



## التحيزات السلوكية لدى المستثمرين «دراسة تحليلية»

د. أحمد بن عبد الله الزهراني

أستاذ مساعد إدارة الأعمال والمالية  
مدير عام البرامج المالية والاقتصادية  
معهد الإدارة العامة

أحمد محمد حمدي

دبلوم عالي في إدارة التمويل والاستثمار  
الإدارة العامة للبحوث والتطوير  
صندوق تنمية الموارد البشرية (هدف)

المملكة العربية السعودية

### ملخص

سعت هذه الدراسة إلى إبراز ومناقشة وتحليل التحيزات السلوكية لدى المستثمرين وفقاً لمنهجيات وأدوات علم التمويل السلوكي كفرع حديث من العلوم المالية بعيداً عن المالية التقليدية التي تفترض أن المستثمر عقلاني وقراراته رشيدة وذلك بهدف جذب انتباه كثير من الباحثين والمتخصصين وصناع السياسات المالية لأهمية البعد السلوكي في تفسير قرارات المستثمرين ونظراً لندرة الكتابات في مجال التمويل السلوكي في العالم العربي. كما انتهجت الدراسة المنهج الاستقرائي القائم على عملية الملاحظة والتحليل للجزئيات والحقائق والمعلومات المرتبطة بالتحيزات السلوكية والأخطاء الاستثمارية لدى المستثمرين من خلال مسح عدد (62) من أهم الدراسات التي تناولت التحيزات السلوكية لدى المستثمرين. توصلت الدراسة إلى وجود عشرة تحيزات تعتبر من أهم التحيزات السلوكية المنتشرة التي تناولها الخبراء في دراساتهم وهي تحيز التأكيد، تحيز إدراك الأمور بأثر رجعي، تحيز الثقة المفرطة، تجنب الخسارة، الحساب العقلي، التمثيل والمحافظة، التمرکز الخاطي، التأطير، التحيز للوضع الراهن، الترسية. كما تم وضع عدد من التوصيات تنصح المستثمرين الأفراد حول كيفية تجنب التحيزات والأخطاء السلوكية في اتخاذ القرارات الاستثمارية. وتوصيات حول دور السياسات في أسواق المال بغرض تحسين القرارات الاستثمارية للأفراد وتخفيف أثر التحيزات السلوكية.

الكلمات المفتاحية: التمويل السلوكي، التحيزات، الاستثمار، سوق الأسهم، الثقة المفرطة

### الإطار العام

#### المقدمة

توفر الأسواق المالية للمستثمرين بجميع أنواعهم أوعية استثمارية تشجعهم على الادخار وتوفير إمكانية تحقيق عوائد على هذه المدخرات مما يساهم في نمو ثرواتهم وزيادة إنفاقهم المستقبلي. ويتمثل مفهوم الاستثمار من وجهة نظر الأفراد على أنه تضحية بقيمة حالية مؤكدة في سبيل الحصول على قيم غير مؤكدة في المستقبل. فيرى البعض أن المستثمر يحرم نفسه من التمتع باستهلاك حالي متاح (شراء السلع والخدمات) في سبيل تحقيق استهلاك أفضل منه في المستقبل (REILLY,1985).

وتؤكد الأدبيات في علم التمويل أن استثمار الأفراد في الأسواق المالية وسوق الأسهم على وجه الخصوص يرتبط بمحددات مثل العائد والمخاطرة، والتي يمكن قياسها وتصنيفها كمياً وتعتمد هذه النظريات على المدرسة العقلانية التقليدية ودالة المنفعة التي تضع افتراضات مبسطة للسلوك البشري والتي تهمش الجانب الشخصي للأفراد وتتعامل مع جميع المتداولين على أنهم تحكمهم متغيرات محددة من الإشباع نحو سلعة محددة وتؤثر فيهم بنفس الدرجة. حيث إن الخطر أو العائد على سبيل المثال هما قيمتان قطعيتان ويمكن دراسة تأثيرهما على دوافع الأفراد نحو الاستثمار بكل وضوح (Markowitz, 1952)

\* تم استلام البحث في مارس 2016، وقيل للنشر في يوليو 2016.

وبطبيعة الحال تختلف الأهداف الاستثمارية للمستثمرين بحسب خصائصهم وخلفياتهم الديموغرافية والاقتصادية والثقافية والاجتماعية، إلا أن الجميع يشتركون في الرغبة في تعظيم المنفعة الحاصلة أحياناً بالاعتبار مستويات المخاطرة، والعائد المتعلقة بالأصول المالية. إن الغالبية لا تتوقف كثيراً عند كيفية تحقيق تلك الأهداف الاستثمارية ولا تتساءل هل النشاط الاستثماري الذي تمارسه يحقق العائد المطلوب. إن الكثير من المتداولين في الأسواق المالية لا يعلمون أن هناك تحيزات سلوكية فطرية (Kahneman, 2011) تؤثر على قراراتهم الاستثمارية. ولكي يتم الاستثمار بحكمة يجب على المستثمر التغلب على الأخطاء السلوكية التي يمكن أن تحجب التفكير العقلاني. ولأن هذه التحيزات النفسية أصيلة في الطبيعة البشرية، فإن هذه الأخطاء البشرية تؤثر على جميع المستثمرين بغض النظر عن العمر، الجنس، مستوى التعليم وغيره. ومن خلال دراسة هذه التحيزات، نسعى لتعزيز جهود الناس للانخراط في الاستثمار بعقلية متفتحة وواعية وقادرة على التعامل مع المعطيات والمعلومات.

إن علم التمويل السلوكي Behavioral Finance هو فرع جديد من علم التمويل Finance، فهو يجمع بين نظريات علم النفس مع النظريات التقليدية للتمويل والاقتصاد والنتيجة هي إيجاد تفسير جديد لكيفية عمل الاقتصاد الحديث مثل كيفية تأثير الأسواق من سلوك المستثمرين. ويسعى هذا الفرع الجديد لتفسير التحيزات في القرارات المالية وفي تحركات أسواق المال حيث يناقض الفرضية الراسخة في المالية التقليدية التي تدعي أن المستثمر عقلاني وقراراته رشيدة وبناء على تلك الفرضية بنيت معظم نماذج وأدوات المدرسة المالية التقليدية. وفي العقدين الماضيين بدأ هذا الفرع في جذب انتباه كثيراً من الباحثين والمتخصصين وصناع السياسات المالية.

ولقد حققت البحوث النفسية خطوات عملاقة في العقود الثلاثة الماضية في فهم التحيزات التي تضر القدرة البشرية على إطلاق الأحكام. هذه التحيزات عادة ما تنشأ في المواقف والحالات التي تصاحب اتخاذ القرارات بشكل عام والقرارات الاستثمارية بشكل خاص. ويحدث التحيز في اتخاذ القرار في معظم المواقف إلا أن هناك حالات يكون فيه التحيز حاضراً بقوة مثل: عندما تكون المعلومات معقدة، أو عندما تنطوي القرارات على المخاطرة وعدم التأكد، أو عندما يحرص الناس على رؤية الأشياء بشكل إيجابي (على سبيل المثال، «هذا الاستثمار سوف يجعلني ثرياً»). أيضاً عندما يشعر الناس بتعارض بين الرغبات على المدى الطويل مقابل المدى القصير هو ما يشار إليه في أدبيات الاقتصاد السلوكي بـ Hyperbolic Discounting (Altman, 2015) على سبيل المثال، الإنفاق الحالي مقابل التوفير والإنفاق في وقت لاحق). لحسن الحظ هذا القصور في القدرة على اتخاذ القرارات العقلانية هو ذو طبيعة نفسية، فهو قابل للتدخل النفسي لتحسينه (Pronin et al., 2002).

وتوصل علماء النفس أن التدخلات النفسية الصغيرة يمكن أن يكون لها آثار كبيرة. لذا تقوم هذه الدراسة بإيضاح وشرح التحيزات السلوكية المرتبطة بالاستثمار والمشكلات المترتبة على ذلك، والتدخلات المقترحة لمساعدة الناس على اتخاذ خيارات استثمارية أكثر حكمة.

وتضيف الدراسة بعداً جديداً لفهم طبيعة تأثير التحيزات السلوكية على الاستثمار حيث تحاول تفسير التوجهات الاستثمارية لدى الأفراد عن طريق المدخل السلوكي النفسي فهي تحاول أن تفسر السلوك المالي والتوجهات الاستثمارية بعيداً عن الافتراضات العقلانية للمدرسة التقليدية وما تفترضه دالة المنفعة Utility Function بأن المستثمر عقلاني في اختياراته للسلع وقرارات الاستثمار والتي تهمش الجانب الشخصي للأفراد وتفترض أن جميع المتداولين تحكمهم متغيرات محددة وتؤثر فيهم بنفس الدرجة (Thaler, 2015)، بينما البعد السلوكي يؤكد على التباين في تعامل الأفراد مع مفاهيم الخطر والعائد وكذلك اختلاف توجهاتهم ونواياهم بحسب سماتهم الشخصية. لذا تحاول هذه الدراسة أن تقدم مدرسة التمويل السلوكي Behavioral Finance كمدخلاً وثيقاً في فهم كيفية اتخاذ القرارات الاستثمارية لدى الأفراد. ونتائج مثل هذه الدراسة تفيد الوسط الاستثماري من ممارسين وأكاديميين ووسطاء وصانعي سياسات في فهم وتفسير القرارات الاستثمارية لدى الأفراد وكيف يمكن التعامل معها وتوجيهها نحو تحقيق الأهداف المرجوة.

في هذه الدراسة سوف نستعرض ونناقش أهم التحيزات السلوكية في مجال الاستثمار في الأسواق المالية باستخدام المنهج التحليلي لأهم الدراسات والتجارب السابقة، ونظهر كيف تؤثر هذه التحيزات على سلوك المستثمرين، وما هي آثار هذه التحيزات على سلوك السوق ومن ثم سوف نقوم بتقديم حلول علمية لكيفية تجنب آثار هذه التحيزات على القرارات الاستثمارية.

مجموعة من القضايا نحاول أن نتناولها في هذا البحث الذي تم تقسيمه إلى عدة أقسام: القسم الأول يقدم الإطار العالم للدراسة ويتضمن مشكلة الدراسة، وأهميتها وأهدافها وتساؤلات ومنهج البحث. والقسم الثاني يتناول الأدبيات السابقة بالإضافة إلى نظرة عامة عن سوق الأسهم السعودي. والقسم الثالث يناقش أهم الأنماط والتحيزات السلوكية لدى المستثمرين. أما القسم الرابع فيختتم بتقديم أهم الاستنتاجات التوصيات للمستثمرين وصناع السياسات في فهم آثار هذه التحيزات وكيف يمكن تجنبها.

### مشكلة الدراسة

في ظل التغيرات الحاصلة الكبيرة في الأسواق خصوصاً الأزمات المالية وتبعاتها التي أضفت حالة من عدم التأكد وصعوبة التنبؤ في حركة هذه الأسواق أصبح لزاماً علينا أن نتخلى قليلاً عن النظرة العقلانية للأسواق والعودة للعناصر الأساسية المحركة للأسواق ومحاولة فهم نفسيات المستثمرين ودوافعهم وشخصياتهم كمحرك رئيس للأسعار والتوجهات الاستثمارية. باستخدام أدبيات وأدوات علم النفس والتمويل السلوكي تسلط الدراسة الانتباه إلى ظاهره الأخطاء السلوكية والإدراكية التي يقع فيها المستثمرون من خلال إبراز أهم التحيزات المصاحبة لاتخاذ القرارات الاستثمارية وكيف يمكن لهذه التحيزات أن تؤثر بشكل جوهري على مدخرات الأفراد وثرواتهم. حيث أشار الكثيرون لمدى تأثير وانتشار هذه التحيزات الإدراكية والعاطفية على الأفراد (Gilovich et al., 2002).

### تساؤلات البحث

في هذه الدراسة التحليلية للتحيزات السلوكية لدى المستثمرين، نناقش قضايا مهمة مثل السلوك المالي ونقوم بمراجعة الأدبيات المتعلقة بالأنماط السلوكية للمستثمرين وإيضاح أثرها وكيف يمكن فهمها وتجنبها من قبل المستثمر. حيث تهدف هذه الدراسة إلى شرح مفهوم الأخطاء والتحيزات السلوكية التي يقع فيها الأفراد في اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية من خلال إبراز التأصيل العلمي لهذه التحيزات وتفسير أسباب وقوعها وآثارها على المستثمر. وانطلاقاً من أهداف الدراسة تبرز تساؤلات تتعلق بماهية هذه التحيزات ومدى انتشارها وتأثيرها على الأفراد في الأسواق المالية.

لذا تبرز في هذه الدراسة التساؤلات التالي:

هل يوجد تحيزات سلوكية منهجية يقع فيها دائماً الأفراد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية؟ ما هي أهم التحيزات السلوكية الموجودة لدى المستثمرين؟ كيف تؤثر هذه التحيزات على سلوك المستثمرين؟ كيف يمكن تجنب هذه التحيزات من قبل المستثمرين؟ ما هي الاعتبارات الهامة التي يجب على صناع السياسات المتعلقة بالأسواق المالية الأخذ بها عند وضع الأنظمة والتطبيقات المعنية بالمعلومات والقرارات الاستثمارية لدى الأفراد مثل الشفافية والإفصاح؟

وتحاول هذه الدراسة إبراز أهمية البعد السلوكي في القرارات الاستثمارية وتقديم مناهج مدرسة التمويل السلوكي Behavioral Finance وتهدف هذه الدراسة إلى معرفة الأخطاء والتحيزات السلوكية التي يقع فيها الأفراد في اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية من خلال تقديم إطار جامع لما أبرزه الخبراء في الدراسات الميدانية والتجارب السلوكية. ويتبع هذا الهدف الرئيس عدة أهداف فرعية:

- معرفة أسباب التحيزات وتفسير وقوعها وآثارها على المستثمر.
- رفع درجة الوعي بهذه الأخطاء للمستثمر العربي مع التركيز على السوق السعودي.
- معرفة آليات ومنهجيات التعامل مع التحيزات السلوكية في القرارات الاستثمارية.

## أهمية الدراسة:

تفتقر المكتبة العربية إلى هذا النوع من الدراسات حيث يوجد شح كبير في الدراسات المالية التي تتناول السلوك الاستثماري والتي تستخدم أدبيات وأدوات علم النفس في هذا المجال وتضيف الدراسة بعداً جديداً لفهم طبيعة تأثير التحيزات السلوكية على الاستثمار حيث تحاول تفسير السلوكيات الاستثمارية لدى الأفراد عن طريق المدخل السلوكي النفسي فهي تحاول أن تفسر السلوك المالي والتوجهات الاستثمارية بعيداً عن الافتراضات العقلانية للمدرسة التقليدية بأن المستثمر عقلائي في اختياراته للسلع ودرجة الإثباع المتحققة، بينما البعد السلوكي يؤكد على التباين في تعامل الأفراد مع مفاهيم الخطر والعائد وكذلك اختلاف توجهاتهم ونواياهم بحسب سماتهم الشخصية. هذه المحاولة تندرج تحت فرع جديد من علم التمويل يسمى التمويل السلوكي Behavioral Finance والذي أخذ حيزاً كبيراً من الاهتمام من قبل الباحثين والمختصين وكذلك صانعي السياسات في الأسواق المالية لما يقدمه من بعد جديد في التعامل مع السلوك الاستثماري للأفراد. ونتائج مثل هذه الدراسة تفيد الوسط الاستثماري من ممارسين وأكاديميين ووسطاء وصانعي سياسات في فهم وتفسير القرارات الاستثمارية لدى الأفراد وكيف يمكن التعامل معها وتوجيهها نحو تحقيق الأهداف المرجوة. وتقدم هذه الدراسة نصائح عملية ومفيدة لرفع الوعي الاستثماري لدى الأفراد الذين هم عصب الأسواق المالية.

## منهجية الدراسة:

في هذه الدراسة تم استخدام المنهج الاستقرائي القائم بعملية الملاحظة والتحليل للجزئيات والحقائق والمعلومات المرتبطة بالتحيزات السلوكية والأخطاء الاستثمارية لدى المستثمرين وذلك من خلال استعراض وتحليل ومناقشة عدد (62) من أهم الدراسات السلوكية التي تناولت التحيزات السلوكية لدى المستثمرين. ونحن نتناول في بحثنا هذا مجمل التحيزات الرئيسة من منظور كلي أي تم توثيق ومناقشة أهم التحيزات السلوكية المؤثرة على المستثمرين والمثبتة من خلال الدراسات الرصينة في هذا المجال. ويجدر التنويه أن هذه الدراسة ليست من أدبيات علم النفس لكنها تناقش التحيزات السلوكية المنطلقة من تجارب ودراسات غالباً تستمد أدواتها من علم النفس.

## أدبيات البحث

أن تفكير وتصرف المستثمرين بعقلانية عند شراء وبيع الأصول المالية والأسهم على وجه التحديد يفترض استخدام المستثمرين جميع المعلومات المتاحة عن هذه الأصول لتشكيل التوقعات العقلانية حول المستقبل في تحديد قيمة الشركات. وبالتالي يجب أن تعكس أسعار الأسهم بدقة القيم الأساسية وتتحرك فقط صعوداً وهبوطاً عندما يكون هناك أخبار مستقبلية سواء إيجابية أو سلبية. وبالتالي استنتج الاقتصاديون أن الأسواق المالية هي مستقرة ذات كفاءة، وأسعار الأسهم تتبع السير العشوائي Random Walk ويميل الاقتصاد عموماً نحو التوازن العام.

فأما (Fama, 1970)، الأب الروحي لفرضية كفاءة السوق، يُعرف السوق المالي الكفاء بأنه الأسعار ذات الكفاءة المعلوماتية، حيث الأسعار تعكس على الفور جميع المعلومات ذات الصلة وبالتالي فهي مرآة للقيمة الحقيقية. وترى النظريات المالية التقليدية مثل نظرية كفاءة السوق Efficient Market Hypothesis ونظرية المحفظة الحديثة Modern Portfolio Theory أن الناس في سوق الأسهم يتصرفون بمنطقية وعقلانية وأن جميع الأنشطة هي انعكاس للمعلومات الاقتصادية التي تقوم على التصور الحقيقي للمعلومات المالية واتخاذ القرارات المثلى (Stanley, et al., 2011).

يقول (Baltussen, 2009) «العقلانية تعني أن اللاعبين الاقتصاديين ينتقون أفضل الخيارات الممكنة لأنفسهم». وأن كانت لا تزال هذه الفرضية هي الأساس لعلم التمويل، إلا أنها تواجه العديد من التحديات من قبل نموذج جديد المدرسة السلوكية. حيث تهدف هذه المدرسة إلى تحسين فهمنا للأسواق المالية من خلال تطبيق المعرفة المتراكمة من علم النفس وعلم الاجتماع.

وطبقاً ل (Nofsinger and Baker, 2002) فإن مجال التمويل تطور خلال العقود القليلة الماضية على أساس افتراض أن قرارات الناس عقلانية وأنها غير منحازة في توقعاتهم بشأن المستقبل. وتم التعامل في تلك النظريات مع المستثمرين

على أنهم لاعبين ملتزمين بفرضيات وقواعد اللعبة ويعظمون المنفعة الاقتصادية لأنفسهم في كل مرة يتخذون فيها قرارًا استثماريًا. ويعرف (Thaler and Barberis, 2003) المستثمر العقلاني Rational Investor باعتباره شخص دائمًا ما يحدث اعتقاداته في الوقت المناسب وبطريقة مناسبة عند تلقي المعلومات الجديدة؛ ويميل للخيارات المقبولة منطقيًا.

بافتراض «عقلانية المستثمرين» تمت صياغة العديد من النماذج والأدوات لعلماء ومشاهير في هذا المجال ونال العديد منهم جوائز نوبل لمساهماتهم في القضايا الأساسية في علم التمويل والتي راجت منذ انطلاقتها في خمسينيات القرن الماضي في الأوساط الأكاديمية والمتخصصة وعلى نطاق البنوك وشركات الاستثمار والمحترفين وأصبحت فرضيات ومصطلحات هذه النماذج هي اللغة الدارجة للمهتمين في هذا المجال من أكاديميين ومتخصصين، ومن أشهر هذه النماذج الرياضية المنطلقة من فرضية العقلانية والتي لا تزال منتشرة على نطاق واسع حول العالم:

- 1) نظرية المحفظة المالية الحديثة (Markowitz, 1952) Modern Portfolio Theory والتي تعني بمنهجيات تشكيل محافظ الاستثمار المثلى أخذًا في الاعتبار مخاطر وعوائد الورقة المالية وكذلك مخاطر المحفظة والتنوع الأمثل.
- 2) نظرية كفاءة السوق Efficient Market Hypothesis والتي تنص على أن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتوافرة والمتعلقة بالسوق وبالتالي فهي محصلة آراء جميع المستثمرين، مما ينتج عن الفرضية أن أسعار الأسهم دائمًا عادلة وبالتالي من المستحيل التغلب على السوق بشكل مستمر غير عشوائي.
- 3) نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Sharpe, 1964) The Capital Asset Pricing Model (CAPM) وهو نموذج لتسعير الأصل الرأسمالي يتعلق بالعائد المتوقع على أصل استنادًا إلى مستواه من المخاطر المنتظمة المرتبطة بالسوق.

### التمويل السلوكي:

أن فشل الاقتصاديين وبالتالي النظريات التي يؤمنون بها في تفسير أحداث كثيرة ومختلفة مثل الهزات القوية في الأسواق المالية والقرارات الخاطئة التي تتخذها المنظمات وكذلك الأفراد يطرح سؤالاً ملحقًا: هل الناس بالفعل عقلانيين في قراراتهم؟ أم أنه من المرجح أن تلك القرارات قد تكون مدفوعة بنوبات من المشاعر مثل الخوف والطمع والتي يمكن أن تؤدي إلى قرارات سيئة. ولكنه من الواضح أن ليست جميع قرارات المستثمرين في الأسواق المالية عقلانية. هذه السلوكيات غير العقلانية من المشتريين والبائعين يمكن أن تؤدي إلى عدة ظواهر لا يمكن أن تفسر عن طريق أدوات المدرسة العقلانية Rationality ومن هذه المظاهر التسعير الخاطئ للأصول Mispricing والفقاعات السعيرية Bubbles والأزمات المالية الكبيرة في الأسواق Financial Crises.

وفي ظل هذه التغيرات الحاصلة الكبيرة في الأسواق خصوصًا الأزمات المالية وتبعاتها التي أضافت حالة من عدم التأكد وصعوبة التنبؤ في حركة هذه الأسواق أصبح لزامًا علينا أن نتخلى قليلًا عن النظرة العقلانية للأسواق والعودة للعناصر الأساسية المحركة للأسواق ومحاولة فهم نفسيات المستثمرين ودوافعهم وشخصياتهم كمحرك رئيس للأسعار والتوجهات الاستثمارية.

هذه التغيرات أوجدت أرضية خصبة لتطور علم التمويل السلوكي وهو مجال يتقاطع فيه علم التمويل وعلم النفس المعرفي Cognitive Psychology، والذي يقود إلى معرفة أكبر للمستثمرين وفهم لنماذج قراراتهم الاستثمارية والمضاربة والتي لها أثر كبير ومستمر على الأسواق المالية. وتحاول مدرسة التمويل السلوكي وصف مجموعة من الظواهر التي قد تؤثر على سلوك الأفراد في سوق المال باستعمال أدبيات ومصطلحات علم النفس.

ومما ساهم في نمو فرع الاقتصاد والتمويل السلوكي هو عدم قدرة المدرسة التقليدية بفرضيتها «تعظيم المنفعة المتوقعة» للمستثمرين العقلانيين في إطار كفاءة الأسواق المالية لشرح العديد من نماذج الانحرافات Anomalies في أسعار الأصول المالية حيث تبدو أسعار بعض الأسهم بعيدة جدًا عن قيمتها العادلة أو تجد نماذج متكررة لحركة أسعار الأسهم مما يوحي بإمكانية التنبؤ بحركتها المستقبلية وفي هذا تناقض رئيس مع ما تدعو إليه نظرية كفاءة السوق.

لذا يحاول المدخل السلوكي حل هذه التناقضات من خلال التفسيرات على أساس السلوك البشري، فرادى وجماعات (Baker and Nofsinger, 2010). على سبيل المثال، يساعد التمويل السلوكي في تفسير سبب عدم كفاءة

الأسواق. حيث يدرس التمويل السلوكي الأسواق المالية فضلاً عن توفير تفسيرات لكثير من الحالات الشاذة في سوق الأوراق المالية (مثل تأثير شهر يناير)، فقاعات المضاربة في السوق. وكأن هناك في البداية جدل كبير حول صلاحية التمويل السلوكي لكون هذا الحقل نفسه لا يزال يتطور ويصقل نفسه.

أن الأعمال النظرية والتجريبية لأثنين من علماء النفس Daniel Kahneman and Amos Tversky ساهمت في بشكل كبير في تطوير أدبيات علم النفس في السبعينيات من القرن الماضي حيث أسس مفهوم الانحيازات المعرفية وكانت عاملاً أساسياً في ظهور الاقتصاد السلوكي أو ما يسمى المدرسة السلوكية في العلوم المالية والاقتصادية الذي أحرز به كانمان جائزة نوبل في عام 2002.

ويعرف (Baker & Nofsinger, 2002) مدرسة التمويل السلوكي بأنها «دراسة كيف يتصرف الناس فعلاً في وضع مالي. على وجه التحديد، هي دراسة كيف يؤثر علم النفس في القرارات المالية والشركات والأسواق المالية».

ولقد ذكر كثير من الباحثين، أن دراسة نظريات علم النفس والعلوم الاجتماعية الأخرى من شأنها تحسين كفاءة الأسواق المالية وشرح العديد من الحالات الشاذة في سوق الأوراق المالية، مثل النماذج الموسمية Calendar Effect وكذلك فقاعات الأسواق والانهيانات. كل هذه الموضوعات تقدم تحت المدخل العام الجديد المسمى «التمويل السلوكي» الذي يسعى لتحليل والتحقيق في الظواهر الشاملة بناء على المداخل والأدوات النفسية لسلوك الاستثماري (Stanley, (D.J., et al., 2011 ; Xiao et al., 2006

لذا فالتمويل السلوكي يسعى إلى مزيد من التكامل مع النظريات المالية التقليدية عن طريق دمجها مع علم النفس المعرفي في محاولة لخلق نموذج أكثر شمولاً للسلوك البشري في عملية صنع القرار. (Thaler; Barberis, 2003). ومؤخراً بعد المقاومة المبدئية من التقليديين، بدأت تأخذ المدرسة السلوكية دوراً متصاعداً الأهمية حتى أصبحت جزءاً أساسياً من علم التمويل السائد Mainstream Finance.

حيث بدأت من ثمانينيات القرن الماضي تظهر دراسات معارضة تتحدى الأسس النظرية الرئيسة للمدرسة التقليدية ومفهوم كفاءة الأسواق. (Black, 1986) يثبت أن المستثمرين الأفراد في تداولهم لا يعتمدون على المعلومات ذات العلاقة وإنما يعتمدون على الشائعات أو معلومات غير ملائمة لاتخاذ القرار وهو ما يسمى Noise Trading. حيث طور الباحثان Kahneman and Tversky نماذج منهجية للمستثمرين عندما يحيدون عن العقلانية (Kahneman and Tversky, 1979, 1973) وفي عام 1985 نشر العالمان (Shefrin and Statman, 1985) ورقتهم المشهورة عن أثر التمركز «Disposition Effect» حيث يميل الأفراد لبيع الأسهم الراجعة سريعاً والاحتفاظ بالأسهم الخاسرة لمدة طويلة. وكثيرون أكدوا هذا التأثير لاحقاً في دراسات مختلفة (Odean, 1998).

في الآونة الأخيرة، ظهرت الكثير من الأدلة التطبيقية Empirical Evidence المؤيدة لمفهوم لاعقلانية سلوك المستثمرين وذلك من خلال دراسة أنماط التداول في الأسواق. مثلاً وجدت دراسات عديدة أن المستثمرين الأفراد يتسمون بالثقة المفرطة في تقييمهم لمعلوماتهم وأدواتهم التحليلية مما يؤدي إلى التداول المفرط وينتج عنه تناقص العوائد على ثرواتهم (Grinblatt and Keloharju, 2009) (Barber and Odean, 2000, 2001). وتشير النتائج أن المستثمرين الأفراد يميلون لبيع الأسهم التي تعلن عن أخبار إيجابية وكذلك شراء الأسهم التي تعلن الأخبار السلبية (Kaniel et al., 2008) وكذلك (Hirshleifer et al., 2008).

واكتشف الباحثون أيضاً، أن الموظفين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في صناديق التقاعد يتأثرون بشكل كبير بالتحيزات النفسية والأخطاء الإدراكية (أنظر على سبيل المثال، Madrian and Shea, 2000 ; Benartzi and Thaler, 2001 ; Choi, Laibson, and Metrick, 2002)

وتشير الأدلة إلى أنه حتى المحترفين من المحللين يتصرفون بطريقة تتفق مع وجهة نظر علماء النفس حول السلوك البشري، أي أنهم ليسوا بمعزل عن التأثيرات العاطفية والنفسية على قراراتهم الاستثمارية. وبالتالي هم أيضاً عرضة للتحيزات السلوكية والأخطاء الاستثمارية. ويمكن الرجوع للدراسات التالية في هذا المجال (DeBondt and Thaler, 1990; Hilary and Menzly, 2006)

وحدد (Shefrin, 2000) ثلاثة محاور رئيسة في التمويل السلوكي على النحو التالي:

- أ- الاستدلال Ruls of Thumb: غالبا ما يتخذ الناس القرارات باستخدام استراتيجيات بسيطة واختصارات ذهنية Heuristics تعتمد على قياس حالات التشابه بين المواقف وقت اتخاذ القرار لتسهيل عملية اتخاذ القرار، وليس بناء على التحليلات العقلانية الصارمة، وهو ما يجعل الأفراد ميالين للوقوع في الأخطاء لاعتمادهم على قواعد مختصرة للحكم ولاتخاذ القرار كمثال اعتمادًا على مشابهة الحالة ومقارنتها مع حالات أخرى.
- ب- التأطير: طريقة عرض مشكلة ما أو قرار تؤثر على ردة الفعل أو ما يسمى الفهم والاستجابة للحدث.
- ج- عدم كفاءة السوق: هناك تفسيرات لنتائج السوق الملاحظة التي تخالف التوقعات العقلانية وكفاءة الأسواق. وتشمل هذه سوء التسعير واتخاذ القرارات غير العقلاني، وانحرافات العوائد.

وإن كان علماء النفس يقومون باختبار القرارات الاقتصادية والمالية لعقود إلا أن بحوث علم النفس تتم بمنهجية مختلفة عن البحوث في علم التمويل. بحوث علم النفس تتم عن طريق تصميم استبانات أو إجراء تجارب مقننة من أجل مراقبة وتغيير السلوك المعني من قبل الباحث وميزة هذا النوع من البحوث أن الباحث يستطيع عزل السلوك المقصود وملاحظته ولكنه يتعرض لكثير من الانتقاد حيث إن هذا السلوك في الحياة الواقعية قد يكون مختلفا عن معامل الاختبارات النفسية. في الجانب الآخر البحوث المالية تستخدم بيانات لقرارات تتم في الواقع وتعتمد على البيانات المستنتجة من القرارات الفعلية المحرزة في البيئة الاقتصادية (Baker and Nofsinge, 2010)

أما فيما يخص البيئة المحلية في العالم العربي فيوجد شح الدراسات التطبيقية التي تحدثت عن تحيزات المستثمرين في العالم العربي إحدى هذه الدراسات توصلت إلى أن المستثمرين في السوق السعودي ليسوا سواء ويمكن تقسيمهم لعدة قطاعات من المستثمرين وفقًا لتأثير التحيزات الإدراكية والعاطفية، حيث قام الباحث بتقسيم المستثمرين الأفراد إلى أربعة: الأول هم المتقبلون حيث تؤدي تذبذبات الأسواق إلى تقلبهم بين الأسواق والقطاع الثاني هم المستقرون هم الذين يمثلون غالبية المستثمرين الأفراد حسب عينة الدراسة، القطاع الثالث هم القطيع وأهم ما يميز هذه الشريحة من المستثمرين هي ارتياحهم واطمئنانهم لقراراتهم إذا وافقت قرارات الآخرين، أما القطاع الرابع وهم المخاطرون وهم الفئة الأقل بحسب عينة الدراسة ويتميزون بتحملهم لمخاطر أعلى عند طلبهم لعائد أعلى (منسي، 2009).

كما أظهرت دراسة أخرى على المستثمرين في السوق التونسي (Chaffai & Medhioub, 2014) أن المستثمرين يتأثرون بعدد من التحيزات مثل التمثيل وتجنب الخسارة والتوافر Availability Bias وتحيز الترسية، الدراسة أيضًا توصلت إلى أن المستثمرين الأعلى تعليماً هم أيضًا عرضة للوقوع في التحيزات.

في القسم التالي نستعرض وناقش أهم التحيزات الموجودة في الأسواق المالية والتي تؤثر على اتخاذ القرارات الاستثمارية.

## أنماط التمويل السلوكي (التحيزات):

يشير (Montier, 2007) في كتابه إلى تصنيف (Hirschleifer, 2001) للتحيزات وأنها تندرج تحت أربعة عناوين رئيسة هي الخداع الذاتي Self-deception واختصارات التبسيط Heuristic Simplification، والتأثير الانفعالي، والتفاعل الاجتماعي Social Interaction. أنظر الشكل 1.

وتبعًا لبحث (Kahneman, 2003) فإن البشر في بعض الأحيان عرضة «للوهم المعرفي» هذه الأوهام، المعروفة أيضًا باسم التحيزات، تنجم عن استخدام الاستدلال، أو ببساطة أكثر، الاختصارات العقلية والحدس. اكتشف Kahneman أنه تحت ظروف معينة يمكن للحدس أن يؤدي بشكل منهجي إلى قرارات وأحكام غير صحيحة.

فالبشر عرضة لمختلف التحيزات السلوكية، التي يمكن أن تصبح أكبر عقبة في سعيهم لتعظيم ثروتهم. فمثلًا التحيز المعرفي «الترسيخ» Anchoring يحدث عندما يعتمد الفرد كثيرا على جانب معين من المعلومات في اتخاذ القرار، قد يكلف ذلك كثيرا كما تكلفه المستثمر الشهير Warren Buffett 8 بليون دولار في عملية شراء أسهم شركة Walmart،

وهذه التحيزات بالأحرى قد تؤثر على أي شخص. لذلك، فإن المستثمرين المحترفين غير خالين من تلك التحيزات لكنهم يحاولون فهم أهمية تأثير العواطف على التداول حيث لا يميل المستثمرون الخبراء مثلا إلى المتابعة اليومية لحركة الأسعار لما لها من تأثير على قراراتهم لمعرفةهم بتأثير الخوف من الخسارة Loss Aversion، وتدريب أنفسهم على عدم خلط العواطف مع القرارات باتباع عملية من خطوتين (أولا) فهم العوامل العاطفية والضعف النفسي من خلال دراسة مختلف حالات التحيز وتحديد ما إذا كان هو / هي قد ارتكب هذه الأخطاء في الماضي أو إذا كان هناك ميل لارتكاب نفس الأخطاء في المستقبل؛ و(ثانيا) بعد تحقيق الأهداف في الخطوة السابقة، يأتي فهم السلوك غير العقلاني للأخريين والاستفادة من أخطائهم (Parikh, 2009).



Source: Montier, James. Behavioural Investing. Chichester, England: John Wiley & Sons, 2007. Print

الشكل 1: تقسيم التحيزات (Montier, 2007)

ويشير مصطلح الانحراف Bias في علم النفس إلى الاختلاف بين طريقة التفكير المفترض أن نتبعها كأفراد للوصول إلى أفضل نتيجة وبين الطريقة التي نفكر بها في الواقع. وهذا الانحراف قد يكون بسبب وجود خطأ في طريقة تعاطي الفرد مع المعلومات وهو يعرف أيضاً بالخطأ الإدراكي، ولتوضيح هذا النوع من الأخطاء لاحظ الخطان الموضحان في الشكل التالي حيث بالنظر السريع إلى السهمين يقع معظمنا لفتح «الوهم البصري» ونعتقد أن الخطين الأفقيين متساويين وهذا ناتج عن استخدامنا الاختصارات العقلية لحل المشكلات المعقدة بدلا من هضم جميع المعلومات تماما قبل اختيار الجواب الدقيق أو ما نسميه البديهة وهذا سر ذكاء وإبداع الإنسان واختلافه عن بقية الكائنات وكذلك الحواسيب لكن المشكلة أننا نقوم في الاعتماد على البديهة والاختصارات العقلية في مواقف تحتاج التفكير الدقيق والتأمل. أن التحيزات

في القرارات الاستثمارية ليست ببعيدة عن التحيز أو الوهم البصري من ناحية أننا نعتقد أننا نرى الصورة كاملة ونتخذ قراراتنا الاستثمارية بناء على البديهية والثقة بمعلوماتنا أو بما يتوافق مع قناعاتنا والتي ليست بالضرورة صحيحة.



.Source: Kahneman, Daniel, and Amos Tversky. Choices, values, and frames. Cambridge University Press, 2000

الشكل 2: الوهم البصري - مولر لير

## أهم التحيزات السلوكية المنتشرة

التحيزات السلوكية في مجال الاستثمار تشمل العديد من الأنواع فهناك التحيزات المعرفية والتحيزات العاطفية. التحيزات المعرفية هي ناجمة عن الميل إلى التفكير بطريقة معينة والتي يمكن أن تؤدي إلى انحرافات منهجية عن معيار العقلانية أو الحكم الجيد أما التحيزات العاطفية فهي تنتج من الاعتماد على المشاعر بدلا من الحقائق. ويجب أن ننوه أن هذه التحيزات لا تحدث في الغالب بمعزل بعضها عن بعض بسبب التفاعلات العميقة القائمة بين التحيزات المختلفة وتعقيد السلوك والدوافع البشرية. ومع ذلك، تمثل القائمة التالية بعض التحيزات المشتركة التي تواجه المستثمرين ولكن البعض الآخر قد يكون بالقدر نفسه من الأهمية تبعا لحالة المستثمر.

وفيما يلي نقدم أهم التحيزات المثبتة في أسواق الأسهم وسوف نقوم بنقاشها وتوضيح أثرها وكيف يمكن تجنبها من قبل المستثمر وكذلك كيف يمكن الاستفادة من هذه التحيزات في أسواق المال.

### 1- تحيز التأكيد Confirmation Bias

عملية التداول في الأسواق المالية تشمل عدة أنشطة رئيسة يجب أن تتم من قبل المستثمرين ومن أهمها نشاط البحث عن المعلومات ومعالجتها في الأسواق المالية الأولية حيث يحتاج المستثمرون إلى معرفة الخصائص الأساسية للأصول التي يتم تداولها. كذلك يحتاج المستثمرون لتوقع آراء المستثمرين الآخرين وما يفكرون به حيال الخصائص الأساسية للأصول من أجل تقدير أفضل لأسعار الأصول في المستقبل. النظرية المالية التقليدية تفترض عادة أن المستثمرين لديهم قدرات لامحدودة وغير منحازة في معالجة المعلومات (Thaler (2015) و(Bloomfield, 2010). لكن حسب ما تشير أدبيات علم النفس والتمويل السلوكي فإن المستثمرين يميلون للتركيز على المعلومات والإشارات التي تتفق مع وجهات نظرهم السابقة (Pouget & Villeneuve, 2012)

يملك الأشخاص انطباعات وأحكام مسبقة عن القضايا والأشخاص الذين يتعاملون معهم وهذه الانطباعات الأولية من الصعب زعزعتها لأن هناك ميل طبيعي إلى التصفية الانتقائية وإيلاء المزيد من الاهتمام للمعلومات التي تؤيد آراءهم، بينما تتجاهل أي منطق معارض لآرائهم وغالبا ما يشار إلى هذا النوع من التفكير الانتقائي على أنه « انحياز

التأكيد». أي أننا فقط ننحاز إلى المعلومات والتحليلات التي تؤيد وجهة نظرنا فقط ولا نعطي الانتباه الكافي لأي أقوال أخرى.

هذا التحيز تم توثيقه بشكل مكثف في أدبيات علم النفس بدأ من الورقة المهمة لـ (Lord et al, 1979) حيث درس Lord وزملائه طريقة تأثير الأشخاص وتفاعلمهم مع المعلومات في خصوص قضايا اجتماعية مثيرة للجدل مثل عقوبة الإعدام والتي لها مؤيدون ولها معارضون ووجد الباحثون أن جميع الفريقين عندما تعرض عليهم إحصاءات وأدلة وشواهد مختلطة أي لا تؤيد أي من الفريقين بشكل قاطع فإن كل فريق يراها مقنعه ومؤيده لرأيه بشكل كبير. وخلص الباحثون إلى أن هذا التحيز يمكن أن يكون راجعا إلى وجود اتجاه منهجي خاطئ للنظر فقط أو التركيز على أنواع معينة من المعلومات.

توصل (Bodenhause, 1988) لنتائج مشابهة وأضاف أن هناك نوعين من التحيز في آليات معالجة المعلومات في هذا المجال، حيث أولاً: هناك تحيز تغيير المعنى حيث يميل الفرد إلى تفسير المعنى لصالح قناعاته المسبقة وثانياً: تحيز الاستيعاب وهو يحصل عندما نعطي المزيد من الاهتمام والمزيد من الوزن في قراراتنا للمعلومات التي تتماشى مع معتقداتنا السابقة أيضاً.

في دراسة باستخدام التحليل البعدي Meta-Analysis على 91 دراسة لـ (Hart et al., 2009) وجد الباحثون أن الناس أكثر عرضة للانتباه إلى المعلومات التي تتماشى مع معتقداتهم السابقة بمرتين مقارنة مع المعلومات الأخرى خصوصاً إذا كانت تلك المعلومات ذات جودة عالية، ويزداد هذا التأثير كلما كان إيمان الأفراد قوي جداً بقناعاتهم وقيمهم المسبقة.

أظهر كل من (Rabin and Schrag, 1999) في دراستهم للأثار المترتبة على تحيز التأكيد على تشكيل المعتقدات، أن هذا التحيز يمكن أن يؤدي إلى الثقة المفرطة، ويمكن أن يحد من الوعي الكافي حتى بعد الحصول على كمية لا حصر لها من المعلومات.

يوضح (Pouget & Villeneuve, 2012). تأثير هذا التحيز على المستثمرين بأنه إذا كان المستثمرون لديهم توقعات إيجابية بشأن التدفقات المستقبلية لسهم ما وحصل أن الأخبار المستقبلية تؤكد هذا التوقع فيستفيد جميع المستثمرين بما فيهم الأشخاص العرضة لهذا التحيز لكن أن ظهرت الأخبار المستقبلية سلبية عكس ذلك فإن أكثر من يتضرر هم أولئك المستثمرون المتأثرون بهذا التحيز لأن توقعاتهم أعطت احتمالية أكثر للأخبار الإيجابية أكثر من السلبية.

في مجال الاستثمار، يقترح تحيز التأكيد أن المستثمر سيكون أكثر عرضة للبحث عن المعلومات التي تدعم فكرته الأصلية نحو ورقة مالية بدلاً من البحث عن المعلومات التي تتعارض مع ذلك. ونتيجة لذلك، كثيراً ما يؤدي هذا التحيز لاتخاذ القرارات الخاطئة بسبب التعاطي مع الموضوع من منظور ضيق مما يشوه التفضيلات الإطار العام المرجعي لقرارات المستثمر وبالتالي يفقد النظر إلى للصورة الكلية. كما إن هذا التحيز تزيد حدته في الشبكات الاجتماعية ومنتديات الأسهم (Barber and Odean, 2001).

يشير (Dunham, 2011) إلى مثال يشرح كيف يتأثر المستثمر بهذا التحيز، افترض أن هناك إعلان عن أرباح ربعية تحققت وبعد التقييم الموضوعي للمعلومات قرر المستثمر أن يشتري إحدى الشركات، وبعد فترة بسيطة من اختياره للسهم أصبحت تأتية وبشكل متقطع معلومات قصصية على أساس يومي تزوده بمعلومات منها الجيد عن شركته ومنها السيئ، يشير الباحث إلى أن المستثمر يبالغ في تقدير أهمية Overweight المعلومات الجيدة والمبالغة في التقليل من أهمية Underweight المعلومات السيئة عن الشركة وهو ما يؤثر بالتالي على انجياز المستثمر «لتأكيد قناعته» بصحة قرار الاستثمار.

على سبيل المثال، مستثمر يسمع عن سهم «ساخن» من مصدر غير معروف وأنه سوف يحقق عوائد عالية فيشد انتباهه ويبدأ المستثمر بمتابعة الأسهم والبحث عن معلومات الشركة للبحث عما يثبت هذه الادعاءات. ما يحدث هو أن المستثمر يجد كل أنواع الإشارات الخضراء حول الاستثمار (مثل نمو التدفق النقدي أو انخفاض نسبة المديونية «الدين / حقوق المساهمين» في حين تتشكل رؤية ضبابية حول الإشارات الحمراء ذات الطابع الوخيم مالياً، مثل فقدان زبائن مهمين أو أسواق مضطربة.

وفي العديد من نقاشات الباحثين مع الأشخاص المتداولين والذين لديهم قناعات مسبقة قوية مؤيدة لاستخدام التحليل الفني من ناحية أهميته وأنه يوفر معلومات متفوقة لدى مستخدميه مما يساعد في تحقيق عوائد أعلى من عوائد السوق. عرض الباحثان العديد من الأبحاث والمقالات العلمية والتي تحمل أدلة متضاربة نوعاً ما تجاه التحليل الفني أو لا تؤيد أسلوب التحليل الفني بشكل قاطع وبعضها تحمل أدلة قوية ضد التحليل الفني وأنه لا يفيد في تحقيق عوائد إضافية وقد يحمل المتداول تكاليف ومخاطر إضافية لا يكافئه السوق عليها. وعند توثيق آراء المشاركين حول هذه الأدلة والمقالات لاحظ الباحثان أن معظم المشاركين أهملوا الأدلة التي تقف ضد قناعاتهم أي أنهم فقط ركزوا على المعلومات المؤيدة لقناعاتهم حتى وإن كانت لا تحمل شواهد قوية ولم يتحدثوا عن بقية الأدلة المضادة لقناعاتهم بشكل صاخر حتى أن بعض المقالات كانت تحمل عناوين ضد التحليل الفني صراحة ولكن تحيز التأكيد ووهم الفاعلية كما يشير (Kahneman, 2011) يجعلهم ميالين لإهمال الأدلة العلمية، وهو أيضاً ما يشير إليه (Taffler, 2010) صراحة بأن الممارسين للتحليل الفني قد يتأثرون بوهم الفاعلية Illusion of Validity.

## 2- تحيز إدراك الأمور بأثر رجعي Hindsight Bias

تحيز إدراك الأمور بأثر رجعي Hindsight Bias يقع بعد حدوث الشيء - وهو تحيز إدراكي يمكن وصفه بالترعة الفطرية لدى الأفراد لرؤية الأحداث بعد وقوعها على أنها أكثر قابلية للتنبؤ مما هي عليه بالفعل وأنها بديهية، في حين أنه في الواقع، لم يكن من الممكن توقع الحدث بشكل منهجي. ولقد أثبتت هذه الظاهرة في مجالات مختلفة مثل حوادث التاريخ والسياسة والأحداث الرياضية والاقتصادية. في الحروب وسقوط الدول مثلاً تجد كثيراً من المحللين والمهتمين يعزون هزيمة دولة ما إلى سبب معين وكأنه كان من السهولة التنبؤ به، لكن في الواقع قبل الحدث لم تكن من السهولة قط أن تعرف ذلك وتتنبأ به. الكل يريد أن ينتصر في الحرب ويخطط لها جيداً ولكن توقع ماذا سوف يحصل يظل من أصعب الأشياء. بينما بعد الحرب من السهولة تفسير الحدث بربطه بأسباب معينة وفي الغالب هي غير صحيحة (Taleb, 2010).

في العام (1991) طلب الباحثان Martin Bolt and John Brink في تجربة لهما مع طلاب إحدى الكليات التنبؤ بقرار لمجلس الشيوخ الأمريكي الخاص بالتصويت لاختيار المرشح للمحكمة العليا Clarence Thomas. قبل تصويت مجلس الشيوخ توقع 58% من المشاركين بأنه سوف تتم الموافقة عليه. عندما تم استطلاع آراء الطلاب مرة أخرى بعد أن تمت الموافقة على Thomas، قال 78% من المشاركين أنهم اعتقدوا فعلاً أنه سوف تتم الموافقة عليه، وهو ما يشير بوضوح لتأثير هذا التحيز وكيف أنه يظهر عند النظر للأحداث الماضية.

أحداث كثيرة تبدو واضحة عند إعادة النظر للماضي. ويعزو علماء النفس هذا التحيز للحاجة الفطرية لدى البشر لوجود نظام منطقي ومحكم للأحداث Ordered من خلال خلق تفسيرات تسمح لنا أن نصدق أن الأحداث كان يمكن التنبؤ بها (Kahneman, 2011)، كما يشير في كتابه إلى أننا وإلى حد بعيد نميل إلى نبذ الاعتقاد بأن الكثير مما يحدث في حياتنا هو عشوائي الحدوث، وفي السياق المحلي نلاحظ الاستخدام المتكرر لتعبيرات تشير إلى وجود قوة خفية تتحكم في السوق مثل «صانع السوق» أو «مضارب السهم» ويعتقد كثيرين بقدرة قلة محدودة من الأشخاص تتحكم في حركة الأسعار، كما نلاحظ أيضاً أنه عند هبوط الأسعار يتجه الكثير من المتداولين إلى إلقاء اللائمة على هؤلاء «المتداولين الكبار» المتحكمين بحركة الأسعار وهو ما يتوافق مع ما تشير إليه دراسة (Hirshleifer and Teoh, 2010) بوجود نظرية المؤامرة كمفسر للكثير من الأحداث، حيث يشير الباحثان إلى أنه وبسبب تعقيد الأنظمة وصعوبة فهم المخاطر المرتبطة بالأسواق المالية يميل الناس إلى نظرية المؤامرة كمفسر للأحداث في الأسواق المالية.

أن هذا الفضول لتفسير الأشياء مفيد في كثير من الحالات، إلا أن إيجاد الروابط الخاطئة بين السبب والنتيجة لحدث ما قد يؤدي إلى تبسيط غير صحيح. على سبيل المثال، يدعي كثير من الناس الآن أن بوادر فقاعة التكنولوجيا في أواخر التسعينيات في السوق الأمريكي كانت واضحة جداً (أو أي فقاعة من التاريخ، مثل فقاعة تولىب من 1630 أو فقاعة بحر الجنوب 1711 أو فقاعة السوق السعودي 2006). هذا يعتبر مثال واضح على وقع التحيز، إذا كان تشكيل فقاعة واضحة في ذلك الوقت، فعلى الأرجح لن تتصاعد الموجه وتنفجر في وقت مبكر (Taleb, 2010; Pompian, 2006).

بالنسبة للمستثمرين، تحيز إدراك الأمور بأثر رجعي قد يعتبر مسبباً لواحد من أخطر التحيزات التي قد تؤثر على المستثمر «الثقة المفرطة». في هذه الحالة، يعتقد المستثمرين أن لديهم قدرات متفوقة في اختيار الأسهم. يشير (Monti)

(and Legrenzi, 2009) إلى أن هذا التحيز قد تكون له تبعات مهمة على سلوك المستثمر الفرد حيث يؤثر على تعرضه للمخاطر وانكشافه لها من خلال تأثيره على قرارات المحفظة وتخصيص الأصول Asset Allocation حيث قام الباحثان باستكشاف العلاقة بين قرارات الاستثمار وتحيز الإدراك بأثر رجعي من خلال التركيز على العلاقة السببية بين تقديرات المشاركين وأخطاء الذاكرة، تم سؤال المشاركين عن توقعاتهم للسيناريوهات المتوقعة للحالة الاقتصادية والاستثمار على أساس توقعاتهم تقريبا نصف الطلاب وثلثي المستثمرين الماليين المشاركين في الاختبار خلطوا بين توقعاتهم الأصلية في بداية الاختبار والمعلومات التي أعطيت لهم بعد ذلك، أيضاً يشير (Bukzar and Connolly, 1988) إلى أن تحيز إدراك الأمور بأثر رجعي يمنع كثير من المستثمرين من فهم أسباب أخطائهم حيث تبدو وكأنها كانت قابلة للتوقع.

### 3- تحيز الثقة المفرطة: Overconfidence

يمكن تعريف الثقة المفرطة بأنه ميل الشخص لتضخيم قدراته المعرفية ومهاراته الاستثمارية، حيث يميل للمبالغة في تقدير المهارات الخاصة به في مجالات الأنشطة المالية. في سياق سوق الأسهم، قد يحدث عندما يعتقد المتداول أنه أكثر دراية أو قدرة على اتخاذ قرار الاستثمار من الآخرين. ويؤكد (Plous, 1993) في كتابه على أنه أحد أكثر التحيزات شيوعاً في مجالات اتخاذ القرار.

يشير هذا التحيز إلى أن المستثمر يعتقد أنه يعرف أكثر مما يحتاج ومثل هذا الاعتقاد الخاطئ يحدث عندما يقدر الناس معلوماتهم الشخصية أكثر من أي وقت مضى (Shiller, 2003)، كما يؤكد (Rizzi, 2008) إلى أنه رغبة الشخص في المبالغة في الحكم والتنبؤ. تحيز الثقة المفرطة يؤدي بالمستثمرين لشراء الأسهم باهظة الثمن وبيعها بسعر منخفض (Nicolosi et al., 2009). وهناك باحثون آخرون ربطوا الثقة المفرطة بزيادة كمية التداول وتكوين فقاعات أسعار في الأسواق المالية (Johnsson et al., 2002)

كما أشار (Altman, 2014) إلى محاجة (Kahneman, 2011) في كتابه بشأن أهمية وتأثير ما يسميه «وهم الفاعلية» Illusion of Validity، حيث يتجه الأفراد إلى بناء سرديات Narrative متماسكة تؤكد قناعاتهم السابقة. حيث يشير إلى أن المفتاح الرئيس لفهم هذا العامل في بناء الثقة المفرطة يتمثل في ميل الأفراد إلى تجاهل الأدلة المضادة لما يرونه هم قصة متماسكة ومقنعة.

يرى (Coval et al., 2005) أن تحيز الخداع الذاتي Self-deception من الممكن أن يشرح هذا التحيز حيث يحمل الأشخاص صورة مفرطة الإيجابية عن أنفسهم، كما يعتقد غالب الناس بوجود قدرات خاصة للخبراء تمكنهم من اختيار الأسهم الناجحة في الأجل القصير عكس ما تؤكد نظرية كفاءة الأسواق المالية وما تؤكد الأدبيات في موضوع «معضلة الخبير Expert-problem» حيث أجرى (Torngren & Montgomery, 2004) دراستين على مجموعتين تضم عدد من الخبراء الماليين مدراء محافظ ومستشارين للاستثمار ومحللين ماليين ووسطاء وعدد من طلبة كلية علم النفس، لاختبار قدرتهم على التنبؤ بحركات بعض الأسهم خلال ثلاثين يوم نصف الطلاب كانوا بنسبة (52% - 50%) ناجحين في تنبؤاتهم وهو ما يمكن تفسيره بعشوائية حركة الأسعار في الأجل القصير، أما الخبراء في المجموعتين فقد كانت تنبؤاتهم أسوأ حيث حصلوا على 40% فقط !.

في الدراسة الأخرى تم سؤال المجموعتين عن ثقتهن في توقعاتهن للأسهم التي سترتفع، وكلا المجموعتين كانوا مفرطين في ثقتهن في قدرتهن على التنبؤ بالحركة المستقبلية للأسهم، لكن الخبراء الماليين كانت توقعاتهم أكبر (63% - 67%) مقابل (58% - 59%) للناس العاديين، لو كان الخبراء يلتزمون بالسلوك العقلاني فنظرية كفاءة الأسواق المالية تؤكد من ضمن تضميناتها على صعوبة التنبؤ في الأجل القصير والمفترض أن يؤكد الخبراء أن ثقتهن في تنبؤاتهم لا تزيد على 50% بسبب عشوائية حركة الأسعار وهو ما يؤكد ما يشير إليه «نسيم طالب» في كتابه (Taleb, 2010) بأن الخبراء لا يعرفون الكثير عن ما لا يعرفون !.

تشير دراسة (Stotz & Nitzsch, 2005) إلى وجود علاقة بين الثقة المفرطة ووهم التحكم Illusion of Control وهو وهم يقع فيه بعض المستثمرين حيث يعتقدون أن لهم تأثير على السوق والأسهم التي يستثمرون بها حيث يعتبر كمحدد لمستوى الثقة المفرطة، وجد الباحثان من خلال دراستهم لتنبؤات المحللين الماليين في مجالين التنبؤ بالأرباح

(الثقة فيه أكبر) والتنبؤ بحركة الأسعار «أسعار الأسهم» (الثقة فيه أقل)، وجد الباحثان أن هناك ثقة أكبر في التنبؤ بالأرباح بعكس التنبؤ بالأسعار، وعند سؤالهم عن الأسباب كان المحللين يعززون النجاح في التنبؤ بالأرباح إلى عوامل مثل «الخبرة» أو «بعض المعلومات التفصيلية عن الشركة» أو «المعرفة بالقطاع» أو «العمل الشاق» في حين عند سؤالهم عن التنبؤ بحركة الأسعار كانوا يشيرون إلى عوامل مثل «الصدفة» و«الحظ» أو ناتجة عن عوامل مثل «لاعقلانية المستثمرين» وهو ما يشير إلى اعتقاد المحللين الماليين بشعورهم بالتحكم عند تنبؤهم بالأرباح. كما نشير إلى مؤثر آخر على الثقة المفرطة وهو زيادة المعلومات Illusion of Knowledge يعرفه (Montier, 2007) بأنه «ميل الأفراد للاعتقاد بأن دقة توقعاتهم تزيد مع زيادة المعلومات»، وهو ما تقف ضده دراسات عديدة أنظر (Tsai et al., 2008) يجدر بنا أن نشير هنا إلى أن النصيحة الشائعة بأن الأفضل الجمع بين التحليل المالي والفني عند اتخاذ القرار، وهي قد تبدو مقنعة حدسيا كما هو وهم المعرفة، ولكن هذه النصيحة قد تضر أكثر مما تنفع بسبب تعرض المتداول لمعلومات أكثر وقد تكون متضاربة وهو أيضاً ما قد يتسبب في التقليل من التركيز على العوامل والمعلومات ذات التأثير الأكبر في قرار الاستثمار والانشغال بمعلومات وعوامل غير مهمة.

الثقة المفرطة هي اعتقاد غير مناسب من قبل الشخص في قدراته المعرفية ومهاراته الاستثمارية حيث يميل للمبالغة في تقدير المهارات الخاصة به في مجالات الأنشطة المالية. في سياق سوق الأسهم، قد يكون عندما كنت تعتقد أنك أكثر قدرة أو أعلى دراية من الشخص آخر. أذن «الكل يعتقد أنه سوف يتغلب على السوق» وإذا كنت تؤمن بعدم تأثير تحيز الثقة المفرطة عليك فربما لأنك واقع أصلاً تحت تأثيره.

يشير هذا التحيز أن المستثمر يعتقد أنه يعرف أكثر مما يحتاج ومثل هذا الاعتقاد الخاطئ يحدث عندما يقدر الناس معلوماتهم الشخصية أكثر من أي وقت مضى. أنه رغبة الشخص في المبالغة في الحكم والتنبؤات. تحيز الثقة المفرطة يؤدي بالمستثمرين لشراء الأسهم باهظة الثمن وبيعها بسعر منخفض وهو ما يزيد من كمية التداول ويؤدي إلى فقاعة أسعار في الأسواق المالية. وقد وجدت دراسات كثيرة أن الرجال في الغالب أكثر عرضة لهذا التحيز خاصة غير المتزوجين منهم، حيث إن المرأة تتجنب التداول النشط في الأسهم أكثر من الرجل وبالتالي تحقق عوائد أفضل ويرجع ذلك لطبيعتها في تجنب المخاطر. على سبيل المثال وجد العالمان (Barber & Odean 2001) في دراسة للحسابات الاستثمارية لـ 35,000 أسرة أن الرجل يتداول أعلى من المرأة بنسبة 45% وذلك راجع للثقة المفرطة في قدراته، وليس كون المرأة أفضل منه في قدراتها التحليلية ومهاراتها الاستثمارية.

يقول (Bondt & Thaler, 1994) عن تحيز الثقة المفرطة «لعل النتيجة الأكثر قوة في علم نفس القرارات هي أن الناس يتصفون بالثقة المفرطة» ولكي تتأكد من ذلك يمكنك إجراء الاختبار البسيط على مجموعة من الأشخاص بسؤالهم عن تقدير مهاراتهم في القيادة مقارنة بالسائقين الآخرين، واختيار إجابة من بين التالي:

(مهاراتي في القيادة عالية). (مهاراتي في القيادة متوسطة). (مهاراتي في القيادة ضعيفة).

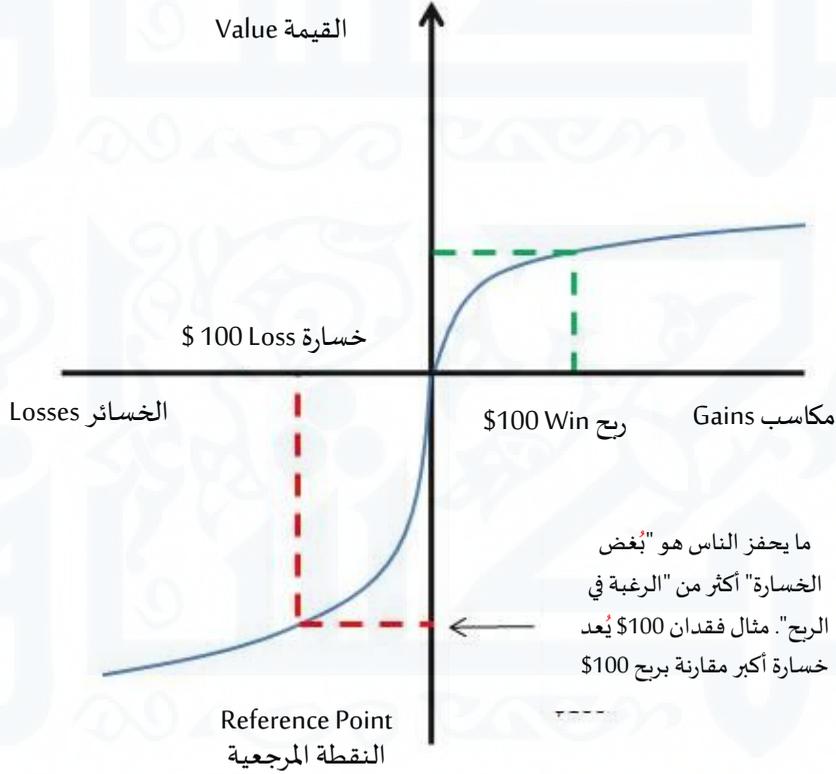
ستتفاجأ أن معظم الناس يختارون الإجابة الأولى، بينما التوزيع الطبيعي يفترض تقريبا وجود الثلث في كل مجموعة. حتى أننا جربنا الاختبار على مجموعات مختلفة من المتدربين ودائماً فوق النصف من الحضور يقولون إن مهاراتهم في القيادة عالية حتى أن بعض المجموعات وصلت إلى 90% من الطلبة في الفئة الأولى، وهذا طبيعي فكلما صغر عمر الإنسان كلما زادت ثقته بنفسه أكثر، إذا كنا كلنا سائقين ممتازين إذن من هم هؤلاء الذين يقودون في الشارع!

#### 4- تجنب الخسارة Loss Aversion

يعتبر هذا التحيز أحد أهم الإضافات التي قدمها علم النفس إلى علم الاقتصاد السلوكي كما يؤكد (Kahneman, 2011) وهو ميل المستثمرين إلى تجنب الخسارة وحساسيتهم لها أكثر من الأرباح كما في الشكل أدناه، وهو ما يفسر لماذا يصبح المتداولين باحثين عن المخاطر في المجالات الخاسرة ومتحفظين في المجالات الربحية، حيث تلعب محاولتهم لتجنب الخسارة الدور الأكبر في عملية اتخاذ القرار، حيث تشير الدراسات إلى أن المستثمر يعطي وزناً أكبر للخسارة بمعدل من 1.5 إلى 2.5 مقارنة بالربح وهو ما يسميه (Kahneman, 2011) معدل بَعْض الخسارة Loss Aversion Ratio.

## Kahneman and Tversky: Prospect Theory Applied to Gambling Wins/Losses

### نظرية المأمول – مخاطرة الربح والخسارة



Source: KAHNEMAN, D. and TVERSKY, A., 1979. Prospect theory: An analysis of decision under risk. Econometrica: Journal of the Econometric Society, pp. 263-291

### الشكل 3: نظرية المأمول Prospect Theory

تم طرح «نظرية المأمول» Prospect Theory كبديل عن نظرية المنفعة المتوقعة بعد أن قام بتطويرها (Kahneman & Tversky 1979) كنموذج لاتخاذ القرار حيث تفسر لماذا قد يختار الأفراد خيارات لا تبدو متسقة مع نظرية المنفعة المتوقعة وفي المثال الآتي شرح للفكرة من (Kahneman & Tversky, 1981).

افترض أنك تواجه الحالة التالية لاتخاذ القرار:

قرار 1: أنت مُخير بين:

- A مكسب مؤكد \$ 240 أو
- B فرصة أن تكسب \$ 1000 باحتمالية 25% واحتمالية 75% ألا تكسب أي شيء.

قرار 2: أنت مُخير بين:

- A خسارة مؤكدة لـ \$ 750 أو
- B 75% احتمالية أن تخسر \$ 1000 و 25% احتمالية ألا تخسر أي شيء.

ماذا ستختار؟

بالنسبة للقرار رقم 1 غالبية من تم سؤالهم من قبل (Kahneman & Tversky, 1981) (84%) كانت استجابتهم باختيار الخيار A بينما بالنسبة للقرار 2 اختار غالبية المشاركين (87%) الخيار D وهو الأمر الذي يعطي نتيجة لا تتوقعها

نظرية المنفعة المتوقعة حيث يبدو الأفراد المشاركون كارهين للخسارة في القرار الأول مع أن الخيار الآخر B يعطي مكسباً أفضل، في حين يظهر المشاركون كباحثين عن المخاطر في القرار الثاني مع أن الخيار الآخر C يعطي خسارة أقل بحسب نظرية المنفعة المتوقعة.

الخيار B في قرار 1 كان يساوي بحساب المنفعة المتوقعة  $250 = 0 \times 0.75 + 0.25 \times 1000$  وهي قيمة أعلى بالطبع من 240 المكسب المؤكد.

في حين أن الخيار C يساوي بحساب المنفعة المتوقعة  $750 = 0 \times 0.25 + 0.75 \times 1000$  وهو ما يعني نفس الخسارة مع مخاطرة أكبر

يحدث هذا النفور من الخسارة لأن وكما تؤكد النظرية ألم الخسارة يُعادل ضعفي ابتهاج وفرحة المكسب وهو الأمر الذي يلقي بظلاله على سلوك المستثمرين، حيث يراعون مشاعر الندم الناجمة عن الخسارة والشعور بالاعتزاز عوضاً عن النظر والاهتمام بتعظيم الثروة.

عموماً، يمكننا قبول الخسارة متوقعة صغيرة بدلاً من خسارة غير متوقعة كبيرة حقاً. لذلك، يصبح لدينا مشكلة في خفض الخسائر الخاصة بنا عندما تنخفض قيمة الاستثمار بشكل كبير وقد نميل إلى الاحتفاظ بالاستثمارات الخاسرة لفترة طويلة، على أمل أن تتعافى قيمة الاستثمار مستقبلاً وكل هذا يحصل بسبب عدم رغبتنا بالاعتراف بالخسارة.

وهذا الجانب الغريزي في الإنسان في رغبته بتجنب الخسارة يقود لانحراف معروف في الأسواق المالية يسمى «صعوبة إدراك الخسائر» حيث يتردد المستثمر في البيع لوجود تعلق عاطفي وانطباع أن قرار التخلي عن الأصل يُعد خسارة في الثروة غير مبررة حيث إن السوق يجهل القيمة الحقيقية للأصل. ويميل المستثمر لتأجيل بيع الأسهم الخاسرة على أمل تعويض هذه الخسائر في المستقبل بالرغم من القاعدة الاستثمارية المشهورة «وقف الخسائر» وكل هذا عائد لصعوبة الاعتراف بالخطأ بسبب حالة العناد والشعور بالنقص عند إدراك الخسائر، لذا نفضل الاستمرار بالخسائر على الإقرار بالخطأ. وهذا التحيز يؤثر على محافظ المستثمرين بشكل كبير ويمنعهم من اتخاذ قرارات مستقبلية استثمارية سليمة بسبب الاستثمارات الخاسرة التي يحتفظ بها المستثمر والتي قد تشكل تكلفة عالية إذا أخذنا بالحسبان تكلفة الفرصة البديلة في حال تخلصه من هذه الاستثمارات الخاسرة مبكراً والاتجاه إلى استثمارات أفضل.

## 5- الحساب الذهني Mental Accounting

بناء على التجارب اقترح (Thaler, 1999) مفهوم الحساب الذهني وهو قيام الأفراد في بعض الأحيان بفصل القرارات التي ينبغي تكون مجتمعة حيث إنها كلها يجب أن تعتمد على نفس المعطيات مما يؤدي بنا إلى اتخاذ قرارات مختلفة لحالات متشابهة في المعطيات وهذا غير منطقي وكأننا بذلك ننشئ حسابات ذهنية متفرقة خاصة بكل موقف مع أن المعطيات واحدة. خذ على سبيل المثال لا نهتم بفرق 10 دولار لسبعة ثمانية تباع في محلين كساعة يدوية مثلاً، لكننا نغضب كثيراً إذا وجدنا فرق 10 دولار لسبعة رخيصة مثل كوب قهوة مع أن المنطق يقول إن العشرة دولار تمثل نفس القيمة لك في الحاليتين. يؤثر هذا السلوك كثيراً عند بناء وتمويل المحافظ المالية والتعامل مع الأصول والأسهم المكونة لها، يشير (Clarke et al., 1994) إلى أن المستثمرين يتأثرون بهذا التحيز عند بناء محافظهم ما يجعلهم ينحرفون عن ما تقترحه عليهم نظرية المحفظة Modern Portfolio Theory (MPT) من خلال تركيز نظرهم على التفاعل بين مكونات المحفظة لخفض المخاطر بسبب نمذجتهم للأصول في حسابات منفصلة، كما يشير (Nofsinger, 2005) إلى أن المستثمرين لا يهتمون بمخاطر المحفظة، كما يشير إلى الدراسات العديدة التي تحدثت عن أن النظرة الضيقة Narrow Framing وهي أحد مظاهر هذا التحيز تؤثر على النظر لمخاطر سوق الأسهم بمعزل عن المخاطر الأخرى وهو ما قد يفسر لماذا يحجم الكثيرين عن الاستثمار في سوق الأسهم. على كل حال تكفي الإشارة هنا إلى ما ذهب إليه (Thaler & Sunstien, 2008) من أنه إذا ما نظر المستثمرون إلى الأدلة عن مخاطر الأسهم والسندات في الأجل الطويل لربما استثمروا كل ما يملكون تقريباً في الأسهم. (كمثال يؤكد الكاتبان على أنه لا توجد 20 سنة انخفضت فيها الأسهم عن قيمتها الحقيقية أو استطاعت السندات التفوق عليها).

في السياق المحلي لاحظ الباحثان تأثر العديد من المستثمرين بهذا التحيز من خلال الجمع بين المضاربة والاستثمار كهدفين منفصلين من خلال محاولة بناء محفظتين للاستثمار والمضاربة والفصل بينهما بهدف السيطرة على مخاطرة كل محفظة على حدة عوضاً عن النظر إلى ما يضيفه الأصل الجديد للعائد الكلي للمحفظة وخفضه لمخاطر المحفظة ككل. أيضاً يظهر هذا التحيز في طريقة تعامل المتداولين وقراراتهم الاستثمارية مع التدفقات النقدية الحاصلة من التوزيعات النقدية للشركات أو من بيع أسهم الاكتتاب بطريقة مختلفة عن التدفقات النقدية القادمة من مصدر آخر مثل رواتب الموظفين، أن النظرية الاقتصادية تقول إن المنفعة في الحالتين واحدة لذا يجب أن يكون مستوى المخاطرة واحد.

وفي هذا السياق يعتبر الندم أيضاً عاملاً مؤثراً في تشكيل قراراتنا الاستثمارية فلقد اثبت العلماء أن الندم الناجم عن القيام بالفعل يفوق الندم الناجم عن عدم القيام به وشعبياً يتداول الناس مصطلح « فوات الريح ولا ألم الخسارة » وهذا صحيح علمياً. تخيل أنك تملك أسهما لشركة سايك في عام 2005 وكنت تنوي بيعها لشراء مبنى عقاري بمليون ريال ولكنك لم تقم بذلك، من المؤكد أنك ستندم إذا اتضح لك اليوم أنك كنت ستكسب مليون ريال بسبب ارتفاع أسعار العقار خلال السنوات الماضية. لكن قارن هذا الندم لو كان العكس أي كنت تملك عقارا في مدينة الرياض بتاريخ 2005 وقمت ببيعه والشراء في سهم شركة سايك التي هبطت بمعدل 50%. أي بمعنى بعت عقارا بقيمة مليون ريال واشترت أسهم تقيم اليوم بقيمة 500 ألف ريال. تخيل الندم الحاصل بسبب ذلك القرار عند أغلب المستثمرين.. سيكون مقدار الندم أكبر بكثير من الحالة الأولى والتي لم امتنعوا فيها عن الفعل.

## 6- التمثيل والمحافظة Representativeness & Conservatism

يُعرف هذا التحيز بأنه الطريقة التي يبني بها الأفراد أحكام احتمالية اعتماداً على المشابهة ومن خلال صورة ذهنية Stereotype (Taffler, 2010). حيث يميل الأفراد إلى التركيز على بعض الخصائص والملامح الظاهرة للأحداث لتصنيفها وإهمال الاختلاف الجوهرى. الأفراد يميلون إلى إعطاء وزن أكبر للحدث الأخير عوضاً عن النظر لمتوسط الأحداث في الأجل الطويل لعدم انتباههم للعودة للمتوسطات Reverting to the Means وهو ما يعني أنهم يميلون لبناء قراراتهم اعتماداً على صورة ذهنية Stereotype حيث تشير دراسة (Kahneman & Tversky, 1974) إلى أن المستثمرين يهملون المعلومات المرجعية Base Rate عند التنبؤ واتخاذ القرار وإعطاء أهمية لبعض الخصائص، يؤكد (Kahneman & Tversky, 1974) بأن المحدد المرتبط بهذا التحيز هو مدى تمثيل العينة للمجتمع حيث نميل دائماً لإعطاء حجم أكبر لعدد قليل من المشاهدات وتعميم مشاهدتنا، حيث يشير أن إلى ما يسمى تحيز قانون الأعداد الصغيرة Law of Small Number Bias كأحد مستتبعات هذا التحيز، يشير الباحثين أيضاً إلى عدم إدراك الأفراد إلى الطبيعة العشوائية للأحداث حيث يعتبر الأشخاص أن مشاهدات رمي العملة قد تكون أقل أو أكثر عشوائية من خلال المشاهدات السابقة فمثلاً: H\_T\_H\_T\_H أكثر عشوائية على الأرجح من H\_H\_H\_T\_T\_T حيث تظهر أكثر انتظاماً ما يعني أنها لا تمثل الاحتمالية الصحيحة لوقوع العملة. في السياق المحلي نحن نلاحظ مثلاً ميل الكثير من الأفراد والمحليلين في تحليلاتهم إلى ربط فترات التحليل مع فترات سابقة اعتماداً على بعض مظاهر التشابه مُغفلين وجود اختلافات جوهرية، وهو من الأخطاء الشائعة كثيراً. بينما المحافظة تعني أن الأشخاص بطيؤون في تغيير آراءهم وتصوراتهم عن الأشياء عندما تتغير الأشياء، حيث يعرف (Dowling and Lucey, 2010) تحيز المحافظة بأنه على العكس من تحيز التمثيل يميل المستثمرون إلى التقليل من أهمية المعلومات المرجعية Base Rate في حين أنهم في تحيز المحافظة يعطون أهمية أكبر للمعلومات المرجعية والتي تجعلهم أكثر محافظة وأقل استجابة للمعلومات الجديدة.

## 7- تحيز التمرکز الخاطئ Disposition Effect

يشير هذا التأثير إلى محاولة المستثمرين عدم الاعتراف بخسائرهم عند وقوعها وبالتالي إيفاقها حتى لا تتفاقم حيث يتمسكون بالأسهم الخاسرة مدة أطول كثيراً من الأسهم الرابحة لميلهم لبيعها في اقرب وقت بعد تحقيقها أداء جيد (Shefrin and statman, 1985)، كما اختبر هذا التأثير (Odean, 1998a) حيث جمع بيانات 10000 حساب في الفترة 1987-1993 ووجد ذات النتيجة حيث أشار إلى أن هذا التأثير يحدث بسبب أن المستثمرين يحتفظون بالأسهم الخاسرة على أمل أن تحقق أداءً متفوقاً في المستقبل في حين أن الأسهم الرابحة التي تم بيعها من قبل المستثمرين تظل تحقق أداءً متميزاً لعدة أشهر لاحقة.

كما أجرى (Weber and Camerer, 1998) اختبار تجريبي لاختبار هذا التأثير من خلال عمليات بيع وشراء لـ 6 أسهم في 14 جولة، وجد الباحثين أن حوالي 50% على الأرجح عمليات جني الربح بالمقارنة مع العمليات الخاسرة، كما يشير الباحثين إلى وجود تفسيرين لهذه الظاهرة، الأول وبحسب نظرية المأمول Prospect Theory يحدث هذا التأثير بسبب استخدام سعر الشراء كنقطة مرجعية ومقاومة الاعتراف بالخسارة ولأنهم في مجال خاسر يميلون لأخذ مخاطرة من خلال الاحتفاظ بسهم يخسر، ومحاولة «تجنب الخسارة» في المجال الربح عند ارتفاع سعر السهم من خلال البيع مبكرًا، أما التفسير الآخر فهو إساءة تقدير الاحتمالية لتغير الأسعار من خلال اعتقادهم أن الأسعار ستعود للارتفاع للأسهم الخاسرة أو الانخفاض للأسهم التي ارتفعت بسبب عودة القيم لمتوسطاتها.

اختبر (Szyszka & Zielonka, 2007) تأثير هذا التحيز على مجمل السوق بعد الاكتتابات الأولية، حيث وجد الباحثان ارتباط حجم التداول العالي مع العائد الإيجابي وارتباط حجم التداول المنخفض مع العائد، وهو ما يمكن تفسيره من خلال هذا التحيز حيث يميل المكتتبين إلى البيع مبكرًا لجني الربح في حالة تحقيق عائد إيجابي والاحتفاظ بالأسهم في حالة العائد السلبي.

قد يكون هذا التحيز هو ما يفسر الظاهرة التي نراها في أسواقنا المالية من خلال ميل العديد من المكتتبين للبيع في الأيام الأولى لجني ربحهم بعد الارتفاع الذي تحققه الأسهم المطروحة للاكتتاب في الأيام الأولى، حيث قد تتسبب آلية التخصيص في منحهم أسهم بأسعار مغرية للصناديق ومحافظ المستثمرين ذوي النظرة طويلة الأجل.

#### 8- التأطير Framing

هذا التحيز يظهر أثره عندما يتأثر قرار الفرد بحسب إطار المعلومات المعروض عليه وطريقة عرض المشكلة. إحدى أهم الملاحظات التي لاحظها (Kahneman & Tversky, 1984) هي اختلاف اختيارات الأفراد عند عرضها في سياقات مختلفة، وهو الأمر الذي ينتهك الاتساق الذي تفترضه نظرية المنفعة المتوقعة حيث تفترض النظرية أنه لا علاقة لطريقة عرض الخيارات على اتخاذ القرار، ولإيضاح الفكرة نقتبس أحد أشهر الأمثلة على تأثير تأطير وعرض المعلومات من (Kahneman & Tversky, 1981)

تخيل أن الولايات المتحدة تُحضر نفسها لمواجهة أحد الأمراض المتفشية والمحتمل أن يقتل 600 شخص. وهناك برنامجان مقترحان لمواجهة المرض. أفترض أن التقديرات لمستتبعات كل برنامج كانت كالتالي:

- في حال تبني البرنامج (A) 200 شخص سيظلون على قيد الحياة.
- في حال تبني البرنامج (B) هناك احتمالية الثلث 1/3 أن يبقى الـ 600 شخص على قيد الحياة واحتمالية الثلثين 2/3 الباقيين ألا ينجو أحد من المرض.

أي البرنامجين سوف تتبني؟

في دراسة Kahneman & Tversky كان غالب المشاركين يميلون لتبني البرنامج A (72%)، وهو الخيار المناسب لكارهي المخاطر. ولكن عند عرضهم للمشكلة من خلال وصف مختلف على مجموعة أخرى كانت الاستجابة من الغالبية مختلفة وكانت كالتالي:

- في حال تبني برنامج (C) 400 شخص سيتوفى.
- في حال تبني البرنامج (D)، هناك احتمالية الثلث 1/3 لن يموت أحد واحتمالية الثلثين 2/3 أن الـ 600 شخص سوف يموتون.

غالب المشاركين كانوا يميلون لاختيار البرنامج (D) (78%) حيث يتضح هنا أن البرامج C وD لا تختلف عن برنامجي A وB ما يختلف هو فقط طريقة العرض، ما نريد إيضاحه هنا والتأكيد عليه هو أن المستثمرين أيضًا يتأثرون بطريقة عرض المعلومات وتوضيحها وهو الأمر المؤثر بالطبع على اتخاذهم للقرار.

وفي بحث قام به (Glaser et al, 2007) تم اختبار مدى تأثير إطار المعلومات على توقعات المستثمرين حيث تم تصميم اختبار لمجموعتين من المبحوثين وعرض على المجموعة الأولى بيانات سلسلة زمنية لأسعار أسهم وفي المجموعة الثانية تم عرض بيانات سلاسل زمنية للتغيرات في الأسهم أي العوائد. ووجد الباحثين أن طريقة عرض المعلومات بطريقة العوائد تؤثر في توقعات المشاركين حيث يميلون إلى إعطاء توقعات أكبر للعوائد المستقبلية أي استمرار العوائد في نفس الاتجاه سواء سلبي أم إيجاباً Trend بينما في حالة الأسعار يميل المستثمرون إلى إعطاء سعر يميل إلى قيمة متوسط الأسعار السابقة. وهذا يعطينا مؤشر أن طريقة عرض المعلومات قد تؤثر كثيراً على اتخاذ القرارات وهو توجه عملت به هيئة سوق المال في السوق السعودي مؤخرًا حيث قامت بتصنيف الشركات الخاسرة نسبة إلى رأس مالها وذلك بوضع علامات بألوان مختلفة لتدل على مستوى الخسائر أمام كل شركة خاسرة.

## 9- التحيز للوضع الراهن Status Quo Bias

لاحظ (Samuelson and Zeckhauser, 1988) أن الأفراد يميلون إلى تفضيل الحالة الراهنة Current State عوضاً عن الاختيارات الأخرى من خلال دراستهم لقرارات الأفراد في مجالات اختيار الخطط الصحية Health Plan وقرارات تخطيط التقاعد Retirement Program. وهو الأمر الذي قد يسببه النفور من الخسارة لأن منافع الانتقال إلى قد تبدو أقل من المساوي (Kahneman, Knetsch and Thaler, 1991)

يشير (Dowling and Lucey, 2010) إلى أن دراسات عديدة المالية عن هذا التحيز وُجّهت إلى موضوعات التقاعد والتخطيط المالي الشخصي وقرارات التخطيط الصحي، في حين يشير (Oberlechner, 2004) إلى أن هذا التحيز قد يفسر فشل العديد من المستثمرين في تغيير استراتيجياتهم الخاسرة حتى بعد تسبب هذه الاستراتيجيات في خسارتهم لفترات ممتدة، حيث يؤكد على أن أحد أقوى صور هذا التحيز هي ليست فقط محاولة المضاربين الاحتفاظ بمركز خاسر ولكن أيضاً بالتوسع في ذلك بدلاً عن إقفال المركز الخاسر وإنهاء الصفقة.

## 10- الترسية Anchoring

يحصل هذا التحيز عندما تركز على قيمة معينة باعتبارها الأساس (قيمة مبدئية) الذي يستخدم لمقارنة أو تقدير النتائج المحتملة في المستقبل (Kahneman & Tversky, 1974). حيث يشير الباحثان إلى أن اختلاف هذه القيم المبدئية التي ينطلق منها التحليل يؤثر على تقدير القيمة النهائية باختلاف القيمة التي يبدأ بها هذا التحليل! في حين أنه من الطبيعي أن يتم اتخاذ القرارات نسبة إلى شيء مألوف لدينا، إلا أن الميل للاعتماد على شيء نعرفه قد يقلل تقبلنا لغيره من المعلومات الهامة مما ينقص إدراكنا لمعلومات أخرى ذات أهمية وقيمة كبيرة. وإيضاح كيف يحدث هذا التأثير يشير Kahneman & Tversky إلى تجربة سؤال مجموعتين من طلاب المدارس العليا بتقدير القيمة النهائية لحاصل ضرب مجموعه من الأعداد في أقل من خمس ثواني اعتماداً على حدسهم وتم سؤالهم نفس السؤال لكن مع أداة ترتيب الأرقام:

- حيث طلب من المجموعة الأولى تقدير القيمة النهائية لحاصل ضرب  $1 \times 2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8$
- في حين كان المطلوب من المجموعة الأخرى تقدير القيمة النهائية لحاصل ضرب  $8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 \times 1$
- في حالة الضرب لأعلى كان الرقم المقدر 512 وفي حالة الضرب للرقم الأقل كان الرقم 2250 أما الرقم الحقيقي فكان 40320. يظهر المثال كيف كان تأثير العدد الأول في عملية الضرب.

يؤكد (Oberlechner, 2004) على أن هذا التحيز يؤثر على المستثمرين من خلال دفعهم إلى التركيز على بعض المعلومات غير الملائمة لاتخاذ القرار. وهذا التحيز لا يقتصر على الأفراد فقط وإنما حتى المحترفين والمؤسسات المالية، فمثلاً وجد (L.CEN et al, 2013) أن المحللين الماليين عرضة للوقوع في هذا التحيز حيث تتأثر توقعاتهم للأرباح، سواء بالتفاؤل أو التشاؤم متفائلة أو متشائمة بحسب موقع توقعاتهم لنصيب حصة السهم الواحد من الأرباح EPS Earning Per Share وما إذا كان أعلى أو أقل من وسيط Median الصناعة، حيث وجدوا أن تنبؤات الأرباح للشركات ذات أقل الربحية الأقل للسهم الواحد EPS مقارنة منسوبةً للصناعة تكون أكثر تفاؤلاً من تلك ذات الربحية الأعلى للسهم الواحد، كما يتأثر المحللين بتجزئة الأسهم حيث تبقى توقعاتهم متفائلة ولا تأخذ بالاعتبار التجزئة، وهو ما يعني التعرض لأخطاء أكبر في تنبؤاتهم.

أيضاً في عالم الأسهم يقوم كثير من المستثمرين بالرجوع إلى أعلى سعر للسهم في 52 أسبوع وذلك كأساس للمقارنة واتخاذ القرار بالبيع والشراء رغم أن تحقيق هذا المستوى السعري المرتفع لا يعكس بالضرورة أي تغير في ربحية ونشاط الشركة وبالتالي لا يفترض أن تكون المعلومة مهمة جداً بحد ذاتها إلا أن العديد من المتداولين يأخذها كمقياس مرجعي مهم ويبني عليها العديد من القرارات، وهو ما يجعله يميل إلى إهمال البيانات الأساسية للشركات (base rate) أنظر إلى تحيز «التمثيل Representativeness». كما في حالات أخرى نجد شخصا اشترى سهم بـ 100 ريال مثلاً ونزلت قيمته في السوق إلى 70 بسبب الانخفاض في أرباح الشركة، إلا أنه لا يزال يفكر في الـ 100 ريال كمعيار لتقييم السهم ويظل يراقبها دائماً كنقطة معيارية يتم الحكم بناء عليها في تقييم السهم واتخاذ القرار الاستثماري.

كيف يمكن تجنب هذه التحيزات:

يؤكد (Kahneman, 2011) أنه وبحسب نظرية المأمول Prospect Theory فإن ما يؤثر على الأفراد هو التأثير بالأرباح الرأسمالية والخسائر Gains & Losses وليست النظرة طويلة الأجل للثروة، كما أشار في موضع آخر إلى أن ما يتغير بعد معرفة التحيزات والوعي بها هو السلوك ولكنها (أي التحيزات) تبقى فاعلة. كما يشير مدخل Heuristics إلى أننا ميالين لاختزال تعقيدات العالم الواقعي في قواعد مبسطة Ruls of Thumb واستراتيجيات مختصرة تساعدنا على اتخاذ القرار، الأمر الذي قد يتسبب في الوقوع في أخطاء منتظمة (Kahneman, 2011) وإزاء هذه المشكلة ينصح (Hoffmann & Shefrin, 2014) المستثمرين الأفراد تقييد محاولاتهم للتفوق على السوق وبناء محافظهم كما لو كان السوق كفوًا، كما أشار (Altman, 2014) إلى أن تفوق استراتيجية الاستثمار السلبي Passive Investment يتفق مع ما يشير إليه الاقتصاديين السلوكيين بالعقلانية المقيدة ولا يتفق مع الفكر الاقتصادي التقليدي، حيث تفترض النظرية التقليدية أنه لا بد ليكون السوق كفوًا أن يتبع الأفراد السلوك الاقتصادي التقليدي Neoclassical Behavior الباحث عن تعظيم المنفعة لتحقيق أفضل النتائج المالية.

ويقترح (Nofsinger, 2005) في كتابه اتباع العديد من الاستراتيجيات لتجنب هذه التحيزات، مثل:

- 1- المعرفة والتعلم أكثر عن التحيزات، وهذا من شأنه أن يزيد وعيك ومعرفتك بالأخطاء المتوقع حدوثها والتي من الممكن أن تقع فيها.
- 2- اعرف لماذا تستثمر وأحذر من تحديد الأهداف الغامضة، حيث يساعدك تحديد أهداف واضحة ومحددة (رقمية) للاستثمار على التعرف على الطرائق التي من خلالها يمكن تحقيقها وما إذا كان سلوكك يحقق لك ذلك.
- 3- استخدم مجموعة من المعايير والأساليب الكمية لتحديد تأثير العواطف والانفعالات، كما ينصح بالاهتمام بجودة المعلومات المستخدمة.
- 4- قم بتنوع محافظتك ولهذا الغرض يقترح (Nofsinger, 2005) تنوع المحفظة بالشراء في 15 شركة من صناعات مختلفة، أو من خلال الاستثمار في أحد الصناديق الاستثمارية منخفضة التكاليف، أيضاً استثمار بشكل أقل كثيراً في الشركة التي تعمل بها، حيث إنك ومن خلال عملك تستثمر رأس مالك البشري.
- 5- تحكم في بيئتك الاستثمارية من خلال الإقلال من مراقبة محافظتك وخفض معدل الدوران من خلال تحديد يوم واحد في الشهر وهو ما سيكون له تأثير على تحكمك في الشراء والبيع وعدم التأثر بتحيز الثقة المفرطة، أيضاً راجع أداء محافظتك بشكل سنوي للتأكد من أنك تسير في طريقك لتحقيق أهدافك.

في النهاية ما نريد التأكيد عليه هو تحذيرك من مغبة استخدام بعض الأدوات التحليلية والتي قد توقعك في العديد من التحيزات السلوكية، حيث يؤكد (Hoffmann & Shefrin, 2014) أن استخدام الأفراد للتحليل الفني Tech-nical Analysis يؤثر على عوائد محافظ الأفراد، كما أكد الباحثان على أن من يستخدمون التحليل الفني أميل للاتجاه للمضاربة على التحركات قصيرة الأجل للأسواق المالية كهدف أساسي للاستثمار، أيضاً تتسم محافظ مستخدميه بزيادة تركّزها (لا تتبع التنوع) وارتفاع معدل دوران المحفظة وانكشافها للمخاطر غير المنتظمة.

## دور صانعي السياسات الاستثمارية

كما تظهر البحوث التجريبية فالمستثمرين يرتكبون أخطاءً منهجية في اتخاذ القرارات الاستثمارية مما يصبح من الصعب افتراض العقلانية في قراراتهم. وتنعكس هذه الأخطاء في «الانحرافات والتشوهات» التي تحصل في الأسواق وتؤدي بالمستثمرين الأفراد إلى ضعف المشاركة في سوق الأسهم، وتكوين مفاهيم خاطئة للعلاقة بين الخطر والعائد، وضعف تنوع المحفظة وكذلك التداول المفرط.

والأدبيات الحديثة في التمويل السلوكي وتسعير الأصول الرأسمالية توضح أن القوى الإجمالية لمجموع قرارات المستثمرين المبنية على التحيزات السلوكية لديها القوة للتأثير على المستويات الكلية للأسعار وكميات التداول في الأسواق المالية (كمثال يمكن النظر إلى الأعمال التالية (Statman, Thorley, and Vorkink, 2006; Barberis and Huang, 2007).

على مستوى كلي أكبر، يمكن لسلوكيات المستثمرين أن تولد مستويات عالية من علاوة المخاطر في السوق وحتى تحفيز التقييم الخاطئ للأصول مما يؤدي إلى خلق فقاعات في الأسواق (Benartzi and Thaler, 2002). لذا يصبح لزاماً على صانعي السياسات في الأسواق المالية محاولة فهم هذه التحيزات السلوكية، والأخذ في الحسبان أن الأسواق هي نتاج وعي المتعاملين فيها. ومن هذا المنطلق فإن أي سياسة تأخذ في الحسبان أن المستثمرين واعين وعقلانيين فهي لا تتعامل مع الواقع بمعطياته الفعلية بمعنى أن طريقة معالجة المعلومات واتخاذ القرارات لدى المستثمرين تحكمها الظروف النفسية والعاطفية مما يستدعي فهم هذه التداعيات ومحاولة تحسين مستوى الوعي في الأسواق من خلال وضع سياسات وأنظمة تعالج هذه الإشكالية وتحسن من القدرة على الاختيار عند المستثمرين وترفع من مستوى كفاءة السوق. على سبيل المثال يمكن وضع مؤشرات أولية لمستوى المخاطرة في السهم مقارنة بالسوق. وبعض مقدمي البيانات المالية أصبحوا يوفرون معامل Beta للسهم كنوع من توضيح مستوى مخاطر السهم وارتباطه بحركة السوق.

إن برامج التثقيف والتوعية المالية قد تساعد المستثمرين في تحسين قدرتهم على فهم التحيزات السلوكية وفهم مستوى المخاطر المرتبط بالقرارات الاستثمارية. أيضاً طريقة عرض المعلومات بالنسبة للأرباح وكذلك الإعلانات ونشرات الإصدار قد تساعد في توضيح طبيعة النشاط الاستثماري ومستوى المخاطر المرتبطة بها، وكذلك القيم الحقيقية للأصول. كما إن الأسواق ذات الكفاءة تقوم أساساً على الاستثمار المؤسسي لما له من دور مهم في رفع كفاءة السوق وزيادة مستوى الإفصاح وجودة المعلومات في السوق ويشمل ذلك دعم صناعة الاستشارات المالية للمستثمرين الأفراد حيث إنها نشاط لا غنى عنه لتوجيه المستثمرين لاتخاذ القرارات التي تخدم مصالحهم بشكل أفضل وتساهم لتعزيز كفاءة التنظيم المالي؛ ولذلك ينبغي أن يتم تفعيل وتنظيم هذه الصناعة ودعم المستشارين الماليين للأفراد لمساعدة العملاء لاحتواء الأخطاء السلوكية الأكثر شيوعاً.

## الاستنتاجات والتوصيات

أصبحت مدرسة التمويل السلوكي Behavioral Finance مدخلاً وثيقاً في فهم كيفية اتخاذ القرارات الاستثمارية لدى الأفراد، مما أعطاهم ثقة وانتشار أكبر في أقسام التمويل في مدارس الإدارة كفرع مهم ومكمل لعلم التمويل التقليدي في فهم الكثير من القرارات الاستثمارية. وبدأت الكثير من الدراسات والكتب في مجال التمويل في التوجه نحو مدرسة التمويل السلوكية. ويظهر بعد هذا المسح والتحليل للعديد من الدراسات التي تحدثت عن أن التحيزات لها تأثير كبير على اتخاذ القرار، وهو ما قد يقود الأفراد للوقوع في العديد من الأخطاء المنتظمة عند التنبؤ بحركة الأسعار والاستثمار في الأسواق المالية.

هذه التحيزات تعتبر جزءاً أصيلاً من الطبيعة البشرية، وهو الأمر الذي ينبغي أخذه بالاعتبار عند الاستثمار حيث يلاحظ على المستثمرين ميلهم لإهمال إمكانية الخطأ والاعتداد بقدراتهم وعدم التواضع عند اتخاذ قرارات الاستثمار من خلال محاولة التفوق على السوق، وهو ما تشير دراسات عديدة إلى صعوبته. أيضاً يستنتج الباحثان مدى عمق وتأثير هذه التحيزات على القرارات الاستثمارية وعلى سلوك المستثمرين وهو ما يجب أن تتصدى له التشريعات والتنظيمات في الأسواق المالية. ونظراً لحدثة هذا الموضوع ولضرورة تقديمه للقارئ والباحث العربي، حاولت هذه الدراسة مناقشة

المفاهيم والتحيزات لكي تكون مرجعا نظريا رئيسا في هذا المجال في المحيط العربي، إلا أننا نوصي وبشدة استكمال هذا الجهد بدراسات ميدانية على الأسواق والمستثمرين بالمنطقة.

أيضاً نقدم في هذه القسم توصيات على مستويين. حيث نقدم نصائح للمستثمرين الأفراد حول كيفية تجنب التحيزات والأخطاء السلوكية في اتخاذ القرارات الاستثمارية. ومن ثم نعرض على دور السياسات في أسواق المال في تحسين القرارات الاستثمارية للأفراد وتخفيف أثر التحيزات السلوكية. وجانب مهم من تجنب مثل هذه التحيزات هو أن تصبح على علم بها. وهكذا، عن طريق تجنب النزعات السلوكية يمكن للمستثمرين أن يصلوا إلى قرارات أكثر عقلانية على أساس البيانات المتاحة والتفكير المنطقي. ولا توجد وسيلة للقضاء على التحيزات تماماً لأنها جزء أصيل من طبيعتنا البشرية. في مجال الاستثمار، وإن اتخذ خطوات للحد من آثار تلك التحيزات قد يساعد في تجنب بعض الأخطاء السلوكية مثل وضع أهداف استثمارية والالتزام بها وتحديد قواعد استثمار مناسبة لمستوى المخاطرة المرغوب.

استيعاب أن الأسواق المالية معقدة ومن الصعب التنبؤ بحركة الأسواق المستقبلية، لذا ننصح بالابتعاد عن التوصيات التي تطرح في المنتديات وشبكات التواصل الاجتماعي. كما ننصح المستثمرين بالاستثمار على المدى الطويل، وتحديد مستواهم في تحمل المخاطر، وتحديد استراتيجية مناسبة لتوزيع الأصول، وإعادة تقييم مراكزهم ومحفظةهم على الأقل مرة سنوياً. والابتعاد عن النظرة قصيرة الأجل في الأسواق وما يساعد على التعرض لها مثل المتابعة اليومية للأخبار والمعلومات الاقتصادية، وكذلك المضاربة اليومية. كما نوصي بإنشاء مجموعات بحثية أو جمعية علمية في مجال السلوك المالي، تأخذ على عاتقها إجراء المزيد من الدراسات على المستثمرين في أسواق المنطقة العربية.

ونقترح على هيئات الإشراف على الأسواق المالية وصانعي السياسات في الأسواق المالية محاولة فهم هذه التحيزات السلوكية والأخذ في الحسبان أن الأسواق هي نتاج وعي المتعاملين فيها، وبالتالي تبني سياسات تساعد في الحد من آثار هذه التحيزات عبر المزيد من برامج التثقيف المالي وتحسين بيئة اتخاذ القرار من خلال توفير معلومات تساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات السليمة وتحسن من القدرة على الاختيار عند المستثمرين وترفع من مستوى كفاءة السوق. على سبيل المثال يمكن وضع مؤشرات أولية لمستوى المخاطرة في السهم مقارنة بالسوق. كما نوصي بإعادة النظر في طريقة عرض المعلومات بالنسبة للأرباح وكذلك الإعلانات ونشرات الإصدار مما قد يوفر فرصة كبرى لتوعية الأفراد بطبيعة الاستثمارات ومستوى المخاطر المرتبط بها وكذلك القيم الحقيقية للأصول.

أخيراً، تقديم المشورة المالية هي نشاط لا غنى عنه لتوجيه المستثمرين لاتخاذ القرارات التي تخدم مصالحهم بشكل أفضل وتساهم لتعزيز كفاءة التنظيم المالي؛ ولذلك ينبغي أن يتم تفعيل وتنظيم هذه الصناعة ودعم المستشارين الماليين للأفراد لمساعدة العملاء لاحتواء الأخطاء السلوكية الأكثر شيوعاً.

## المراجع

### أولاً – مراجع باللغة العربية:

- منسي، عبد العاطي لاشين محمد. (2009). «التحيزات الإدراكية والمعرفية المؤثرة على المستثمرين الأفراد: دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودي»، *مجلة المال والتجارة*، عدد 479، ص ص 4-28. القاهرة.

### ثانياً – مراجع باللغة الأجنبية:

- Altman, M. (2015). *Real World Decision Making: An Encyclopedia of Behavioral Economics*. Santa Barbara, California. ABC-CLIO.
- Altman, M. (2014). Behavioral Economics, Thinking Processes, Decision Making, and Investment Behavior”, *Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing*, pp. 43-61.
- Baker, H. K. and J. R. Nofsinger. (2010). *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*. John Wiley & Sons.
- Baker, H.K. and J. R. Nofsinger. (2002). “Psychological Biases of Investors”, *Financial Services Review*, 11 (2), pp. 97-116.
- Baltussen, G. (2009). *Behavioral Finance: An Introduction*, Available at SSRN 1488110,
- Barber, B. M. and T. Odean. (2001). “Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment”, *Quarterly Journal of Economics*, pp. 261-292.
- Barber, B. M. and T. Odean. (2001). “The Internet and the Investor”, *Journal of Economic Perspectives*, pp. 41-54.
- Barber, B. M. and t. Odean. (2000). “Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors”, *Journal of Finance*, pp. 773-806.
- Barberis, N. and M. Huang. (2008). Stocks as Lotteries: The Implications of Probability Weighting for Security Prices, *American Economic Review*, vol. 98, issue 5, 2066-2100. <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.98.5.2066>
- Barberis, N. and R. Thaler. (2003). “A Survey of Behavioral Finance”, *Handbook of the Economics of Finance*, 1, pp. 1053-1128.
- Benartzi, S. and R. H. Thaler. (1995). Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *The Quarterly Journal of Economics*, 110 (1): 73-92.
- Benartzi, S. and R. H. Thaler. (2001). “Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans”, *American Economic Review*, pp. 79-98.
- Black, F. (1986). “Noise”, *The Journal of Finance*, 41 (3), pp. 529-543.
- Bloomfield, R. (2010). *Traditional Versus Behavioral Finance: Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons,
- Bodenhausen, G. V. (1988). “Stereotypic Biases in Social Decision-making and Memory: Testing Process Models of Stereotype Use”, *Journal of Personality and Social Psychology*, 55 (5), pp. 726.
- Bukszar, E. and T. Connolly. (1988). “Hindsight Bias and Strategic Choice: Some Problems in Learning from Experience”, *Academy of Management Journal*, 31 (3), pp. 628-641.
- Cen, L.; G. Hilary and K. Wei. (2013). “The Role of Anchoring Bias in the Equity Market: Evidence from Analysts’ Earnings Forecasts and Stock Returns”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(01), pp. 47-76.

- Chaffai, Mustapha and Imed Medhioub. (2014). "Behavioral Finance: An Empirical Study of the Tunisian Stock Market", *International Journal of Economics and Financial*, Issues 4.3: 527.
- Choi, J. J.; D. Laibson and A. Metrick. (2002). "How Does the Internet Affect Trading: Evidence from Investor Behavior in 401 (K) Plans?", *Journal of Financial Economics*, 64 (3), pp. 397-421.
- Clarke, R. G.; S. Krase and M. Statman. (1994). "Tracking Errors, Regret, and Tactical Asset Allocation", *The Journal of Portfolio Management*, 20 (3), pp. 16-24.
- Coval, J.; D. Hirshleifer and S. H. Teoh. (2005). *Self-deception and Deception in Capital Markets, Deception in Markets: An Economic Analysis*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, pp. 113-130.
- De Bondt, W. F.M. and R. H. Thaler. (1995). *Financial Decision-making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective*. National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, Nr. 4777, Cambridge, June 1994, S. 1-33.
- De Bondt, W. F. and R. H. Thaler. (1990). "Do Security Analysts Overreact", *The American Economic Review*, pp. 52-57.
- Dowling, M. and B. Lucey. (2010). *Other Behavioral Biases. Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Dunham, L. M. (2011). "Momentum: The Technical Analysis Anomaly", *The Handbook of Equity Market Anomalies: Translating Market Inefficiencies into Effective Investment Strategies*, 2, pp. 173.
- Fama, E. F. (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, 25 (2), pp. 383-417.
- Gilovich, T.; D. Griffin and D. Kahneman. (2002). *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*. Cambridge University Press.
- Glaser, M.; T. Langer; J. Reynnders and M. Weber. (2007). "Framing Effects in Stock Market Forecasts: The Difference between Asking for Prices and Asking for Returns", *Review of Finance*, 11 (2), pp. 325-357.
- Grinblatt, M. and M. Keloharju. (2009). "Sensation Seeking, Overconfidence, and Trading Activity", *The Journal of Finance*, 64 (2), pp. 549-578.
- Hart, W. and Others. (2009). "Feeling Validated Versus Being Correct: A Meta-analysis of Selective Exposure to Information", *Psychological Bulletin*, 135 (4), pp. 555.
- Hirshleifer, D. (2001). "Investor Psychology and Asset Pricing", *Journal of Finance*, pp. 1533-1597.
- Hirshleifer, D. A.; J. N. Myers; L. A. Myers and S. H. Teoh. (2008). "Do Individual Investors Cause Post-earnings Announcement Drift: Direct Evidence from Personal Trades", *The Accounting Review*, 83(6), pp. 1521-1550.
- Hirshleifer, D. and Teoh, S.Hong. (2010). "Psychological Influences on Financial Regulation and Policy", *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, pp. 151-167.
- Hoffmann, A. O. and H. Shefrin. (2014). "Technical Analysis and Individual Investors", *Journal of Economic Behavior & Organization*, 107, pp. 487-511.
- Johnsson, M.; H. Lindblom and P. Platan. (2002). "Behavioral Finance and the Change of Investor Behavior during and After the Speculative Bubble at the End of the 1990s". *Master Thesis*, Lund University, Sweden.
- Kahneman, Daniel. (2011). *Thinking, Fast and Slow*. Macmillan Print.
- Kahneman, D. (2003). "Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics", *American Economic Review*, pp. 1449-1475.
- Kahneman, D.; J. L. Knetsch and R. H. Thaler. (1991). "Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion,

- and Status Quo Bias”, *The Journal of Economic Perspectives*, pp. 193-206.
- Kahneman, D. and A. Tversky. (1984). “Choices, Values, and Frames”, *American Psychologist*, 39 (4), pp. 341.
  - Kahneman, D. and A. Tversky. (1979). “Prospect theory: An Analysis of Decision under Risk”, *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, pp. 263-291.
  - Kahneman, D. and A. Tversky. (1973). “On the Psychology of Prediction”, *Psychological Review*, 80 (4), pp. 237.
  - Kaniel, R.; G. Saar and S. Titman. (2008). “Individual Investor Trading and Stock Returns”, *The Journal of Finance*, 63 (1), pp. 273-310.
  - Lord, C. G.; L. Ross and M. R. Lepper. (1979). “Biased Assimilation and Attitude Polarization: The Effects of Prior Theories on Subsequently Considered Evidence”, *Journal of Personality and Social Psychology*, 37 (11), pp. 2098.
  - Madrian, B. C. and D. F. Shea. (2001). “The Power of Suggestion: Inertia in 401 (K) Participation and Savings Behavior”, *The Quarterly Journal of Economics*, 116(4): 1149-1187.
  - Markowitz, H. (1952). “Portfolio Selection”, *The Journal of Finance*, 7 (1), pp. 77-91.
  - Monti, M. and P. Legrenzi. (2009). “Investment Decision-making and Hindsight Bias”, *Annual Meeting of Cognitive Science Society*. Amsterdam.
  - Montier, James. (2007). *Behavioral Investing*. Chichester, England: John Wiley & Sons.
  - Nicolosi, G.; L. Peng and N. Zhu. (2009). “Do Individual Investors Learn from Their Trading Experience”, *Journal of Financial Markets*, 12 (2), pp. 317-336.
  - Nofsinger, John R. (2005). *The Psychology of Investing*. Upper Saddle River, N.J: Pearson, Prentice Hall.
  - Lifson, Lawrence E. and Richard A. Geist. (1999). *The Psychology of Investing*. New York: John Wiley & Sons.
  - Thaler, Richard H. and Cass R. Sunstein. (2008). *Nudge New Haven*. Conn: Yale University Press.
  - Oberlechner, Thomas. (2004). *The Psychology of the Foreign Exchange Market*. Chichester: Wiley.
  - Odean, T. (1998). “Are Investors Reluctant to Realize Their Losses”, *The Journal of Finance*, 53 (5), pp. 1775-1798.
  - Parikh, P. (2009). *Value Investing and Behavioral Finance*. Tata McGraw-Hill Education.
  - Plous, S. (1993). *The Psychology of Judgment and Decision-making*. McGraw-Hill Book Company.
  - Pompian, M. M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*, New Jersey.
  - Pouget, S. and S. Villeneuve. (2012). *A Mind is a Terrible Thing to Change: Confirmation Bias in Financial Markets*. TSE Working Paper, n. 12-306, Toulouse.
  - Pronin, E.; D. Y. Lin and L. Ross. (2002). “The Bias Blind Spot: Perceptions of Bias in Self Versus Others”, *Personality and Social Psychology Bulletin*, 28 (3), pp. 369-381.
  - Rabin, M. and J. L. Schrag. (1999). “First Impressions Matter: A Model of Confirmatory Bias”, *Quarterly Journal of Economics*, pp. 37-82.
  - Reilly, Frank K. and Keith C. Brown. (1997). *Investment Analysis and Portfolio Management*. Fort Worth, Tex: Dryden Press.
  - Rizzi, J. V. (2008). “Behavioral Basis of the Financial Crisis”, *Journal of Applied Finance*, 18 (2), pp. 84-96.
  - Samuelson, W. and R. Zeckhauser. (1988). “Status Quo Bias in Decision-making”, *Journal of Risk and Uncertainty*, 1 (1), pp. 7-59.

- Sharpe, W. F. (1964). "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *The Journal of Finance*, 19 (3), pp. 425-442.
- Shefrin, H. (2000). *Beyond Fear and Greed: Understanding Behavioral finance and the Psychology of Investing*, Harvard Business School Press.
- Shefrin, H. and M. Statman.(1985). "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, pp. 777-790.
- Shiller, R. J. (2003). "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance", *Journal of Economic Perspectives*, pp. 83-104.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford University Press.
- Stanley, D. J.; D. Vardiabasis and D. Moschos. (2011). "The Efficient Market Hypothesis: The Applicability of American Models to the Greek Stock Market", *Applied Finance*, pp. 1348.
- Statman, M.; S. Thorley and K. Vorkink. (2006). "Investor Overconfidence and Trading Volume", *Review of Financial Studies*, 19 (4), pp. 1531-1565.
- Stotz, O. and R. Von Nitzsch. (2005). "The Perception of Control and the Level of Overconfidence: Evidence from Analyst Earnings Estimates and Price Targets", *The Journal of Behavioral Finance*, 6 (3), pp. 121-128.
- Szyszka, A. and P. Zielonka. (2007). "The Disposition Effect Demonstrated on IPO Trading Volume", *Icfai Journal of Behavioral Finance*, IV(3), 40-48.
- Taffler, R. J. (2010). "The Representativeness Heuristic", *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, 6, pp. 259.
- Taleb, Nassim Nicholas. (2010). *The Black Swan*. New York: Random House Trade Paperbacks.
- Thaler, R. H. (2015). *Misbehaving the Making of Behavioral Economics*. WW Norton & Company.
- Thaler, R. H. (1999). "Mental Accounting Matters", *Journal of Behavioral Decision Making*, 12 (3), pp. 183-206.
- Torngren, G. and H. Montgomery. (2004). "Worse Than Chance: Performance and Confidence among Professionals and Laypeople in the Stock Market", *The Journal of Behavioral Finance*, 5 (3), pp. 148-153.
- Tsai, C. I.; J. Klayman and R. Hastie. (2008). "Effects of Amount of Information on Judgment Accuracy and Confidence", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 107 (2), pp. 97-105.
- Tversky, A. and D. Kahneman. (1981). *The Framing of Decisions and the Psychology of Choice*. Science (New York, N.Y.), 211 (4481), pp. 453-458.
- Tversky, A. and D. Kahneman. (1974). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Science (New York, N.Y.), 185 (4157), pp. 1124-1131.
- Wang, X. L.; K. Shi and H. X. Fan. (2006). "Psychological Mechanisms of Investors in Chinese Stock Markets", *Journal of Economic Psychology*, 27 (6), pp. 762-780.
- Weber, M. and C. F. Camerer. (1998). "The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis", *Journal of Economic Behavior & Organization*, 33 (2), pp. 167-184.

## Investors' Behavioral Biases "Analytical Study"

**Ahmed Humedi**

Senior Officer - Research Department  
Human Resource Development Fund

**Dr. Ahmed Alzahrani**

Assitant Professor of Finance  
Institute of Public Administration

Kingdom of Saudi Arabia

### ABSTRACT

This study seeks to identify and analyze the behavioral biases that affect investors' decisions in the financial markets. The study adopts Behavioral Finance school's tools and methodologies, as it is a relatively new branch of Finance. Behavioral finance is fundamentally different from standard finance. Because standard finance assumes that investors behave rationally and do not make errors in investment decisions, whereas behavioral finance suggests that investors deviate from rationality in their decision-making, hence, make errors.

We use interdisciplinary research theories that blend Psychology into Finance to shed a light on common mistakes "biases" investors usually are prone to in their decisions and to draw the researchers' attention, specialists and policy makers to the behavioral aspects of investment activities in financial markets in the Arab World where there is scarcity of such literature. Using inductive approach, we discuss and analyze 10 of the most common biases through surveying 62 studies that looked into different behavioral biases separately. These biases are Confirmation, Hindsight Overconfidence, and Loss aversion, Mental Accounting, Representativeness& Conservatism, Disposition, Framing, Status Quo Bias and Anchoring.

Finally, the study provides recommendations to individuals regarding how to deal with behavioral biases and to policy makers regarding how to consider policy and regulation that address behavioral biases issues.

**Key Words:** Behavioral Finance, Biases, Stock Market, Investing, Overconfidence.