1
1.553077	3	1
1.556177	0	2
1.547322	1	2
1.548763	2	2
1.550782	3	2
1.553582	0	3
1.549249	1	3
1.539082	**2**	**3**
1.541147	3	3

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

فيما يتعلق باختبار أثر ARCH لنموذج ARMA(3,2) وجد أنها ليست البيئة المثلىٰ لبناء الدراسة عليها حيث أن قيمة الاحتمالية للبواقي أصغر من 0.05 وتساوي الصفر وبالتالي يتم رفض فرضية العدم بسبب وجود أثر ARCH ووجود مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي. مما يدل على وجوب المتابعة والدخول في نماذج ARCH وصولاً للبيئة المثالية التي تناسب خواص السلسلة الزمنية المدروسة. حيث تفترض ARMA عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي وهذا لا ينطبق على السلسلة الزمنية المدروسة الجدول رقم (1-6).

الجدول رقم (1-6): نتائج اختبار أثر ARCH لنموذج ARMA(3,2).

F-statistic	48.78439	Prob.F(1,964)	0.0000
R-squared	46.53086	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

4-3-1-7. نموذج الانحدار الذاتي للتباينات الشرطية غير الثابتة (Autoregressive Conditionally Heteroscedastic (ARCH) model):

عند اختبار الخيارات المختلفة ضمن بيئة ARCH نجد أن أفضل نموذج هو ARCH(3) بناءً على القيمة الأصغر لمعامل Akaike حيث تساوي 1.143282 الجدول رقم (1-7)، انظر الملحق رقم (2).

جدول رقم (1-7): قيم معامل Akaike لنموذج ARCH.

Akaike	q
1.285056	1
1.188768	2
1.143282	**3**

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

أما فيما يخص اختبار البواقي لهذه البيئة وجد أنها بيئة مثالية حيث تُلائم خواص السلسلة المدروسة لبناء الدراسة عليها ويمكن متابعة الدراسة واختبار تأثير المتغيرات على سلسلة العوائد. حيث أن قيمة الاحتمالية للبواقي تساوي 0.2062 وهي أكبر من 0.05 مما يدل على قبول فرضية العدم حيث لا وجود لمشكلة الارتباط الذاتي للبواقي وعدم وجود أثر ARCH الجدول رقم (1-8).

الجدول رقم (1-8): نتائج اختبار أثر ARCH لنموذج ARCH(3,3).

0.2062	Prob.F(1,964)	1.599869	F-statistic
0.2058	Prob. Chi-Square(1)	1.600532	R-squared

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

4-3-1-8. نموذج الانحدار الذاتي العام للتباين الشرطي غير الثابت (Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity (GARCH) models):

عند المقارنة بين الخيارات المختلفة ضمن بيئة GARCH وُجد أن أفضل نموذج هو GARCH(2,3) بناء على القيمة الأصغر لمعامل Akaike وتساوي 0.987818 الجدول رقم (1-9)، انظر الملحق رقم (3).

جدول رقم (1-9): قيم معامل Akaike لنموذج GARCH.

Akaike	q	p
0.988387	3	1
0.987818	**3**	**2**
0.990249	3	3

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

وعند إجراء اختبار البواقي لهذه البيئة وجد أيضاً أنها بيئة مثالية تُلائم خواص السلسلة المدروسة لبناء الدراسة عليها حيث يمكن متابعة الدراسة واختبار تأثير المتغيرات على سلسلة العوائد. حيث أن قيمة الاحتمالية للبواقي تساوي 0.6448 وهي أكبر من 0.05 الجدول رقم (1-10) مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي وعدم وجود أثر ARCH. فنجد أن كل من نموذج ARCH وGARCH تمكن على سد النقص في نموذج ARMA التي افترضت عدم وجود ارتباط ذاتي للبواقي وتتبعها للتوزيع الطبيعي.

الجدول رقم (1-10): نتائج اختبار أثر ARCH لنموذج GARCH(2,3).

F-statistic	0.212592	Prob.F(1,964)	0.6448
R-squared	0.212986	Prob. Chi-Square(1)	0.6444

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

نستنتج من النتائج الاحصائية السابقة أن سلسلة عوائد سوق دمشق للأوراق المالية الممتدة بين الفترة 4-1-2010 إلى 31-8-2015 لا تتبع التوزيع الطبيعي، ويوجد ارتباط ذاتي بين قيمها، وهي سلسلة ساكنة، إذاً فسوق دمشق للأوراق المالية سوق غير كفوءة على مستوى الضعيف وسلسلة العوائد لا تتبع السير العشوائي. وبالتالي فإن عدم كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية على مستوى الضعيف يزيد من احتمالية ظهور الحالات الشاذة وتأثر السوق بعوامل سلوكية مختلفة نتئجة عوامل خارجية. ومن هذه العوامل شهر رمضان ومتغيرات الطقس، حيث تؤثر على نفسية المستثمرين وبالتالي على السوق المالي. ومن خلال اختبار نماذج ARCH-GARCH تم التوصل إلى أن أفضل نماذج لدراسة أثر شهر رمضان والطقس في عوائد الأسهم هي نموذج ARCH(3) و GARCH(2,3).

4-3-2. نتائج اختبار أثر شهر رمضان في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

لاختبار أثر شهر رمضان في عوائد أسهم سوق دمشق للأوراق المالية على سلسلة العوائد الممتدة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015، لابد من إدخال متغير وهمي يُميز أيام شهر رمضان عن باقي أيام العام. حيث يأخذ المتغير الوهمي القيم (1و صفر)، تدل القمية (1) على أيام شهر رمضان أما القيمة (صفر) تدل على باقي أيام السنة الميلادية. و يتم اعتبارالمتغير الوهمي كمتغير مستقل ومتغير العوائد هو المتغير التابع. وقد سمي المتغير الوهمي بـِ Dummyram. وجمعت تواريخ بداية شهر رمضان ونهايته خلال الفترة المدروسة من الأخبار المعلنة في الموقع: www.masress.com التي تعلن عن بداية شهر رمضان وبداية عيد الفطر في كل عام.

4-3-2-1. البيانات الإحصائية للمتغير الوهمي المعبر عن شهر رمضان خلال الفترة 4-1-2010 إلى 31-8-2015.

يوضح الجدول رقم (2-1) التحليل الوصفي للمتغير الوهمي المعبر عن شهر رمضان (Dummyram) للفترة المدروسة حيث نجد أن قيمها أما (1) أو (صفر)، وذلك لأن كما سبق ذكره يُعتبر المتغير وهمي ويأخذ قيمتين (1 وصفر) فقط.

الجدول رقم (2-1): التحليل الوصفي للمتغير الوهمي المُعبر عن شهر رمضان خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.

عدد المشاهدات	970	الانحراف المعياري	0.285753
الوسط الحسابي	0.089598	معامل الإلتواء	2.873906
الوسيط	0.000000	معامل التفلطح	9.259336
أعلى قيمة	1.000000	جاك بيرا	2921.764
أقل قيمة	0.000000	الاحتمالية	0.000000

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

- قيمة الوسط الحسابي (0.089598)، الوسيط (صفر)، الانحراف المعياري (0.285753).
- معامل الالتواء (2.873906)، معامل التفلطح (9.259336).
- أما فيما يتعلق باختبار جاركوبيرا نجد أن الاحتمالية لمعامل جاك بيرا تساوي الصفر.
- نجد أن جميع البيانات السابقة تدل على أن سلسلة المتغير لا تتبع التوزيع الطبيعي.

4-3-2-2. إدخال المتغير الوهمي المعبر عن شهر رمضان على النموذج ARCH(3):

بعد التوصل إلى أفضل نموذج ضمن بيئة ARCH وأنها بيئة مثالية لتطبيق الدراسة عليها سيتم إدخال المتغير الوهمي (Dummyram) المُعبّر عن شهر رمضان على نموذج ARCH(3) لاختبار أثر شهر رمضان في عوائد الأسهم جدول رقم (2-2)، ونجد من الجدول لا وجود لأثر لشهر رمضان في عوائد أسهم سوق دمشق للأوراق المالية حيث أن احتمالية المتغير الوهمي أكبر من 0.05وتساوي 0.5030 وبالتالي ليس له دلالة إحصائية.

الجدول رقم (2-2): أثر المتغير الوهمي المتعلق بشهر رمضان في نموذج ARCH(3).

المتغير	coefficient	std. Error	z-Statistic	Prob
Dummyram	0.041049	0.061294	0.669704	0.5030
R-squared	0.433972	Adj R-squared	0.431027	

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

4-3-2-3. إدخال المتغير المعبر عن شهر رمضان على نموذج GARCH(2,3):

وفيما يتعلق بإدخال المتغير الوهمي (Dummyram) المُعبّر عن شهر رمضان على نموذج GARCH(2,3) وذلك بعد إثبات أنه أفضل نموذج لاختبار أثر شهر رمضان في عوائد الأسهم، نجد من الجدول رقم (2-3) لا وجود أثر لشهر رمضان أيضاً في عوائد أسهم سوق دمشق للأوراق المالية حيث أن احتمالية المتغير الوهمي أكبر من 0.05 وتساوي 0.6227 وبالتالي لا دلالة إحصائية له.

الجدول رقم (2-3): أثر المتغير الوهمي المتعلق بشهر رمضان في نموذج GARCH(2,3).

المتغير	coefficient	std. Error	z-Statistic	Prob
Dummyram	0.019989	0.040624	0.492057	0.6227
R-squared	0.440846	Adj R-squared	0.437937	

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

إذاً من خلال اختبار أثر شهر رمضان في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015 وبناءً على إدخال المتغير الوهمي (Dummyram) المعبر عن شهر رمضان في كل من نموذج ARCH(3) وGARCH(2,3)، ننفي وجود أثر

لشهر رمضان في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية. وبالتالي لا يعتبر شهر رمضان عامل خارجي ذو تأثير على نفسية المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية مما يستدعي البحث عن عوامل خارجية ذو تأثير ظاهر.

4-3-3. نتائج اختبار أثر الطقس في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

لإثبات وجود أثر لمتغيرات الطقس من عدمه في عوائد أسهم سوق دمشق للأوراق المالية يتم إدخال متغيرات الطقس على سلسلة العوائد الممتدة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015، حيث أن متغيرات الطقس الخاضعة للدراسة هي:

- وسطي درجة الحرارة: وذلك بأخذ الوسطي لأكبر درجة حرارة وأصغر درجة حرارة خلال اليوم، وتم تسمية المتغير بِـ Temperature.
- الأمطار: يُعبّر عن متغير الأمطار بالمتغير الوهمي لتميز الأيام الماطرة عن الأيام غير الماطرة، ويأخذ المتغير الوهمي القيم (1 و صفر) حيث تعبر القيمة (1) عن الأيام الماطرة والقيمة (صفر) عن الأيام المتبقية، وسمي المتغير الوهمي بِـ Rain.
- يعتبر كل من المتغيرين السابقيين متغيرين مستقلين ومتغير العائد المتغير التابع.
- جمعت البيانات الخاصة بمتغيرات الطقس من الموقع www.wunderground.com.

4-3-3-1. البيانات الإحصائية للمتغيرين وسطي درجة الحرارة و الأمطار خلال الفترة كاملة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.

أ- متغير وسطي درجة الحرارة:

يوضح الجدول رقم (3-1) البيانات الإحصائية لمتغير وسطي درجة الحرارة (Temperature) للفترة من 4-1-2010 وحتى 31-8-2015 حيث نجد أن قيمها تتراوح بين (36) و (0).

جدول رقم (3-1): التحليل الإحصائي لمتغير وسطي درجة الحرارة خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.

عدد المشاهدات	970	الانحراف المعياري	8.160198
الوسط الحسابي	18.40062	معامل الإلتواء	-0.121898
الوسيط	19.00000	معامل التفلطح	1.740058
أكبر قيمة	36.00000	جاركو بيرا	66.63044
أصغر قيمة	0.000000	الاحتمالية	0.000000

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

- قيمة الوسط الحسابي (18.40062)، الوسيط (19)، الانحراف المعياري (8.160198).
- معامل الالتواء (0.121898-)، معامل التفلطح (1.740058).
- أما فيما يتعلق باختبار جاك بيرا نجد أن الاحتمالية لمعامل جاك بيرا تساوي الصفر.
- نجد أن جميع البيانات السابقة تدل على أن سلسلة المتغير لا تتبع التوزيع الطبيعي.

ب- المتغير الوهمي المُعبّر عن الأيام الماطرة:

يوضح الجدول رقم (3-2) البيانات الإحصائية للمتغير الوهمي (Rain) المعبر عن الأيام الماطرة للفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015 حيث نجد أن قيمه تأخذ أما (1) أو (0)، وذلك لأن كما سبق ذكره يعتبر المتغير وهمي يأخذ قيمتين (1 و صفر) فقط.

جدول رقم (3-2): التحليل الوصفي للمتغير الوهمي المُعبر عن الأيام الماطرة خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.

عدد المشاهدات	970	الانحراف المعياري	0.270345
الوسط الحسابي	0.079300	معامل الإلتواء	3.113923
الوسيط	0.000000	معامل التفلطح	10.69652
أكبر قيمة	1.000000	جاركو بيرا	3965.826
أصغر قيمة	0.000000	الاحتمالية	0.000000

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

- قيمة الوسط الحسابي (0.079399)، الوسيط (صفر)، الانحراف المعياري (0.270345).
- معامل الالتواء (3.113923)، معامل التفلطح (10.69652).
- أما فيما يتعلق باختبار جاك بيرا نجد أن الاحتمالية لمعامل جاك بيرا تساوي الصفر
- نجد أن جميع البيانات السابقة تدل على أن سلسلة المتغير لاتتبع التوزيع الطبيعي.

4-3-3-2. اختبار أثر متغيرات الطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في عوائد الأسهم:

أ- نموذج ARCH(3) :

سيتم إدخال كل من متغير وسطي درجة الحرارة (Temperature) والمتغير الوهمي المُعبّر عن الأيام الماطرة (Rain) على نموذج ARCH(3) لاختبار أثر الطقس في عوائد الأسهم جدول رقم (3-3). ونجد من الجدول أنهُ لا وجود أثر للطقس في عوائد أسهم سوق دمشق للأوراق المالية حيث أن كل من احتمالية وسطي درجة الحرارة 0.8482 والأمطار 0.7915 أكبر من 0.05 وبالتالي ليس لها دلالة احصائية.

الجدول رقم (3-3): أثر متغيرات الطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في نموذج ARCH(3).

المتغير	coefficient	std. Error	z-Statistic	Prob
Temperature	0.000213	0.001111	0.191479	0.8482
Rain	-0.009549	0.036125	0.036125	0.7915
R-squared	0.437595	Adj R-squared	0.434080	

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

ب- نموذج GARCH(2,3) :

سيتم إدخال كل من متغير وسطي درجة الحرارة (Temperature) والمتغير الوهمي المُعبّر عن الأيام الماطرة (Rain) على نموذج GARCH(2,3) لاختبار أثر الطقس في عوائد الأسهم جدول رقم (3-4). ونجد من الجدول لا وجود أثر للطقس في عوائد أسهم سوق دمشق للأوراق المالية حيث أن الاحتمالية لكل من المتغيرين (0.1682 و 0.2926) أكبر من 0.05 وبالتالي ليس لها دلالة إحصائية.

الجدول رقم (3-4): أثر متغيرات الطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في نموذج GARCH(2,3).

المتغير	coefficient	std. Error	z-Statistic	Prob
Temperature	-0.001577	0.001145	-1.377928	0.1682
Rain	-0.028449	0.027032	-1.052434	0.2926
R-squared	0.437700	Adj R-squared	0.434185	

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

4-3-3-3. اختبار أثر متغير وسطي درجة الحرارة فقط في عوائد الأسهم:

أ- نموذج ARCH(3) :

من خلال إدخال متغير وسطي درجة الحرارة (Temperature) فقط على نموذج ARCH(3) نجد أن ليس تأثير في عوائد الأسهم حيث ان احتمالية المتغير 0.8608 أكبر من 0.05 أي أنهُ لا دلالة إحصائية له جدول رقم (3-5).

الجدول رقم (3-5): أثر متغير وسطي درجة الحرارة في نموذج ARCH(3).

المتغير	coefficient	std. Error	z-Statistic	Prob
Temperature	0.000194	0.001108	0.175377	0.8608
R-squared	0.437555	Adj R-squared	0.434629	

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

ب- نموذج GARCH(2,3) :

من خلال إدخال متغير وسطي درجة الحرارة (Temperature) فقط على نموذج GARCH(2,3) نجد أنهُ لا تأثير له في عوائد الأسهم حيث أنَّ احتمالية المتغير 0.2038 أكبر من 0.05 أي أنهُ لا دلالة إحصائية له جدول رقم (3-6).

الجدول رقم (3-6): أثر متغير وسطي درجة الحرارة في نموذج GARCH(2,3).

المتغير	coefficient	std. Error	z-Statistic	Prob
Temperature	-0.001483	0.001167	-1.270870	0.2038
R-squared	0.438555	Adj R-squared	0.435634	

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

4-3-3-4. اختبار أثر متغير الأمطار فقط في عوائد الأسهم:

أ- نموذج ARCH(3) :

من خلال إدخال المتغير الوهمي المُعبّر عن الأيام الماطرة (Rain) فقط على نموذج ARCH(3) نجد أن لا تأثير له في عوائد الأسهم حيث أنَّ احتمالية المتغير 0.9259 أكبر من 0.05 أي أنهُ لا دلالة إحصائية له جدول رقم (3-7).

الجدول رقم (3-7): أثر المتغير الوهمي المعبر عن الأيام الماطرة في نموذج ARCH(3).

المتغير	coefficient	std. Error	z-Statistic	Prob
Rain	0.002890	0.031056	0.093062	0.9259
R-squared	0.434469	Adj R-squared	0.431526	

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

ب- نموذج GARCH(2,3) :

من خلال إدخال المتغير الوهمي المُعبّر عن الأيام الماطرة (Rain) فقط على نموذج GARCH(2,3) نجد أنهُ لا يؤثر في عوائد الأسهم حيث أنَّ احتمالية المتغير 0.2775 أكبر من 0.05 أي أنهُ لا دلالة إحصائية له جدول رقم (3-8).

الجدول رقم (3-8): أثر المتغير الوهمي المعبر عن الأيام الماطرة في نموذج GARCH(2,3).

المتغير	coefficient	std. Error	z-Statistic	Prob
Rain	-0.0128935	0.026645	-1.085943	0.2775
R-squared	0.441346	Adj R-squared	0.438440	

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

نجد من خلال اختبار أثر وسطي درجة الحرارة والأمطارمعاً ومن ثم أثر كل متغير على حدى في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015، وذلك بناءً على إدخال متغير وسطي درجة الحرارة والمتغير الوهمي المعبر عن الأيام الماطرة في نموذج ARCH(3) وGARCH(2,3) ، أنَّ لا تأثير لكل من وسطي درجة الحرارة والأمطار في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة المدروسة.

4-3-4. نتائج اختبار أثر شهر رمضان والطقس معاً في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

1-4-3-4. اختبار أثر شهر رمضان والطقس معاً في عوائد الأسهم من خلال:

أ- نموذج ARCH(3) :

من خلال إدخال جميع المتغيرات المشمولة في الدراسة: شهر رمضان (Dummyram)، وسطي درجة الحرارة (Temperature)، الأمطار(Rain)، على نموذج ARCH(3) نجد أنهُ لا تأثير لأي منهم في عوائد الأسهم حيث ان احتمالية المتغيرات جميعها أكبر من 0.05 أي أنهُ لا دلالة إحصائية لهم جدول رقم (4-1).

الجدول رقم (4-1): أثر متغيرات (شهر رمضان والطقس) في نموذج ARCH(3).

المتغير	coefficient	std. Error	z-Statistic	Prob
Temperature	-5.43E-05	0.001126	0.048197	0.9616
Rain	-0.009234	0.036130	-0.255584	0.7983
Dummyram	0.024451	0.076272	0.320576	0.7485
R-squared	0.437449	Adj R-squared	0.433343	

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

ب- نموذج GARCH(2,3) :

من خلال إدخال المتغيرات: وسطي درجة الحرارة (Temperature)، الأمطار(Rain)، شهر رمضان (Dummyram)، على نموذج GARCH(2,3) نجد أنهُ لا تأثير لأي منهم في عوائد الأسهم حيث أن احتمالية المتغيرات (0.1399 و 0.1680 و 0.4397) أكبر من 0.05 أي أنهُ لا دلالة إحصائية للمتغيرات جدول رقم (4-2).

الجدول رقم (4-2): أثر متغيرات (شهر رمضان والطقس) في نموذج GARCH(2,3).

Prob	z-Statistic	std. Error	coefficient	المتغير
0.1399	-1.476038	0.001198	-0.001768	Temperature
0.1680	-1.378812	0.026320	-0.036290	Rain
0.4397	0.772718	0.039240	0.030321	Dummyram
	0.433552	Adj R-squared	0.437657	R-squared

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

بعد أن تم نفي وجود أثر لشهر رمضان وأثر الطقس (وسطي درجة الحرارة والأمطار) كل على حدى في عوائد الأسم. نجد من ماسبق نفي أيضاُ وجود أثر لكل من شهر رمضان ووسطي درجة الحرارة والأمطار معاً في عوائد سوق دمشق للأوراق المالية للفترة من 4-1-2010 إلى 31-8-2015.

4-3-5. التأكد من متانة النتائج

للتأكد من متانة النتائج وعدم تأثر النتائج بالأزمة الراهنة التي تعيشها سوريا، تم تكرار خطوات الاختبار السابق على سلسلتين فرعيتين إضافيتين وهما:

1- السلسلة الفرعية الأولىٰ: وهي من بداية نشأة المؤشر 4-1-2010 إلى بداية ظهور الأزمة السورية الراهنة 14-3-2011، وتشمل 215 مشاهدة.

و نجد من خلال التحليل الإحصائي لسلسلة العوائد اليومية لفترة ماقبل الأزمة السورية الراهنة أن أفضل بيئة لبناء الاختبار عليها هي نموذج ARCH(2) وذلك بناءً على القيمة الأصغر لمعامل Akaike وتساوي 1.438127 ، و نموذج GARCH(1,2) حيث أن قيمة معامل Akaike الأصغر تساوي 1.388488. ومن خلال إجراء الاختبار تم التوصل إلى نفي وجود تأثير لشهر رمضان في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية. وإثبات وجود تأثير طردي* لوسطي درجة الحرارة في عوائد الأسهم عند مستوى دلالة 5%، ووجود اثر عكسي للأمطار في عوائد الأسهم عند مستوى دلالة 10% ظهر في اختبار تأثير الأمطار في عوائد الأسهم في نموذج ARCH(2). جدول رقم (5-1).

2- السلسلة الفرعية الثانية: تمتد من بداية الأزمة 15-3-2011 إلى نهاية فترة الدراسة 31-8-2015، وتشمل 754 مشاهدة.

ونجد من خلال التحليل الإحصائي لسلسلة العوائد خلال الأزمة من 15-3-2011 إلى 31-8-2015 أن أفضل بيئة لبناء الاختبار عليها هي نموذج ARCH(3) وذلك بناءً على القيمة الأصغر لمعامل Akaike وتساوي 1.095988 ، و نموذج GARCH(1,3) حيث أن قيمة معامل Akaike الأصغر تساوي 0.872614. ومن خلال إجراء الاختبار نجد تشابه النتائج مع النتائج التي تم التوصل إليها سابقاً في سلسلة العوائد للفترة كاملةً حيث ننفي وجود أي تأثير لشهر رمضان والطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية. جدول رقم (5-2).

* طبيعة العلاقة طردية أم عكسية تحدد بناءً على إشارة المتغير (COEFFICIENT).

1- نتائج تطبيق الاختبار على سلسلة العوائد ما قبل الأزمة السورية الراهنة (العينة الفرعية الأولى) من بداية نشأة المؤشر 4-1-2010 إلى بداية ظهور الأزمة السورية الراهنة 14-3-2011:

الجدول رقم (5-1): أثر مختلف المتغيرات (شهر رمضان والطقس) في سلسلة العوائد اليومية قبل الأزمة السورية الراهنة من 4-1-2010 إلى 14-3-2011.

المتغير الخاضع للدراسة والنموذج المعتمد	التأثير	الاحتمالية
أثر شهر رمضان في نموذج ARCH(2)	لا يوجد تأثير لشهر رمضان في عوائد الأسهم.	0.3807 > 0.05 (شهر رمضان)
أثر شهر رمضان في نموذج GARCH(1,2)	لا يوجد تأثير لشهر رمضان في عوائد الأسهم.	0.5231 > 0.05 (شهر رمضان)
أثر وسطي درجة الحرارة في نموذج ARCH(2)	**يؤثر وسطي درجة الحرارة طرديا في العوائد عند مستوى دلالة 5%**	0.0049 < 0.05 (درجة الحرارة)
أثر وسطي درجة الحرارة في نموذج GARCH(1,2)	**يؤثر وسطي درجة الحرارة طرديا في العوائد عند مستوى دلالة 5%**	0.0009 < 0.05 (درجة الحرارة)
أثر الأمطار في نموذج ARCH(2)	**تؤثر الأمطار عكسيا في العوائد عند مستوى دلالة 10%.**	0.0836 > 0.05 (الأمطار)
أثر الأمطار في نموذج GARCH(1,2)	لا يوجد تأثير للأمطار في عوائد الأسهم.	0.1376 > 0.05 (الأمطار)
أثر متغيرات الطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في نموذج ARCH(2)	**يؤثر وسطي درجة الحرارة طرديا في العوائد عند مستوى دلالة 5%** بينما لا يوجد تأثير للأمطار في عوائد الأسهم.	0.0064 < 0.05 (درجة الحراة) 0.1223> 0.05 (الأمطار)
أثر متغيرات الطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في نموذج GARCH(1,2)	**يؤثر وسطي درجة الحرارة طرديا في العوائد عند مستوى دلالة 5%** بينما لا يوجد تأثير للأمطار في عوائد الأسهم.	0.0012 < 0.05 (درجة الحرارة) 0.1598 > 0.05 (الأمطار)
أثر شهر رمضان ومتغيرات الطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في نموذج ARCH(2)	**يؤثر وسطي درجة الحرارة طرديا في العوائد عند مستوى دلالة 5%** بينما لا يوجد تأثير للأمطار وشهر رمضان في عوائد الأسهم.	0.0053 < 0.05 (درجة الحرارة) 0.1229 > 0.05 (الأمطار) 0.6929 > 0.05 (شهر رمضان)
أثر شهر رمضان ومتغيرات الطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في نموذج GARCH(1,2)	**يؤثر وسطي درجة الحرارة طرديا في العوائد عند مستوى دلالة 5%** بينما لا يوجد تأثير للأمطار وشهر رمضان في عوائد الأسهم.	0.0011 < 0.05 (درجة الحرارة) 0.1577 > 0.05 (الأمطار) 0.7730 > 0.05 (شهر رمضان)

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

2- نتائج تطبيق الاختبار على سلسلة العوائد خلال الأزمة السورية الراهنة (العينة الفرعية الثانية) من بداية ظهور الأزمة 15-3-2011 إلى نهاية فترة الدراسة 31-8-2015:

الجدول رقم (5-2): أثر مختلف المتغيرات (شهر رمضان والطقس) في سلسلة العوائد اليومية خلال الأزمة السورية الراهنة من 15-3-2011 إلى 31-8-2015.

المتغير الخاضع للدراسة والنموذج المعتمد	التأثير	الاحتمالية
أثر شهر رمضان في نموذج ARCH(3)	لا يوجد تأثير لشهر رمضان في العوائد	0.3953 > 0.05 (شهر رمضان)
أثر شهر رمضان في نموذج GARCH(1,3)	لا يوجد تأثير لشهر رمضان في العوائد	0.6056 > 0.05 (شهر رمضان)
أثر وسطي درجة الحرارة في نموذج ARCH(3)	لا يوجد تأثير لوسطي درجة الحرارة في العوائد	0.7503 > 0.05 (درجة الحرارة)
أثر وسطي درجة الحرارة في نموذج GARCH(1,3)	لا يوجد تأثير لوسطي درجة الحرارة في العوائد	0.4088 > 0.05 (درجة الحرارة)
أثر الأمطار في نموذج ARCH(3)	لا يوجد تأثير للأمطار في العوائد	0.7891 > 0.05 (الأمطار)
أثر الأمطار في نموذج GARCH(1,3)	لا يوجد تأثير للأمطار في العوائد	0.7316 > 0.05 (الأمطار)
أثر متغيرات الطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في نموذج ARCH(3)	لا يوجد تأثير لوسطي درجة الحرارة والأمطار في العوائد	0.7402 > 0.05 (درجة الحراة) 0.7765 > 0.05 (الأمطار)
أثر متغيرات الطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في نموذج GARCH(1,3)	لا يوجد تأثير لوسطي درجة الحرارة والأمطار في العوائد	0.3918 > 0.05 (درجة الحرارة) 0.6149 > 0.05 (الأمطار)
أثر شهر رمضان ومتغيرات الطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في نموذج ARCH(3)	لا يوجد تأثير لأي من وسطي درجة الحرارة والأمطار وشهر رمضان في العوائد	0.9583 > 0.05 (درجة الحرارة) 0.7769 > 0.05 (الأمطار) 0.4073 > 0.05 (شهر رمضان)
أثر شهر رمضان ومتغيرات الطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في نموذج GARCH(1,3)	لا يوجد تأثير لأي من وسطي درجة الحرارة والأمطار وشهر رمضان في العوائد	0.2830 > 0.05 (درجة الحرارة) 0.6051 > 0.05 (الأمطار) 0.4048 > 0.05 (شهر رمضان)

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews .

الخاتمة

الخاتمة

تناولت هذه الدراسة اختبار أثر شهر رمضان والطقس (وسطي درجة الحرارة، الأمطار) في عوائد الأسهم اليومية في سوق دمشق للأراق المالية، انطلاقاً من نظرية علم المال السلوكي التي ظهرت لتفسر الحالات الشاذة التي شهدتها الأسواق المالية مؤخراً وعجزت عن تفسيرها نظرية كفاءة الأسواق.

أولاً: النتائج.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. يعمل علم المال السلوكي على الدمج بين نظريات علم النفس والنظريات المالية التقليدية محاولاً تبرير تصرفات المستثمرين غير العقلانية وإيجاد تفسير للظواهر الشاذة الملحوظة في الأسواق المالية.
2. إن قرارات المستثمرين لاتتسم بالعقلانية التامة، وإنما تتأثر بالكثير من العوامل النفسية والمزاجية وتؤثر عليها الكثير من الأخطاء الإدراكية والتصرفات غير العقلانية.
3. المستثمر إنسان تطغى على قراراته مجموعة من العوامل، ويتأثر بمن حوله بالقرارات المتخذة، وبطبيعته يلجأ لتسهيل عملية اتخاذ القرار، ولا يمكن فصل عقل الأنسان عن عواطفه وحالته المزاجية.
4. سوق دمشق للأوراق المالية ليست كفوءة على المستوى الضعيف.
5. سلسلة عوائد سوق دمشق للأوراق المالية لا تتبع السير العشوائي حيث أن القيم الحالية ترتبط بالقيم السابقة.
6. عدم كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية يزيد من احتمالية ظهور تشوهات في السوق المالي.
7. فيما يخص الفرضية الأولى التي تنص على: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لشهر رمضان في عوائد الأسهم اليومية لسوق دمشق للأوراق المالية، وجدت الدراسة صحة الفرضية حيث لا وجود للأثر شهر رمضان في سوق دمشق للأوراق المالية بناء على نتائج اختبار ثلاث فترات مختلفة (فترة الدراسة كاملة، فترة ماقبل الأزمة السورية الراهنة، فترة الأزمة السورية الراهنة). وهي تتفق بذلك من نتيجة دراسة Alrashidi وآخرون (2014) ودراسة Shah و Ahmed (2014). بينما تناقض نتائج دراسة Bialkowski (2012).

8. فيما يخص الفرضية الثانية التي تنص على: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لوسطي درجة الحرارة والأمطار في عوائد الأسهم اليومية لسوق دمشق للأوراق المالية، توصلت الدراسة إلى نفي وجود تأثير لوسطي درجة الحرارة في سلسلة عوائد المؤشر لفترة الدراسة كاملةً وخلال فترة الأزمة السورية الراهنة وهي بذلك تتشابه مع نتائج دراسة Worthingtonعام 2009. بينما يظهر أثر وسطي درجة الحرارة في عوائد الأسهم في سلسلة العوائد للفترة ماقبل بداية الأزمة السورية الراهنة عند مستوى دلالة 5%، حيث تظهر العلاقة الطردية بين وسطي درجة الحرارة والعوائد. وبذلك تتشابه النتائج من حيث وجود العلاقة بين وسطي درجة الحرارة وبين العوائد مع نتائج دراسة Cao و Wei (2005) ودراسة Chang وآخرون (2006)، ولكن تختلف من حيث طبيعة العلاقة.
9. طبيعة العلاقة الطردية بين وسطي درجة الحرارة وعوائد الأسهم تفسر كالتالي:
- ارتفاع درجة الحرارة يزيد العدائية لدى المستثمرين مما يزيد قابليتهم لاتخاذ قرارات استثمارية تحمل مخاطر أعلى وبالتالي عوائد أعلى.
- انخفاض درجة الحرارة تقلل العدائية وتزيد اللامبالة لدى المستثمرين وتقلل قابليتهم لتقبل المخاطر وتؤدي بهم للبحث عن استثمارات ذات مخاطر أقل وبالتالي عوائد أقل.
10. أما فيما يخص المتغير الثاني من الفرضية الثانية وهو الأمطار، توصلت الدراسة إلى نفي وجود تأثير لوسطي درجة الحرارة في سلسلة العوائد لفترة الدراسة كاملة وخلال فترة الأزمة السورية الراهنة، وهي بذلك تتفق مع نتائج دراسة Worthington (2009). بينما يظهر أثر الأمطار في عوائد الأسهم في سلسلة العوائد للفترة ماقبل بداية الأزمة السورية الراهنة عند مستوى دلالة 10% . حيث تظهر العلاقة العكسية بين الأمطار والعوائد.

ثانياً: التوصيات.

يوصي البحث بما يلي:

1. إدخال وسطي درجة الحرارة ضمن المتغيرات المؤثرة في سوق دمشق للأوراق المالية بناء على نتائج الدراسة الخاصة بالفترة الزمنية لما قبل الأزمة السورية الراهنة.
2. قد يكون من الأفضل زيادة الاستثمار في الأسهم في الأيام ذات درجة الحرارة المرتفعة، وتجنب الاستثمار في الأيام الماطرة.

3. البحث عن العوامل الخارجية الأخرىٰ التي تؤثر على نفسية المستثمرين والعوامل السلوكية في سوق دمشق للأوراق المالية، نتيجة لإثبات عدم تأثير شهر رمضان والأمطار في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.
4. بالنسبة للمستثمرين فمن الصعب عليهم إبعاد الحالة النفسية والمزاجية عن قراراتهم الاستثمارية ولكن يمكن من خلال التدريب وإدراكهم لهذا العلم جيداً الفصل بين الحالة المزاجية والقرارات الاستثمارية.
5. يوجد عوامل عديدة غير المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر بالعوائد والأسواق المالية، والتي يجب إدخالها بالنماذج الاقتصادية. ومن هذه المتغيرات العوامل السلوكية والنفسية ويندرج تحت هذه العوامل الكثير من العوامل الخارجية التي يكون لها تأثير أولي على النفسية والحالة المزاجية للمستثمر ومن ثم على قراراته.
6. العمل على تصحيح التشوهات الملحوظة في الأسواق المالية بمجرد اكتشافها حيث أن معظم التشوهات تختفي بمجرد اكتشافها وبالتالي عودة السوق إلى الاستقرار.

ثالثاً: آفاق البحث في الموضوع.

إن آفاق البحث في موضوع الدراسة عديدة ومنها:

1. التطرق إلى علم المال السلوكي أكثر في الدراسات العربية وعدم إغفال الجانب النفسي والسلوكي للمستثمر.
2. إعادة الدراسة بعد انتهاء الأزمة السورية الراهنة مما يُمّكن من تعزيز النتائج التي تم التوصل لها.
3. البحث عن العوامل الخارجية المؤثرة على التحيزات السلوكية ونفسية المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية، فهذه العوامل تختلف من بلد لآخر وذلك تبعاً لاختلاف طبيعة المستثمرين وطبيعة الحياة الاجتماعية في كل بلد.
4. دراسة الظواهر الشاذة المنتشرة في الأسواق العربية والعالمية الآخرى والعمل على تطبيقها في سوق دمشق للأوراق المالية، وبالتالي نفي وجودها أو إثباتها ومن ثم العمل على تلاشيها.

قائمة المراجع

المراجع العربية:

أبو الذهب، مدحت حسين. (2009). دور صناع السوق في الحد من تقلبات سوق الأوراق المالية في مصر . جامعة الزقازيق، كلية التجارة.

الحميدي، خالد صالح. (2011). تأثير الطقس في حياة الإنسان وسلوكه. المملكة العربية السعودية، جدة. مجلة الاقتصادية، عدد 6311.

الكيلاني، قيس أديب . (2007). التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم: دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة . (1998-2002). عمان -الأردن: كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة.

الوقدي، أحمد فتحي .(2014). نموذج إحصائي مقترح لتوصيف التقلبات في التباين الشرطي بالتطبيق على المؤشر العام لسوق المال المصري .كلية التجارة-جامعة عين الشمس.

بن حاسين، بن اعمر وجديدين، لحسين و بن بوزيان، محمد. (2012). كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب) .مجلة أداء المؤسسات الجزائرية 2، 235-248.

حداد، جمانة،.(2014) التقلبات الجوية والحالة النفسية للإنسان. طاقة بيتك. أُسترجعت في تاريخ 15 نوفمبر، 2015 من
http://www.taketbytak.com/search?updated-max=2014-07-19T17:43:00-07:00&max-results=50&reverse-paginate=true&start=45&by-date=false

حسين، حسين وليد و خضير، ابتهال طالب.،و حافظ، عبد الناصر ملك. (2013). قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين .مجلة دراسات محاسبية ومالية. 8(22).

دربال، أمينة محمد و بوزيان، محمد عبد القادر. (2012). اختبار الكفاءة الضعيفة للأسواق المالية الخليجية "بطريقة التكامل المتزامن". مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، م 26 ع1، ص ص: 303-345.

دي برس نيوز. (2011). علم السلوك المالي. تأثيرسلوك الأفراد على حركة الأسعار في سوق الأوراق المالية. أُسترجع في تاريخ 12 يوليو، 2015، من
http://www.dp-news.com/pages/detail.aspx?articleid=68807

سمير، محمود محمد والمصري، محمود. (2011). تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية (دراسة تحليلية). رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.

شحماط، رابح. (2012). كفاءة الأسواق المالية بين المدخلين :التحليل الأساسي والتحليل الفني . كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار- عنابة. التواصل في الاقتصاد والإدراة والقانون. 35،83.

صديقي، صفية. (2012). طرق تقييم وتحليل الاوراق المالية في ظل النظرية علم المال السلوكي. رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة، الجزائر.

صلبيا، جميل. (1982). المعجم الفلسفي . ج 1. بيروت-لبنان: دار الكتاب اللبناني -مكتبة المدرسة.

حسين، عصام. (2008). أسواق الأوراق المالية (بورصة)، ط1. دار أسامة للنشر والتوزيع. الأردن، عمان.

محمود، عبد الله سليمان.(2013). تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم لسوق الخرطوم للأوراق المالية استخدام منهجية (بوكس -جنكنز). مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية والإحصائية .

مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية. (د.ت.). التمويل السلوكي. أُسترجع في تاريخ 4 يوليو،2015، من http://www.kantakji.com/financial-engineering/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84-%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%84%D9%88%D9%83%D9%8A.aspx.

المزيني، عماد الدين محمد. (2002). بورصة فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها. رسالة ماجستير، القاهرة.

مفتاح صالح، معارفي فريدة. (2009-2010). متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد السابع،جامعة محمد خيضر، بسكرة.

موسى،بن كمال. (2004). المحفظة الاستثمارية -تكوينها ومخاطرها .مجلة الباحث.العدد الثالث.37 .

موصلي، سليمان و السمان، حازم. (2013) .دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية .مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية.

موصلي، سليمان و سليمان، عدنان .(2012-2013) .الأسواق المالية .دمشق :جامعة دمشق.

هتهات، سعيد. (2006). دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر. رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، الجزائر.

المراجع الأجنبية:

About Education. What is a Cognitive Bias? Psychology. (K. Cherry, Ed.) Retrieved july 8, 2015, from http://psychology.about.com/od/cindex/fl/What-Is-a-Cognitive-Bias.htm

Al-Hajieh, H., Redhead, K., & Rodgers, T. (2011). Investor sentiment and calendar anomaly effects: A case study of the impact of Ramadan on Islamic Middle Eastern markets. Research in International Business and Finance(25), 345-356.

Al-Ississ, M. (2010). The Impact of Religious Experience on Financial Markets. Harvard University.

Alrashidi, F., Ahmed, M., & Beneid, F. (2014). The Calendar Impact And Trading Behavior: An Empirical Evidence From Around The Globe. International Business & Economics Research Journal, 13(5).

Arab British Academy for Higher Education. Cognitive Psychology. Retrieved JULY 8, 2015, from http://www.abahe.co.uk/%D8%B9%D9%84%D9%85-%D8%A7%D9%84%D9%86%D9%81%D8%B3-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B9%D8%B1%D9%81%D9%8A.html

Arb British Academy for Higher Education. Social Psychology. Retrieved July 8, 2015, from http://www.abahe.co.uk/%D8%B9%D9%84%D9%85-%D8%A7%D9%84%D9%86%D9%81%D8%B3-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%AC%D8%AA%D9%85%D8%A7%D8%B9%D9%8A.html

Banz, R. W. (1981). The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. Journal of Finance Economics, 9, 3-18. Retrieved from http://www.business.unr.edu/faculty/liuc/files/BADM742/Banz_sizeeffect_1980.pdf

Benakovic, D., & Posedel, P. (2010). Do macroeconomic factors matter for stock returns? Evidence from estimating a multifactor model on the Croatian market. Business Systems Research. Vol.01. No.1-2.1-50.

Benartzi, S., & Thaler, R. H. (1995). Myopic Loss Aversio and The Equity Premium Puzziel. The Quartely Jurnal of Economics, Vol. 110, No. 1, 73-92.

Bialkowski, J., Etebari, A., & Wisniewski, T. P. (2012). Fast profits: Investor sentiment and stock returns during Ramadan. (36, Ed.) Journal of Banking & Finance, 835-845.

Brooks, R. D., Faff, R. W., Mckenzie, M. D., & Mitchell, H. (n.d.). A Multi-Country Study of Power ARCH Models and National Stock Market Returns. Journal of International money and Finance 19 (3), 377-397.

Cao, M., & Wei, J. (2005). Stock Market Returns: A Note on Temperature anomaly. Journal of Banking & Finance, 1559-1573.

Chang, S. C., Chen, S. S., Chou, R. K., & Lin, Y. H. (2008). Weather and intraday patterns in stock returns and trading activity. Journal of Banking & Finance, 1754-1766.

Chang, T., Nieh, C. C., Yang, M. J., & Yang, T. Y. (2006). Are stock market returns related to the weather effects? Empirical evidence from Taiwan. Journal of Banking & Finance, 343-354.

Chen, C., Kim, K. A., Nofsinger, J. R., & Rui, O. M. (2007, Junuary). Trading Performance, Disposition Effect, Overconfidence, Representativeness Bias, and Experience of Emerging Market Investors. Retrieved from http://ssrn.com/abstract=957504

Chen, T.-C., & Chien, C. C. (2011). Size effect in January and cultural influences in an emerging stock market: The perspective of behavioral finance. Pacific-Basin Finance Journal, 208-229.

Ciccone, S. J. (2011). Investor Optimism, False Hopes and the January Effect. Journal of Behavioral Finance,, 158-168.

Clark, J. M. (1918). Economics and Moder Psychology. Political Economy, 26, 4.

Curtis, G. (2014). Modern Portfolio Theory. Journal of Wealth Management, vol. 7, no. 2, pp. 16-22.

Damascus Securities Exchange. Retrieved September 7, 2015, from http://www.dse.sy/user/?page=service_company

De Bondt, W. M., & Thaler, R. H. (1986). Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality. The Journal of Finance, 557-581.

Edwards, W. (1968). Conservatism in human information processing. Cambridge University Press.

Espenlaub, S., Gregory, A., & Tonks, L. (1999, February). Re-Assessing the Long-Term Under-Performance. Retrieved from http://business-school.exeter.ac.uk/documents/papers/management/1999/9901.pdf

Fama, E. F. (1965, January). The Behavior of Stock Market Prices. Journal of Business, 38, 34-105.

Fama, E. F. (1991, Dec). Efficient Capital Markets. The Journal of Finance, II, 46(5), 1575-1617.

Fama, E. F. (1997). Market efficiency, long-term returns, and behavioral. Journal of Financial Economics 49 (1998, 283-306. Retrieved from http://ac.els-cdn.com/S0304405X98000269/1-s2.0-S0304405X98000269-main.pdf?_tid=d33bf90e-290b-11e5-af52-00000aab0f6b&acdnat=1436756827_31be3141c2f4ee3a4385054ac513ce84

Fawson, C., Glover, T. F., Fang, W., & Chang, T. (1996). The weak-form efficiency of the Taiwan share market. 3(10), 663-667.

Festinger, L. (1957). A Theory of cognitive dissonance. Stanford, CA: Stanford University Press. Stanford, CA: Stanford University Press.

Gilovich, T. (1993). How We Know What Isn't So: The Fallibility of Human Reason in Everyday Life. New York: Free Press.

Gimba, V. K. (2008). Testing the Weak-form Efficiency Market Hypothesis: Evidence from Nigerian Stock Market. CBN Journal of Applied Statistics, 3(1).

Goedhart, M., Koller , T., & Wesseles, D. (2005). What Really Drives the Market?. management review.

Gonzalez, C., Dana, J., Koshino, H., & Just, M. (2005). The framing effect and risky decisions. Journal of Economic Psychology , 1-20.

Hallahmi, B. B., & Argyle, M. (1997). The Psychology of Religious Behaviour, Belief and Experience. London.

Hentschel, L. (1995). All in the family Nesting sysmmetric and asymmetric GARCH models. Juournal of Finance Economics, 71-104.

Hirshleifer, D., & Shumway, T. (2003). Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather. The Journal of Finance, 3.

Hong, H., & Ya, J. (2007, October). Gone Fishin: Seasonality in Trading Activity and Asset Prices. mimeo, Princeton University.

Howarth, E., & Hoffman, M. S. (1984). A multidimensional approach to the relationship between mood and weather. Briiish Journal of Psychology, 15-23.

Huang, C., Yang, X., Yang, X., & Sheng, H. (2014). An Empirical Study of the Effect of Investor Sentiment on Returns of Different Industries. Hindawi Publishing Corporation, 11. Retrieved from http://dx.doi.org/10.1155/2014/545723

IC, S., Kahyaoglu, B., & Odabas, D. (2014). The Effects of Weather on Investor Behavior: a Study on Individual Turkish Stock Market Investors. Journal of Business, Economics & Finance, 3(2).

Investopedia. Behavioral Finance. (A. Phung, Editor) Retrieved july 5, 2015, from http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance

Jensen, M. C. (1978, July). Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. Journal of Financial Economics, 6, 95-101.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analsis of Decision under Risk. Econometrica, pp.263-291.

King, B. (1966, January). Market and industry factors in stock price behaviour. Journal of business, University of Chicago Press, 39, 139.

Konstantinidis, A., Katarachia, A., Borovas, G. and Voutsa, E.M. (2012) Efficient Market Hypothesis to Behavioural Finance: Can Behavioural Finance be The New Dominate Model for Ivesting? Scientific Bulletin – Economic Sciences.

Loewenstein, G. F., Weber, E. U., Hsee, C. K., & Welch, N. (2001). Risk as Feeling. Psychological Bulletin, 127(2), 267-286.

Loughran, T., & Ritter, J. (2004, Autumn). Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?. Financial Management.

Malkiel, Burton G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. Journal of Economic Perspectives—Vol 17, No, pp 59 – 82.

Massa, M., & Simonov, A. (2002). Behavioral Biases and Investment.

Mehra, R., & Sah, R. (2001). Mood Fluctions, Projection Bias, and Volatility of Equity Prices.

Montier, J. (2002). Behavioural Finance: Insights into Irrational Minds and Markets. wiley finance.

Montier, J. (2006). Behaving Badly. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=890563

Morningstar Advisor. (2013, March 21). Investor Behavior: Cognitive vs. Emotional Biases. (M. M. Pompian, Editor) Retrieved July 11, 2015, from http://www.morningstar.com/advisor/t/72323448/investor-behavior-cognitive-vs-emotional-biases.htm

Nicholas Barberis, R. T. (2002). A Survey of Behavioral Finance. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Nofsinger, J. R. (2001). Investment madness: how psychology affects your investing - and what to do about it. USA: Pearson Education.

Oberuc, R. E. (2003). Dynamic Portfolio Theory and Management. Library of Congress Cataloging-in-Publication Data.

Odean, T. (1998, December). Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average. The Journal of Finance, LIII, NO.6.

Oguzsoy, C. B., & Guven, S. (2004). Holy Days Effect on Istanbul Stock Exchange. Journal of Emerging Market Finance. Retrieved from http://emf.sagepub.com/content/3/1/63

Oguzsoy, C. B., & Guven, S. (2004). Holy Days Effect on Istanbul Stock Exchange. Journal of Emerging Market Finance.

Pardo, A., & Valor, E. (2003). Spanish Stock Returns: Where is the Weather Effect? European Financial Management, 9(1), 117-126.

Parikh, P. (2011). Value Investing and Behavioral Finance. New Delhi : Tata Mcgraw Hill.

Pompian, M. M. (2006). Behavioral Finance and Wealth Management. USA: Wiley Finance.

Prast, H. (2004). Investor Psychology: a Behavioural Explanation of Six Finance.

Ramezani, A., Pouraghajan, A., & Mardani, H. (2013). Studying Impact of Ramadan on Stock Exchange Index: Case of Iran. World of Sciences Journal, 1(12), 46-54.

Rogalski, R. J. (1984). A Further Investigation of the Weekend Effect in Stock Returns: Discussion. The Journal of Finance, 39(3), 835-837.

Rosenberg, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985). Persuasive Evidence of Market Inefficiency. Journal of Portfolio Management.

Rozeeff, M. S., & Kinney, W. (1976). Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns. Journal of Financial Economics,, 379-402.

Schabek, T. (2013). Influence of behavioral and fundamental factors on stock returns. Case of Brazilian and Polish emerging markets. University of Lodz .

Sewell, M. (2007). Behavioral Finance. University of Cambridge.

Seyyed, F. J., Abraham, A., & Al-Hajji, M. (2005). Seasonality in Stock Returns and Volatility: The Ramadan Effect. Research in International Business and Finance, 374-383.

Shah, S. M., & Ahmed, S. N. (2014, February). The Ramadan Effect on Stock Market. EUROPEAN ACADEMIC RESEARCH, I(11).

Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long; Theory and Evidence. The Journal of Finance.

Shiller, R. J. (2000). Irrational Exuberance. USA: Princeton University Press.

Shleifer, Andrei. (2000). Inefficient Markets: A Introduction to Behavioral Finance. Oxford: Oxford University Press.

Silva, P., & Almeida, L. (2011). Weather and stock markets: empirical evidence from Portugal. Munich Personal RePEc Archive.

Simon, H. A. (1967). Motivational and Emotional Controls of Cognition. Psychological Reviow, 74(1), 29-39.

Sirucek, M. (2012, August 6). Macroeconomic variables and stock market: US review. IJCSMS International Journal of Computer Science and Management Studies,.

Starks, L. T., Yong, L., & Zheng, L. (2006, December). Tax-Loss Selling and the January Effect: Evidence from Municipal Bond Closed-End Funds. The Journal of Finance, 6. Retrieved from http://www.undervaluedequity.com/Tax-Loss-Selling-and-the-January-Effect.html

Subash, R. (2012). Role of Behavioral Finance in Portfolio Investment Decisions: Evidence from India.

Thaler, R. H. (1988, Winter). Anomalies The Winner's Curse. Journal of Economic Perspectives, 2(1), 191-202.

Thaler, R. H. (1999). Mental Accounting Matters. Behavioral Decision Making, 12,: 183-206.

Thaler, R. H. (2005). Advances in Behavioral Finance. II. Russell Sage Foundation, New York.

The Productivity Commission. (2008). Behavioural Economics and Public Policy. Canberra: Roundtable Proceedings.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases (Vol. 185). American Association for the Advancement of Science. Retrieved from http://links.jstor.org/sici?sici=0036-8075%2819740927%293%3A185%3A4157%3C1124%3AJUUHAB%3E2.0.CO%3B2-M

VON NEUMANN, J., & MORGENSTM, O. (1944). The Theory of Games and Economic Behavior, 2nd ed. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1947.

Watson, D. (2000). Situational and environmental influence on mood. In: Mood and Temperament. New York: Guilford Press.

Whittle, P. (1951). Hypothesis Testing in Time Series Analysis. Hafner, New York.

Worthington, A. (2009, June). AN EMPIRICAL NOTE ON WEATHER EFFECTS IN THE AUSTRALIAN STOCK MARKET. A journal of applied economics and policy, 28(2), 148-154.

Wright, W. F., & Bower, G. H. (1992). Mood Effects on Subjective Probability Assessment. Organizational Behavior and Human Decision Processes, 276-291.

Yalcin, K. C. (2010). Market Rationality: Efficient Market Hypothesis Versus Market Anomalies. European Journal of Economic and Political Studies.

Yang, Y., & Copeland, L. (2014, July). The Effects of Sentiment on Market Return and Volatility and The Cross-Sectional Risk Premium of Sentiment-affected Volatility. Cardiff Economics Working Papers.

الملاحق

الملحق رقم (1): نموذج ARMA(3,2) .

Dependent Variable: R
Method: Least Squares
Date: 10/18/15 Time: 23:22
Sample (adjusted): 1/12/2010 8/31/2015
Included observations: 967 after adjustments
Convergence achieved after 17 iterations
MA Backcast: 1/07/2010 1/11/2010

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR(1)	0.880663	0.116789	7.540657	0.0000
AR(2)	0.521689	0.194412	2.683423	0.0074
AR(3)	-0.411482	0.086084	-4.779990	0.0000
MA(1)	-0.184760	0.105436	-1.752338	0.0800
MA(2)	-0.763716	0.104243	-7.326310	0.0000

R-squared	0.462326	Mean dependent var	0.016598
Adjusted R-squared	0.460090	S.D. dependent var	0.708385
S.E. of regression	0.520511	Akaike info criterion	1.537146
Sum squared resid	260.6362	Schwarz criterion	1.562348
Log likelihood	-738.2099	Hannan-Quinn criter.	1.546740
Durbin-Watson stat	1.998005		

Inverted AR Roots	.99	.59	-.70
Inverted MA Roots	.97	-.79	

المصدر: إعداد الباحثة من مخرجات برنامج Eviews.

الملحق رقم (2): نموذج ARCH(3).

Dependent Variable: R
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution
Date: 04/29/16 Time: 21:44
Sample (adjusted): 1/12/2010 8/31/2015
Included observations: 967 after adjustments
Convergence achieved after 25 iterations
MA Backcast: 1/07/2010 1/11/2010
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(6) + C(7)*RESID(-1)^2 + C(8)*RESID(-2)^2 + C(9)*RESID(-3)^2

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
AR(1)	0.717087	0.067361	10.64547	0.0000
AR(2)	0.579205	0.101377	5.713368	0.0000
AR(3)	-0.302195	0.042253	-7.151959	0.0000
MA(1)	-0.190730	0.055628	-3.428663	0.0006
MA(2)	-0.780757	0.055469	-14.07563	0.0000
Variance Equation				
C	0.039518	0.003864	10.22671	0.0000
RESID(-1)^2	0.611403	0.054935	11.12951	0.0000
RESID(-2)^2	0.234615	0.049433	4.746105	0.0000
RESID(-3)^2	0.297267	0.053019	5.606775	0.0000

R-squared	0.434488	Mean dependent var	0.016598
Adjusted R-squared	0.432136	S.D. dependent var	0.708385
S.E. of regression	0.533815	Akaike info criterion	1.143282
Sum squared resid	274.1305	Schwarz criterion	1.188647
Log likelihood	-543.7768	Hannan-Quinn criter.	1.160552
Durbin-Watson stat	1.611315		

Inverted AR Roots	.99	.43	-.71
Inverted MA Roots	.98	-.79	

المصدر: إعداد الباحثة من مخرجات برنامج Eviews.

الملحق رقم (3): نموذج GARCH(2,3).

Dependent Variable: R
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution
Date: 04/29/16 Time: 21:42
Sample (adjusted): 1/12/2010 8/31/2015
Included observations: 967 after adjustments
Convergence achieved after 24 iterations
MA Backcast: 1/07/2010 1/11/2010
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(6) + C(7)*RESID(-1)^2 + C(8)*RESID(-2)^2 + C(9)*RESID(-3)^2
+ C(10)*GARCH(-1) + C(11)*GARCH(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
AR(1)	0.772955	0.070727	10.92870	0.0000
AR(2)	0.519202	0.100632	5.159415	0.0000
AR(3)	-0.298429	0.046380	-6.434379	0.0000
MA(1)	-0.224619	0.062648	-3.585416	0.0003
MA(2)	-0.745801	0.062361	-11.95944	0.0000
Variance Equation				
C	3.12E-05	4.76E-05	0.655198	0.5123
RESID(-1)^2	0.315780	0.054710	5.771937	0.0000
RESID(-2)^2	-0.410229	0.124144	-3.304469	0.0010
RESID(-3)^2	0.111583	0.072846	1.531758	0.1256
GARCH(-1)	1.705634	0.153246	11.13005	0.0000
GARCH(-2)	-0.720927	0.137893	-5.228147	0.0000

R-squared	0.440976	Mean dependent var	0.016598
Adjusted R-squared	0.438652	S.D. dependent var	0.708385
S.E. of regression	0.530744	Akaike info criterion	0.987818
Sum squared resid	270.9853	Schwarz criterion	1.043264
Log likelihood	-466.6102	Hannan-Quinn criter.	1.008926
Durbin-Watson stat	1.664012		

Inverted AR Roots	.99	.45	-.67
Inverted MA Roots	.98	-.76	

المصدر: إعداد الباحثة من مخرجات برنامج Eviews.

Abstract

The purpose of this thesis is to examine two external factors that remarkably influence the psychology and morale of the majority of investors in the same period of time. Consequently, this influence might affect their investment decisions and lead them to make similar decisions that are predominated by behavioral biases which, as a result, influence stock returns in financial markets.

The study focuses on the influence of Ramadan and the weather (the average temperature and rain) on stock returns in Damascus Securities Exchange between 4 January 2010 and 31 August 2015 using Arch-Garch models. It concluded that Ramadan effect is not significant in Damascus Securities Exchange. On the other hand, the study proved that the average temperature had a positive correlation on stock returns in Damascus Securities Exchange in the period prior to the current Syrian crisis. High temperature causes investors to make high risk decisions, and this, in turn, leads to higher returns, whereas low temperature makes investors more cautious and leads them to become more risk-averse in their investment decisions. Nevertheless, the study denied this influence during the current Syrian crisis. In addition, it proved that rain has no significant correlation on stock returns in Damascus Securities Exchange prior to or during the current Syrian crisis.

Syrian Arab Republic
Damascus University
Economic College
Banking & Insurance Department

The Impact of Behavioral Factors on Stock Returns
(An Empirical Study on Damascus Securities Exchange)

A Research Submitted for Master Degree in Finance and Banking

Prepared By

Sirene Khaled Al-Hamawi

Supervision

Dr. Nawar Hashem

Lecture in Economics Department – Damascus University

2015-2016